

Informe sobre la estabilidad financiera mundial

Resumen ejecutivo

Aterrizaje suave o brusco despertar

La inflación subyacente sigue siendo alta y está disminuyendo solo lentamente en muchas economías avanzadas, por lo que los bancos centrales podrían tener que mantener una política monetaria más restrictiva durante más tiempo de lo previsto por los mercados. En las economías de mercados emergentes, el proceso de reducción de la inflación parece ir bien encaminado y las ventajas de las primeras subidas de las tasas de interés están empezando a notarse. Pero la situación varía de una región a otra. La creciente divergencia de las perspectivas de la inflación y la economía podrían marcar el comienzo de la desincronización de la política monetaria mundial. Sin embargo, el optimismo ante un “aterrizaje suave” de la economía mundial, en el que la desinflación continuaría a buen ritmo y se evitaría una recesión, ha impulsado las valoraciones de los activos desde la publicación del Informe sobre la estabilidad financiera mundial de abril de 2023. A pesar de que desde septiembre se ha registrado una caída de los precios de las acciones debido al aumento de las tasas reales a largo plazo, en las economías avanzadas las condiciones financieras se han relajado en términos netos (gráfico ES.1). Desde un horizonte temporal algo más amplio, se observa que, en lo que va de este año, los precios de las acciones en Estados Unidos y Europa han subido aproximadamente 12% y 10%, respectivamente, y los diferenciales de crédito empresarial permanecen cerca de los niveles más bajos registrados desde el inicio del presente ciclo de subida de las tasas. En Japón, el mercado de renta variable superó al de otros países avanzados, debido en parte a la continua orientación acomodaticia de la política monetaria y a mayores utilidades de las empresas. Países emergentes como Chile, Hungría, India, México y Polonia también experimentaron una importante subida de las cotizaciones bursátiles en consonancia con la apreciación de las monedas de la mayoría de los mercados emergentes durante el primer semestre del año. De producirse sorpresas al alza de la inflación, se pondría en entredicho este posible aterrizaje suave y podría producirse un marcado cambio del precio de los activos.

Ya se han superado las dificultades más agudas en el sistema bancario mundial, pero aún hay bancos muy débiles en ciertos países. Además, pueden salir a la luz grietas en otros sectores que podrían convertirse en fallas preocupantes. Si las condiciones financieras sufrieran una contracción repentina, podrían desencadenarse interacciones negativas que una vez más pondrían a prueba la resiliencia del sistema financiero mundial. Concretamente, el ciclo crediticio mundial ha empezado a dar un giro conforme disminuye la capacidad de reembolso de la deuda de los prestatarios y se desacelera el crecimiento del crédito. El indicador del FMI de crecimiento en riesgo resume esta evaluación al señalar que los riesgos para el crecimiento mundial están inclinados hacia un deterioro de la situación, de forma similar a la evaluación de abril (gráfico ES.2). En un escenario en el que el esperado aterrizaje suave no se materialice, los inversionistas se repliegan hacia posiciones menos arriesgadas y las condiciones financieras se endurezcan hacia el promedio a largo plazo, el indicador de crecimiento en riesgo pronostica una distribución del crecimiento inclinada más firmemente hacia el deterioro de la situación.

Vulnerabilidades

En el último año, el efecto de transmisión de las subidas de las tasas puede haberse visto atenuado, ya que las empresas y los hogares han ampliado los plazos de reembolso de su deuda o han utilizado los ahorros acumulados durante la pandemia para reforzar su situación económica y pagar intereses. Sin embargo, es posible que estos factores no sean suficientes para contrarrestar la tendencia de crecientes dificultades de reembolso. De hecho, la proporción de empresas con

una baja relación efectivo/gasto en intereses —es decir, empresas más débiles y con menos reservas— ha aumentado en los últimos dos años, en particular en los mercados emergentes, debido a que las empresas se enfrentan a condiciones de financiamiento más restrictivas (gráfico ES.3). Este aumento es especialmente notorio entre las pequeñas y medianas empresas. De igual forma, los prestatarios hipotecarios seguirán soportando una mayor carga de reembolso, que se traducirá en una desaceleración de la actividad inmobiliaria y un nuevo descenso de los precios de la vivienda. Los precios reales de la vivienda a escala mundial han venido bajando desde finales de 2022, dado que los principales bancos centrales han endurecido fuertemente la política monetaria. En las economías avanzadas, los precios reales de la vivienda descendieron 8,4% en el primer trimestre de 2023, mientras que en los mercados emergentes la disminución fue menor, de aproximadamente 2,4%. En los países con una importante proporción de hipotecas de tasa variable y precios inmobiliarios superiores al promedio observado antes de la pandemia, los precios de la vivienda experimentaron disminuciones de dos dígitos.

