

INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL DE OCTUBRE DE 2015

RESUMEN GENERAL

La estabilidad financiera se ha afianzado en las economías avanzadas

La estabilidad financiera se ha afianzado en las economías avanzadas desde la publicación de la edición de abril de 2015 del *informe sobre la estabilidad financiera mundial*. Este avance refleja el fortalecimiento del entorno macrofinanciero en las economías avanzadas, lo cual refleja a su vez el hecho de que la recuperación se ha ampliado, la confianza en las políticas monetarias se ha afirmado, y los riesgos de deflación se han atenuado en cierta medida en la zona del euro.

La Reserva Federal se apresta a aumentar las tasas de interés, ya que las condiciones para el despegue están prácticamente dadas. Esa alza debería contribuir a desalentar una mayor acumulación de riesgos financieros excesivos. Gracias en parte a la confianza que han inspirado las políticas del Banco Central Europeo (BCE), las condiciones de crédito están mejorando y la demanda de crédito está repuntando. Los sectores empresariales están mostrando tímidos indicios de mejora, lo cual podría estimular la inversión y la toma de riesgos económicos, incluso en Estados Unidos y Japón, aunque a partir de niveles bajos.

Los riesgos continúan desplazándose hacia los mercados emergentes, al tiempo que se intensifican los riesgos en torno a la liquidez del mercado

A pesar de estas mejoras en las economías avanzadas, las vulnerabilidades de los mercados emergentes siguen siendo elevadas, el apetito de riesgo ha disminuido y los riesgos en torno a la liquidez del mercado han recrudecido. Aunque muchas economías de mercados emergentes han reforzado los marcos de sus políticas y la resiliencia a los shocks externos, varias de las principales economías afrontan desequilibrios internos sustanciales y un crecimiento más bajo, como se señala en la edición de octubre de 2015 de *Perspectivas de la economía mundial*. Muchas economías de mercados emergentes recurrieron a la rápida creación de crédito para evitar los peores impactos de la crisis mundial. Eso ha incrementado drásticamente el endeudamiento del sector privado en muchas economías, especialmente en sectores cíclicos, y ha ido acompañado de un aumento de las exposiciones en moneda extranjera en el que

ejercen una creciente influencia los factores mundiales. Esta confluencia de endeudamiento y exposición en moneda extranjera ha aumentado la sensibilidad de estas economías a una desmejora de las condiciones financieras mundiales (véase el capítulo 3).

A medida que las economías de mercados emergentes se acercan a la etapa final del ciclo de crédito, los colchones de capital de los bancos disminuyen; a la vez, la probabilidad es que los préstamos en mora aumenten en medio del deterioro de las utilidades empresariales y la calidad de los activos. En China, los bancos comenzaron recién hace poco a abordar los crecientes problemas que rodean la calidad de los activos y que están vinculados al debilitamiento de ámbitos críticos del sector empresarial. Esta evolución de los sistemas bancarios de los mercados emergentes contrasta con la observada en las economías avanzadas, cuyos bancos se dedicaron en los últimos años a desapalancarse y sanear los balances, expandir el capital y reforzar los mecanismos de financiamiento.

Contra un trasfondo difícil de abaratamiento de las materias primas y debilitamiento del crecimiento, varias entidades soberanas de mercados emergentes están expuestas a un riesgo mayor de quedar desclasificadas del grado de inversión a mediano plazo. Las presiones a las que se encuentra sometida esa clasificación podrían intensificarse si los pasivos contingentes de las empresas estatales —integrados por un porcentaje elevado y creciente de bonos empresariales emitidos por mercados emergentes— tuvieran que ser asumidos por el ente soberano; por ejemplo, frente a empresas del sector del petróleo, el gas y los servicios públicos.

Las autoridades se enfrentan a una tríada de retos

En coincidencia con la edición de octubre de 2015 del informe WEO, las perspectivas de base en cuanto a la estabilidad financiera se caracterizan por una recuperación cíclica ininterrumpida, pero con un panorama de crecimiento a mediano plazo poco prometedor, tanto en las economías avanzadas como en los mercados emergentes. En las economías avanzadas, el fortalecimiento de los balances privados y la orientación acomodaticia que mantienen las condiciones monetarias y financieras han dado pie a una recuperación cíclica, pero aun no han alcanzado niveles más altos de crecimiento autosostenido. Los mercados emergentes se enfrentan a retos sustanciales, ya que deben adaptarse a las nuevas realidades de los mercados mundiales desde una posición más vulnerable.

