

Resumen ejecutivo

Fragilidades financieras en el último tramo de la desinflación

Desde el *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* de octubre de 2023, en los mercados financieros ha reinado el optimismo por las expectativas de que la desinflación mundial esté entrando en su "último tramo" y la política monetaria se flexibilice. Las tasas de interés han bajado, en general, en todo el mundo, las acciones han subido en torno a un 20% a escala global y los diferenciales de la deuda empresarial y soberana se han reducido notablemente. Como consecuencia de todo ello, las condiciones financieras mundiales se han distendido (gráfico ES.1).

En conjunto, este entorno favorable para la toma de riesgos ha contribuido a reactivar la afluencia de capitales a muchos mercados emergentes (gráfico ES.2), y algunos países preemergentes y de ingreso bajo han aprovechado el fuerte apetito por el riesgo de los inversionistas para volver a emitir bonos soberanos tras una larga pausa. La probabilidad estimada de salidas de capitales durante el próximo año se ha reducido para todos los mercados emergentes.

La confianza en un aterrizaje suave de la economía mundial está aumentando ante la publicación de datos económicos mejores de lo previsto en muchas partes del mundo. Tanto los inversionistas como los bancos centrales prevén una relajación de la política monetaria en los próximos trimestres, ya que entienden que las subidas de las tasas de interés acumuladas durante los dos últimos años han creado unas condiciones monetarias suficientemente restrictivas para lograr que la inflación descienda hasta las metas fijadas por los bancos centrales. Sin embargo, la persistencia de tasas mundiales de inflación por encima de esos objetivos podría poner en entredicho estas previsiones y causar inestabilidad. Las recientes oscilaciones de los datos de la inflación subyacente en algunos países son un buen recordatorio de que el proceso de desinflación todavía no ha concluido.

Hasta ahora, las grietas del sistema financiero —puestas al descubierto por las altas tasas de interés durante el ciclo de endurecimiento de la política monetaria— no han seguido fracturándose. Los sectores financiero y externo de los principales mercados emergentes han demostrado resiliencia durante todo el ciclo de subidas de las tasas. Las quiebras de bancos en Suiza y Estados Unidos en marzo de 2023 no se han propagado a otras partes del sistema, y los indicadores de solidez de la mayoría de las instituciones financieras denotan una continua resiliencia.

Por tanto, los riesgos para la estabilidad financiera a corto plazo han disminuido, y el riesgo de que el crecimiento mundial se deteriore el próximo año es más bajo, según el análisis del marco de crecimiento en riesgo del FMI (gráfico ES.3). Sin embargo, el último tramo del proceso de desinflación puede complicarse como consecuencia de varias fragilidades financieras reseñables a corto plazo.

Riesgos reseñables a corto plazo

Durante el último año, los precios de los inmuebles comerciales han caído un 12%, en términos reales, a escala mundial, en un contexto de subidas de las tasas de interés y cambios estructurales tras la pandemia de COVID-19, y los descensos más acusados se han producido en los sectores de inmuebles para oficinas de Estados Unidos y Europa. Aunque, en conjunto, los bancos parecen estar en condiciones de absorber las pérdidas relacionadas con los inmuebles comerciales, determinados países cuyas entidades financieras tienen en cartera gran cantidad de préstamos para este tipo de inmuebles (gráfico ES.4) pueden experimentar mayores tensiones, sobre todo si esas tenencias están concentradas en segmentos del mercado inmobiliario comercial en los que la demanda es débil. En un mismo sistema bancario, ciertas entidades pueden sufrir pérdidas mayores que las demás, a veces agravadas por problemas como un financiamiento menos estable.

Los precios de la vivienda han seguido ajustándose a la baja en muchos países, pero, en general, permanecen por encima de los niveles observados antes de la pandemia. Los descensos de los precios reales de los inmuebles residenciales se han debido al aumento de las tasas hipotecarias y han sido más pronunciados en las economías avanzadas (-2,7% interanual) que en los mercados emergentes (-1,6%). Con todo, los coeficientes de sostenibilidad de la deuda de los hogares se encuentran en niveles moderados en todo el mundo, y un posible repunte de los impagos de hipotecas residenciales sigue siendo un riesgo remoto.

La volatilidad ha retrocedido hasta mínimos no observados en varios años para la mayoría de las clases de activos, probablemente por el mayor optimismo sobre la posibilidad de que el ciclo de subidas de las tasas de interés esté llegando a su fin. La correlación media entre los índices de acciones, bonos, crédito y materias primas tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes supera el percentil histórico de 90. La reducida volatilidad ha ocultado el hecho de que, en este ciclo de subidas, las condiciones financieras se han tornado más sensibles a los datos económicos publicados, sobre todo a los relativos a la inflación, que en ciclos anteriores. Si se producen sorpresas considerables en la evolución de la inflación, la actitud de los inversionistas podría cambiar de manera abrupta, lo que incrementaría rápidamente la volatilidad de los precios de los activos y causaría cambios de tendencia simultáneos de los precios en mercados correlacionados. El resultado sería un acusado endurecimiento de las condiciones financieras.