La magnitud y la concentración del mercado inmobiliario comercial y sus estrechos vínculos con el sistema financiero en general y la economía real son tales que la tensión en ese sector puede tener importantes implicaciones para la estabilidad financiera. Como proporción del PIB, la deuda vinculada al mercado inmobiliario comercial equivale a casi 18% del PIB en Estados Unidos y 12% en Europa. El riesgo de que aumentara el déficit de financiamiento suscitó inquietudes ante la menor disponibilidad de fuentes de financiamiento para los prestatarios del mercado inmobiliario comercial que necesitan refinanciar sus hipotecas. Como consecuencia, los bancos han indicado que han endurecido las condiciones de préstamo, la captación de fondos de capital privado se ha desacelerado notablemente (gráfico ES.4) y se han frenado las emisiones de títulos respaldados por hipotecas comerciales. La perspectiva de que las tasas de interés permanezcan más elevadas por más tiempo, sumada a las tasaciones más bajas de las propiedades, mantendrá tensas las condiciones de refinanciamiento en el mercado de inmuebles comerciales.

En China, la moderación del impulso económico, una recesión más profunda en el sector inmobiliario y las crecientes tensiones en el financiamiento de los gobiernos locales pesan mucho en la actitud del mercado. El renminbi ha soportado fuertes presiones a la baja a raíz del marcado descenso de los precios de las acciones. Las presiones desinflacionarias han aumentado, y eso ha llevado al Banco Popular de China a recortar las tasas de política monetaria, uno de los pocos bancos centrales que ha relajado la política monetaria. Sin embargo, este relajamiento y otras medidas de estímulo anunciadas aún no han logrado restablecer la confianza entre las empresas, los consumidores y, sobre todo, los compradores de viviendas. Las empresas privadas de desarrollo inmobiliario más sólidas e incluso las estatales han registrado volúmenes de ventas de viviendas sustancialmente más bajos en los últimos meses (gráfico ES.5), y una de las principales empresas privadas de desarrollo inmobiliario no pudo hacer frente a los pagos de intereses de sus bonos que vencían en agosto. La continua tensión en el sector inmobiliario se ha extendido a las finanzas de los gobiernos locales porque a los inversionistas les preocupa cada vez más la sostenibilidad de la deuda de las entidades de financiamiento de los gobiernos locales. Además, un importante administrador de activos, que suspendió los pagos y los rescates de sus productos fiduciarios y de gestión de patrimonio, ha manifestado preocupación ante la posibilidad de que surjan nuevas tensiones financieras si el público perdiera confianza en los productos de inversión.

Los inversionistas continúan diferenciando entre los mercados emergentes con sólidos fundamentos económicos y márgenes de maniobra para la aplicación de políticas y los que

consideran menos resilientes y más vulnerables a los shocks. Los diferenciales de crédito soberano en la mayoría de los mercados emergentes han permanecido reducidos pese al continuo endurecimiento de la política monetaria y los mayores rendimientos (gráfico ES.6). Sin embargo, en los mercados de deuda soberana de los mercados emergentes persiste una brecha amplia entre los segmentos de grado de inversión y los de alto rendimiento. Las repetidas rebajas de las calificaciones crediticias desde la pandemia han hecho descender la calificación soberana media de los mercados preemergentes, lo que ha elevado los diferenciales implícitos y los costos de financiamiento en muchas economías de mercados emergentes.

Se prevé que los bancos, en su calidad de prestamistas primarios de la economía mundial, tengan que afrontar mayores costos de crédito debido a que las tasas de interés más altas reducen la capacidad de reembolso de los prestatarios. En forma agregada, el sistema bancario parece haber reforzado prudentemente las provisiones para un aumento de incumplimientos, y las reservas para préstamos incobrables al parecer son adecuadas para cubrir la cartera irregular en muchos países. Las tasas más altas también deben favorecer los márgenes financieros netos de los nuevos préstamos bancarios. No obstante, la historia ha demostrado que las exposiciones crediticias pueden deteriorarse rápidamente, y la demanda de préstamos puede desplomarse cuando una economía entra en recesión, lo que afecta la rentabilidad de los bancos. En el capítulo 2, se presenta la evaluación basada en dos nuevos métodos que el FMI realizó sobre el grupo de bancos vulnerables a niveles más altos de inflación y de tasas de interés. En la evaluación se emplea una versión mejorada de la prueba de tensión mundial del FMI, complementada con un nuevo marco de supervisión prospectiva que incorpora pronósticos de analistas sobre los principales indicadores de riesgo, relativos a los balances, las valuaciones y la rentabilidad de los bancos. Ambos métodos denotan la presencia de un notable grupo de bancos débiles en un extremo de la distribución. La prueba de tensión mundial muestra que un conjunto numeroso de bancos sufrirá pérdidas de capital en un escenario adverso de estanflación, incluidas varias instituciones de importancia sistémica en China, Estados Unidos y Europa (gráfico ES.7). Este hallazgo concuerda con los principales indicadores de riesgo que proyectan que algunos bancos chinos y estadounidenses probablemente seguirán bajo presión debido a las menores ganancias previstas y la contracción en la relación precio/valor contable de los bancos chinos.

