

# INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL DE ABRIL DE 2019

## CAPÍTULO 1: VULNERABILIDADES EN UN CICLO DE MADURACIÓN DEL CRÉDITO

### RESUMEN EJECUTIVO

Las condiciones financieras se han tornado más restrictivas desde el Informe sobre la estabilidad financiera mundial (informe GFSR) de octubre de 2018, pero siguen siendo relativamente acomodaticias, sobre todo en Estados Unidos. Tras experimentar marcados descensos en el cuarto trimestre de 2018, los mercados financieros repuntaron con fuerza a comienzos de 2019 gracias a un creciente optimismo en torno a las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China y por el hecho de que los principales bancos centrales optaron por normalizar la política monetaria de forma más paciente y flexible. Este giro benigno en las perspectivas de la política monetaria en las economías avanzadas ha ayudado a que en el mercado perdure una actitud positiva pese a las señales cada vez más claras de una desaceleración del crecimiento mundial (como se analiza en la edición de abril de 2019 de *Perspectivas de la economía mundial*).

Con las condiciones financieras aún acomodaticias, las vulnerabilidades continúan acumulándose. El endurecimiento de las condiciones financieras en el cuarto trimestre de 2018 fue demasiado efímero como para frenar de forma sustancial la acumulación de vulnerabilidades, con lo cual los riesgos a mediano plazo para la estabilidad financiera mundial prácticamente no han variado. Las vulnerabilidades financieras están actualmente en niveles elevados en los sectores de las entidades soberanas, las empresas y las instituciones financieras no bancarias en varios países de importancia sistémica. A medida que madure el ciclo de crédito, las vulnerabilidades del sector empresarial —que parecen ser elevadas en alrededor de 70% de los países de importancia sistémica (por PIB)— podrían amplificarse en el caso de una desaceleración económica.

En este informe se presenta un nuevo marco para la evaluación integral de las vulnerabilidades de los balances en los sectores financieros y no financieros, con la atención centrada en una serie de vulnerabilidades específicas en las economías avanzadas y de mercados emergentes.

- *Deuda del sector empresarial en las economías avanzadas:* La capacidad de servicio de la deuda ha mejorado en la mayoría de las economías avanzadas, y los balances parecen gozar de suficiente solidez como para soportar una desaceleración económica *moderada* o un endurecimiento *gradual* de las condiciones financieras. No obstante, ha aumentado la deuda global así como la asunción de riesgos financieros, y la capacidad crediticia de ciertos prestatarios se ha deteriorado. Como resultado, el stock de bonos de grado de inversión inferior (BBB) se ha cuadruplicado, y el stock de créditos de grado especulativo

casi se ha duplicado en Estados Unidos y la zona del euro desde la crisis. Por lo tanto, una desaceleración económica *significativa* o un endurecimiento *marcado* de las condiciones financieras podría dar lugar a una importante revaluación del riesgo de crédito y poner a prueba la capacidad de servicio de la deuda de las empresas endeudadas. Si las condiciones monetarias y financieras continúan siendo favorables, la deuda probablemente seguirá aumentando si no se toman políticas apropiadas, lo que incrementaría la posibilidad de una desaceleración más profunda en el futuro.

- *El nexo entre las entidades soberanas y el sector financiero en la zona del euro:* Los desafíos fiscales en Italia han reavivado inquietudes acerca del nexo entre las entidades soberanas y el sector financiero. Los índices de capitalización bancaria han aumentado en la zona del euro. Pero las pérdidas potenciales por préstamos morosos y las disminuciones del valor de mercado de la deuda soberana podrían ocasionar fuertes menoscabos del capital de algunos bancos. Las compañías de seguros también podrían quedar atrapadas en este nexo, dadas sus cuantiosas tenencias de bonos soberanos, bancarios y empresariales. Existe el riesgo de que las tensiones en el sector financiero una vez más puedan transmitirse a las empresas y los hogares, en detrimento del crecimiento económico.
- *Desequilibrios financieros en China y posibles efectos de contagio:* Las vulnerabilidades financieras en China siguen siendo elevadas, y las autoridades están ante tres opciones difíciles: respaldar el crecimiento a corto plazo, contrarrestar los shocks externos adversos y contener el apalancamiento mediante un endurecimiento de las regulaciones. Los bancos pequeños y medianos siguen siendo débiles, y eso repercute en las condiciones financieras para las empresas más pequeñas. Pero una distensión monetaria y crediticia adicional puede incrementar las vulnerabilidades, ya que el continuo crecimiento del crédito podría entorpecer o impedir el saneamiento de los balances de los bancos y exacerbar los sesgos ya existentes en la asignación de crédito. Mientras tanto, la importancia de China para otros mercados emergentes seguirá aumentando con la inclusión del país en los índices de referencia; se prevé que para 2020 los flujos de cartera a China aumenten en hasta USD 150.000 millones, como consecuencia de la incorporación del país en un índice internacional de bonos.
- *Flujos de cartera volátiles a los mercados emergentes:* Los flujos de cartera a los mercados emergentes están cada vez más influenciados por inversionistas que basan sus estrategias en índices de referencia. El monto de los fondos vinculados a índices de referencia ampliamente usados sobre bonos de mercados emergentes se ha cuadruplicado en los últimos 10 años, y asciende a USD 800.000 millones. Según estimaciones, un 70% de las colocaciones de países de fondos de inversión están influenciadas por índices de referencia. Los inversionistas que basan sus estrategias en índices son más sensibles que otros a las variaciones de las condiciones financieras mundiales, y por eso las ventajas de pertenecer a índices pueden verse contrarrestadas por los riesgos financieros que surgen para ciertos países. Conforme estos inversionistas pasan a representar una mayor proporción de los flujos de cartera, los shocks externos

pueden propagarse a economías emergentes de tamaño mediano y de mercados fronterizos más rápido que en el pasado.