La normalización satisfactoria de las condiciones financieras y monetarias aportaría beneficios macrofinancieros y mitigaría considerablemente los riesgos a la baja. Este informe analiza las perspectivas de normalización en tres escenarios: un escenario de base, un escenario optimista que contempla una normalización satisfactoria, y un escenario pesimista caracterizado por trastornos en los mercados internacionales de

activos. Contra este telón de fondo, el panorama financiero mundial está empañado por una tríada de retos generales para la política que se han puesto en evidencia en los últimos meses:

- *Las vulnerabilidades de los mercados emergentes:* Como lo señala el informe WEO, se proyecta que el crecimiento de los mercados emergentes y de las economías en desarrollo disminuirá por quinto año consecutivo. Muchos mercados emergentes han afianzado su resiliencia ante los shocks externos flexibilizando el tipo de cambio, engrosando las reservas en divisas, recurriendo más a flujos de IED y al financiamiento externo en moneda nacional, y afianzando en general los marcos de sus políticas. Pero los balances de muchas empresas y bancos de mercados emergentes se encuentran sometidos a presión. Estas empresas son ahora más susceptibles a la tensión financiera, la desaceleración económica y las salidas de capital. En algunos de los principales mercados emergentes, el deterioro de la salud de las empresas amenaza con intensificar el nexo entre los entes soberanos y las empresas y entre las empresas y los bancos. China, en particular, tiene por delante el delicado equilibrio de pasar a un crecimiento más alimentado por el consumo sin que la actividad se desacelere demasiado, reduciendo al mismo tiempo las vulnerabilidades financieras y realizando la transición hacia un sistema basado más en el mercado; todo esto representa un arduo conjunto de objetivos. Los últimos sucesos registrados en los mercados —la baja de los precios de las materias primas, el estallido de la burbuja bursátil y de crédito con cuentas de margen en China, la caída de las acciones de los mercados emergentes y las presiones sobre los tipos de cambio—ponen de relieve estos retos.
- *Los legados de la crisis de las economías avanzadas:* La elevada deuda pública y privada de las economías avanzadas y las brechas aún no resueltas de la arquitectura de la zona del euro son temas que hay que solucionar para consolidar la estabilidad financiera y evitar tensiones políticas y daños a la confianza y el crecimiento. La zona del euro aún tiene por delante el desafío de abordar las vulnerabilidades de los sectores soberano y bancario.
- *La escasa liquidez de mercado sistémica:* Este factor plantea la dificultad de adaptarse a nuevos equilibrios en los mercados y en la economía en general. Las políticas extraordinariamente acomodaticias han contribuido a una compresión de las primas de riesgo en una variedad de mercados, incluidos los de bonos soberanos y crédito a las empresas, así como a una compresión de las primas de riesgo por liquidez y de renta variable. Si bien los últimos sucesos registrados en los mercados han aliviado en parte esa compresión, las primas por riesgo podrían volver a aumentar. Ahora que la Reserva Federal parece preparada para poner en marcha el proceso gradual de endurecimiento de la política monetaria, el sistema financiero internacional se enfrenta a un ajuste sin precedentes, a medida que las primas por riesgo se “normalicen”, dejando atrás niveles históricamente bajos, a la

par del aumento de las tasas de política monetaria y de una modesta recuperación cíclica. Las condiciones de mercado anormales tendrán que ajustarse fluidamente al nuevo entorno. Pero existe el peligro de una rápida descompresión, sobre todo teniendo en cuenta que las estructuras de mercado parecen ser menos sólidas y las fragilidades del mercado parecen estar concentradas en los canales de intermediación del crédito, lo cual podría adquirir un máximo de relevancia a medida que se normalicen las condiciones financieras (véase el capítulo 2). De hecho, los recientes estallidos de volatilidad en los mercados y las dislocaciones de la liquidez a lo ancho de las clases de activos de mercados avanzados y emergentes ponen de relieve este reto.