Un contexto de tasas de interés altas probablemente beneficiará a ciertos intermediarios financieros no bancarios y pondrá a prueba la resiliencia de otros. En el caso de las instituciones con obligaciones financieras a más largo plazo, como las empresas de seguros y los fondos de pensiones, las tasas de interés elevadas han reducido el valor presente neto de sus pasivos y han mejorado los coeficientes de financiamiento. El principal riesgo de estas instituciones se deriva del hecho de que durante el prolongado período de tasas de interés sumamente bajas reorientaron su estrategia hacia los activos menos líquidos y de más riesgo, como el crédito privado. Por otro lado, los fondos de inversión con estructuras de financiamiento a más corto plazo, en especial los que proveen liquidez diaria, podrían enfrentar presiones de reembolso de sus inversionistas ya que las tasas de interés más altas reducen el valor de sus activos de renta fija. Los que emplean estrategias de inversión apalancada basadas en el supuesto de una rápida desinflación pueden verse obligados a deshacer posiciones si persiste la inflación alta.

En el capítulo 3 se estima que, para 2030, las necesidades de inversión en medidas de mitigación climática en las economías de mercados emergentes y en desarrollo alcanzarán los USD 2 billones anuales. El sector privado es fundamental para financiar las inversiones que requieren esas economías, dado el limitado espacio fiscal y las complicadas condiciones de mercado. De aquí a 2030, la proporción de financiamiento privado tiene que aumentar hasta cubrir

aproximadamente 80% de las necesidades de inversión en mitigación climática en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, y esta proporción es aún mayor en las economías de mercados emergentes distintas de China (gráfico ES.8).

Recomendaciones en materia de políticas

En definitiva, el crecimiento económico sostenible requiere estabilidad financiera y de precios. Los bancos centrales tienen que permanecer resueltos en su lucha contra la inflación hasta que se observen señales tangibles de que está avanzando de forma sostenida hacia los niveles fijados como meta, pero la orientación de la política monetaria debe reflejar los ritmos específicos de los procesos de recuperación económica y desinflación en cada país. La comunicación sigue siendo fundamental para transmitir la determinación de las autoridades.

Los avances contra la inflación en varias economías de mercados emergentes han sido notables, pero los bancos centrales deben ser cautos y no relajar demasiado las tasas de política monetaria. Los países deben integrar sus políticas, sobre todo, y si corresponde, adhiriéndose al Marco Integrado de Políticas, es decir, el marco macrofinanciero del FMI en virtud del cual los países gestionan los riesgos derivados de los flujos de capital volátiles en un entorno de incertidumbre sobre la política monetaria mundial y los tipos de cambios. Las combinaciones óptimas de políticas dependen de la naturaleza de los shocks y de las características específicas de los países. Toda medida de respuesta ha de encuadrarse en un plan que aborde los desequilibrios macroeconómicos subyacentes y que permita realizar los ajustes necesarios.

Los prestatarios soberanos de economías en desarrollo, mercados preemergentes y países de ingreso bajo deben redoblar sus esfuerzos para contener los riesgos asociados a la elevada vulnerabilidad de su deuda, recurriendo por ejemplo al diálogo con los acreedores, la cooperación multilateral y el apoyo de la comunidad internacional. Debe emplearse, si es aplicable, el Marco Común del G20 para el tratamiento de la deuda, en su versión reformada más rápida y eficaz, entre otros aspectos, para realizar reestructuraciones preventivas. Los acreedores bilaterales y del sector privado deben encontrar formas de coordinar reestructuraciones preventivas y ordenadas con el fin de evitar incumplimientos bruscos y costosos y la pérdida prolongada de acceso al mercado. Cuando sea posible, deben realizarse operaciones de refinanciamiento o gestión de pasivos para reponer las reservas.