- *Precios de la vivienda en riesgo (indicador HaR, por sus siglas en inglés):* Recientemente, el rápido aumento de los precios de la vivienda en muchos países ha generado preocupación ante la posibilidad de una corrección de los precios. En el capítulo 2 de este informe se presenta un nuevo marco sobre los precios de la vivienda en riesgo que sirve para cuantificar los riesgos a la baja para el crecimiento de dichos precios. El menor ímpetu de los precios de la vivienda, la sobrevaluación, el crecimiento excesivo del crédito y las condiciones financieras más restrictivas ayudan a predecir los riesgos a la baja para los precios de la vivienda a tres años. A su vez, el indicador HaR ayuda a pronosticar los riesgos a la baja para el crecimiento del PIB y a predecir crisis financieras. Según los datos más recientes, los riesgos a la baja para los precios de la vivienda en los próximos dos a tres años han aumentado en algunos países.

Mirando adelante, existe el riesgo de que la actitud positiva de los inversionistas se deteriore abruptamente, lo que provocaría un marcado endurecimiento de las condiciones financieras, con repercusiones más fuertes en las economías con fundamentos débiles, mayores vulnerabilidades financieras y menor margen para adoptar políticas en respuesta a los shocks. Los factores que podrían dar lugar a esa situación son los siguientes:

- Una *desaceleración del crecimiento más brusca de lo previsto* podría provocar un endurecimiento de las condiciones financieras conforme disminuyan los precios de los activos de riesgo, debido al debilitamiento de las perspectivas para las ganancias de las empresas, aun cuando las políticas se tornen más acomodaticias.
- *Un giro imprevisto hacia perspectivas menos acomodaticias para la política monetaria* en las economías avanzadas podría desencadenar una revaluación de los precios en los mercados, sobre todo si los inversionistas se dan cuenta de que han sido demasiado benévulos en su interpretación de la orientación de la política monetaria.
- *Los riesgos políticos y sobre políticas*, como una escalada de las tensiones comerciales o un *brexit sin acuerdo*, podrían incidir en la actitud del mercado y provocar un aumento brusco de la aversión al riesgo.

Ante los crecientes riesgos a la baja para el crecimiento mundial, las autoridades han de procurar evitar una desaceleración económica más drástica, y a la vez contener las vulnerabilidades financieras:

- Las autoridades deben comunicar de forma clara cualquier revaluación de la orientación de la *política monetaria* que refleje cambios en las perspectivas económicas o riesgos en torno a las perspectivas. Esto ayudará evitar fluctuaciones innecesarias en los mercados financieros o una volatilidad indebidamente comprimida.

- En los países en los que las vulnerabilidades financieras son elevadas o están en aumento, las autoridades deberían *recurrir anticipadamente a herramientas prudenciales o ampliar sus baterías de herramientas macroprudenciales* según sea necesario. A estos países les convendría activar medidas macroprudenciales de amplia base o hacerlas más rigurosas, como por ejemplo las relativas a las reservas de capital contracíclicas, a fin de incrementar la resiliencia del sector financiero. Los esfuerzos también deberían centrarse en formular herramientas prudenciales para abordar la creciente deuda empresarial relacionada con intermediarios financieros no bancarios y los descaldes de vencimientos y liquidez en el sector no bancario. Los reguladores además deberían garantizar que se realicen más pruebas de estrés exhaustivas (que incluyan los efectos de interacciones macrofinancieras) sobre los prestamistas bancarios y no bancarios.
- Deben reforzarse las *medidas para sanear los balances públicos y privados*. Para atenuar los riesgos elevados se necesita un ajuste fiscal gradual, basado en políticas que fomenten el crecimiento a mediano plazo. Deben proseguir los esfuerzos para abordar el problema de la cartera de préstamos morosos en los balances de los bancos de la zona del euro. Dadas las preocupaciones por el nexo entre las entidades soberanas y el sector financiero, habría que pensar en formas de mitigar la concentración del riesgo en las exposiciones de los bancos frente a entidades soberanas.
- Las economías de mercados emergentes deben garantizar su resistencia ante las *salidas de flujos de cartera externos*, para lo cual habría que reducir los pasivos externos excesivos, depender menos de la deuda a corto plazo y mantener niveles adecuados de reservas fiscales y de divisas. Dada la creciente importancia de los flujos de cartera guiados por índices, es preciso que se entable un diálogo estrecho entre los proveedores de los índices, los inversionistas y los reguladores. Para aprovechar los avances logrados hasta ahora, las autoridades chinas deberían continuar aplicando las políticas de reducción del riesgo y de desapalancamiento, y dedicar más atención a la tarea de abordar las vulnerabilidades de los bancos. Las reformas estructurales, como reducir la importancia asignada a las metas de crecimiento y reforzar las restricciones presupuestarias de las empresas estatales chinas, serán cruciales para combatir la asignación deficiente del crédito.