Se necesitan medidas de política contundentes para asegurar una “normalización satisfactoria”

Dado que las perspectivas de base en torno a la estabilidad financiera y la situación económica son relativamente débiles, los riesgos siguen inclinándose a la baja. Por ende, la normalización satisfactoria de las condiciones financieras y monetarias, y una transición fluida a niveles de crecimiento más altos, requerirán nuevas medidas de política para superar retos apremiantes. Entre esas medidas, cabe mencionar las siguientes:

- Un esfuerzo continuo de la Reserva Federal por mantener una línea de comunicación clara y congruente que permita absorber el aumento de las tasas de interés sin sobresaltos, algo esencial para la salud financiera mundial.
- En la zona del euro, nuevos avances hacia el fortalecimiento de la arquitectura financiera de la moneda común para apuntalar la confianza de los mercados y las empresas. Las medidas que permitan hacer frente al sobreendeudamiento privado y a los préstamos bancarios en mora en la zona del euro promoverían la actividad financiera de los bancos y la salud de las empresas, y estimularían la inversión.
- Reequilibramiento y desapalancamiento gradual en China, lo cual requerirá sumo cuidado y un firme compromiso en términos de reformas de mercado y mayor fortalecimiento del sistema financiero.
- A nivel más amplio, hacer frente a los retos tanto cíclicos como estructurales que plantean los mercados emergentes, lo cual será crítico para sustentar la mejora de las perspectivas y la resiliencia. Las autoridades de los mercados emergentes deberían constatar con regularidad las exposiciones de las empresas en moneda extranjera, incluidas las posiciones en derivados, y emplear herramientas micro y macroprudenciales para desalentar un apalancamiento excesivo y la acumulación de deudas con el extranjero.

- Protegerse de la iliquidez del mercado y reforzar las estructuras de mercado son tareas prioritarias, especialmente en los mercados de las economías avanzadas.
- Asegurar la solidez y la salud de los bancos y el complejo de ahorro a largo plazo (por ejemplo, aseguradoras y fondos de pensiones) es crítico, como lo recalcó la edición de abril de 2015 del informe GFSR.

Adoptando las medidas de política reforzadas y ambiciosas que detalla el informe, las autoridades pueden contribuir a establecer una trayectoria más firme de crecimiento y estabilidad financiera, conjurando al mismo tiempo los riesgos a la baja. Ese escenario optimista beneficiaría a la economía mundial e incrementaría el producto mundial 0,4% por encima de la previsión de base para 2018. Las reformas estructurales adicionales que promuevan el crecimiento, detalladas en el informe WEO, podrían brindar aún más respaldo al crecimiento y la estabilidad, más allá de los beneficios aquí analizados.

Los posibles shocks o traspies de las políticas podrían conducir a trastornos en los mercados internacionales de activos

Si no se implementan medidas que aseguren una normalización satisfactoria, los posibles shocks adversos o traspies de las políticas podrían provocar un aumento abrupto de las primas de riesgo de los mercados y una rápida erosión de la confianza en las políticas. Los shocks pueden originarse en los mercados avanzados o emergentes y, sumados a las vulnerabilidades irresueltas del sistema, podrían conducir a trastornos en los mercados internacionales de activos y a una repentina evaporación de la liquidez de mercado en muchas clases de activos. En estas condiciones, pueden producirse distorsiones significativas —aunque pasajeras— de la valoración de los activos, con repercusiones negativas para la estabilidad financiera (véase el capítulo 2).

En ese escenario pesimista, la desmejora sustancial de las condiciones financieras podría paralizar la recuperación cíclica y minar la confianza en las perspectivas de crecimiento a mediano plazo. Un crecimiento nominal bajo generaría presiones sobre los balances soberanos y privados recargados de deuda, agudizando los riesgos crediticios. Los mercados emergentes experimentarían un alza de las primas de riesgo mundiales y sustanciales salidas de capital, atenuando especialmente las economías con desequilibrios internos. Las tasas de impago comercial subirían, especialmente en China, lo cual tensionaría el sistema financiero y tendría implicaciones para el crecimiento. Estos hechos harían reaparecer los riesgos para los balances soberanos, especialmente en las economías vulnerables de Europa, y generarían una interacción negativa entre los riesgos empresariales y soberanos en los mercados emergentes. En consecuencia, el producto mundial agregado podría llegar a perder 2,4% para 2017, en relación con la perspectiva de base. Esto implica un crecimiento mundial más bajo, pero aun así positivo.