En China será crítico adoptar políticas firmes que restablezcan la confianza en el sector inmobiliario para evitar el riesgo de propagación de efectos negativos al sector financiero, las empresas y los gobiernos locales. Se debe dar prioridad a facilitar la conclusión de proyectos de vivienda, lo cual podría frenar el desplome de la actitud de los compradores de viviendas, y lograr una resolución y una reestructuración oportunas de las empresas de desarrollo inmobiliario que atraviesan dificultades. Para respaldar el crecimiento económico, es necesario flexibilizar más la política monetaria y reorientar el apoyo fiscal hacia los hogares. Se necesita una estrategia integral para abordar el problema de la deuda de las entidades de financiamiento de los gobiernos locales a fin de restablecer su capacidad de servicio de la deuda y lograr que sus niveles de endeudamiento sean sostenibles. Si bien en los últimos años las autoridades han tomado medidas para mitigar los riesgos sistémicos que emanan del sector de gestión de activos, se precisan más avances para abordar las exposiciones riesgosas en el mercado inmobiliario y frente a las entidades de financiamiento de los gobiernos locales y también los descalses de liquidez entre activos y pasivos. En el caso de los bancos, las medidas críticas para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera consisten en mantener reservas adecuadas para absorber pérdidas, eliminar gradualmente las políticas de indulgencia de la morosidad que podrían retardar el reconocimiento de los préstamos incobrables y acelerar las iniciativas de reestructuración de los bancos débiles.

El importante grupo de bancos débiles en el sistema financiero mundial y el riesgo de contagio a las instituciones sólidas pone de manifiesto la urgente necesidad de adoptar las normas internacionales de manera uniforme en las diferentes jurisdicciones, evaluar si los aspectos concretos de estas normas funcionaron de la manera prevista durante el reciente episodio de turbulencia y reforzar la supervisión cuando sea necesario. Los requerimientos mínimos de suficiencia de capital y liquidez para instituciones tanto grandes como pequeñas son esenciales para atajar los riesgos para la estabilidad financiera. Las autoridades deben estar más preparadas para intervenir pronto a fin de subsanar las debilidades de los bancos, entre otras formas garantizando que los bancos estén en condiciones de acceder a los servicios del banco central y reforzando según sea necesario los regímenes de resolución bancaria y la capacidad para activarlos.

Las autoridades nacionales deben realizar pruebas de tensión rigurosas para estimar los posibles efectos de una reducción de la capacidad de reembolso de los prestatarios y de un marcado descenso de los precios inmobiliarios residenciales sobre la situación económica de los hogares y, en última instancia, sobre el balance de las instituciones financieras. Se requiere una vigilancia continua para seguir la evolución de las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial, en particular exámenes de las valuaciones de los inmuebles comerciales por parte de los bancos, y también para garantizar que las provisiones sean adecuadas. Se deben constituir reservas para ayudar a resguardarse de futuras pérdidas y para facilitar el suministro de crédito durante períodos de tensión. Por ejemplo, si las circunstancias lo permiten, las autoridades pueden incrementar las reservas de capital anticíclicas o las reservas para riesgos sistémicos a nivel sectorial. Para evitar los efectos procíclicos, el incremento de las reservas ha de estar supeditado a que no existan señales de que el crédito ya está restringido por la suficiencia de capital de los bancos.

Se necesita una combinación amplia de políticas estructurales y financieras que creen un entorno de inversión atractivo para el capital privado a fin de atender las necesidades de financiamiento para el clima de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Para atraer inversionistas del sector privado, se necesita una arquitectura de información climática más sólida, con datos, divulgaciones y métodos de alineación (incluidas taxonomías). Las políticas del sector financiero deben centrarse en producir un impacto en el clima. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las taxonomías de transición verde pueden ayudar a identificar actividades capaces de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero a lo largo del tiempo, en particular en los sectores de uso más intensivo de carbono. Las divulgaciones y los sellos para los fondos de inversión sostenibles deberían mejorar la transparencia e integridad del mercado y la alineación con resultados que tengan incidencia en el clima. En virtud de su poder de convocatoria, el FMI desempeña un papel crucial en la tarea de movilizar financiamiento para el clima proveniente del sector privado, en particular en los países de ingreso bajo. El Servicio de Resiliencia y Sostenibilidad, por medio de su política de condicionalidad, puede actuar como catalizador del financiamiento privado al apoyar reformas que ayuden a atraer capital privado.

Los gráficos pueden consultarse en la versión en inglés del Resumen ejecutivo y en el informe completo aquí: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/10/10/global-financial-stability-report-october-2023>