Vulnerabilidades a mediano plazo

Más allá de esas preocupaciones inmediatas, en esta última fase de la desinflación se están gestando vulnerabilidades a mediano plazo. La deuda tanto pública como privada continúa acumulándose en las economías avanzadas y en los mercados emergentes, lo que podría agravar los shocks externos adversos y agudizar los riesgos de deterioro del crecimiento más adelante.

Los principales mercados emergentes continúan mostrándose resilientes. Sus bancos centrales endurecieron la política monetaria pronto y con firmeza, así que la inflación se ha reducido notablemente en muchos mercados emergentes y algunos han podido iniciar los ciclos de recorte de las tasas. En esta tesitura, la pregunta clave es si la resiliencia de los mercados emergentes se encuentra en un punto de inflexión. Por ejemplo, hay indicios de que los inversionistas están prestando creciente atención a la sostenibilidad fiscal a mediano plazo. Con las tasas de interés y los déficits en cotas aún altas, la inflación a la baja y el crecimiento moderándose, ha aumentado el número de mercados emergentes cuyos costos de refinanciamiento reales son ahora mismo elevados con respecto a su crecimiento económico.

La relajación de las condiciones financieras mundiales ha beneficiado a las economías preemergentes y a los países de ingreso bajo. En los últimos meses, los diferenciales de la deuda soberana de alto rendimiento han evolucionado mejor que los de la deuda con calificación de grado de inversión, tras alcanzar niveles históricamente altos en 2023. Esto ocurre en un momento crítico, ya que un número considerable de bonos en moneda fuerte vencerán durante los dos próximos años en muchos países. Dado que en los últimos años los mercados externos han estado cerrados en la práctica para muchos países en desarrollo de ingreso bajo, las entidades bancarias locales han incrementado significativamente sus tenencias de deuda soberana, lo que aumenta los riesgos potenciales derivados de un nexo entre entidades soberanas y bancos.

No hay indicios claros de que la desaceleración del mercado inmobiliario de China haya tocado fondo. Si bien las caídas de los precios de la vivienda nueva han sido moderadas en comparación con los episodios de corrección del mercado inmobiliario residencial en otros países, se ha producido un fuerte descenso de los precios de la vivienda usada y de indicadores de actividad como los permisos de construcción aprobados, las ventas y la inversión inmobiliaria. A raíz de los problemas del mercado inmobiliario y del aumento de las presiones desinflacionarias y la ralentización de las perspectivas de crecimiento, el mercado bursátil

chino se ha visto bajo presión en los últimos meses (gráfico ES.5). La caída de los mercados inmobiliario y de renta variable chinos ha causado abultadas pérdidas en partes del sector de gestión de activos del país, que podrían propagarse a los mercados de bonos y de financiamiento. Las medidas adoptadas por las autoridades a partir del tercer trimestre de 2023 para estabilizar los mercados todavía no han logrado cambiar la actitud de los inversionistas.

Los diferenciales de crédito empresarial se han reducido desde el *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* de octubre de 2023, aunque el reciente incremento de los beneficios de las empresas parece estar perdiendo impulso en la mayor parte del mundo. Asimismo, cada vez son más los datos que indican que las reservas de liquidez en efectivo de las empresas de las economías avanzadas y los mercados emergentes volvieron a disminuir durante 2023, como consecuencia de los niveles aún elevados de las tasas de interés mundiales. En datos del tercer trimestre de 2023, la proporción de pequeñas empresas con una relación efectivo en el balance/gasto en intereses inferior a 1 era de aproximadamente un tercio en las economías avanzadas y superaba la mitad en los mercados emergentes. Cantidades considerables de deuda de empresas vencerán el próximo año en muchos países a tasas de interés considerablemente más altas que los cupones actuales, lo que podría dificultar el refinanciamiento (gráfico ES.6).

Aunque los impagos están incrementándose, el crecimiento del endeudamiento de las empresas está repuntando a un ritmo más rápido en este ciclo de subidas de las tasas que en otros anteriores. El crédito privado —un mercado en rápida expansión que proporciona préstamos a empresas medianas desatendidas por la banca comercial y los mercados de deuda pública— ha contribuido a impulsar esta tendencia (gráfico ES.7). En el capítulo 2 se señalan vulnerabilidades potenciales de los mercados de crédito privado, incluida la relativa fragilidad de los prestatarios en comparación con los mercados de alto rendimiento y de financiamiento apalancado, la proporción cada vez mayor de vehículos de inversión semilíquidos, las múltiples capas de apalancamiento, las valoraciones desactualizadas y potencialmente subjetivas y la interconexión entre segmentos y actores de los mercados financieros.

En algunas economías avanzadas probablemente harán falta voluminosas emisiones de deuda pública para financiar los déficits fiscales. Dado que el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal estadounidense están normalizando sus balances a un ritmo anual de GBP 100.000 millones, EUR 212.000 millones y USD 780.000 millones, respectivamente, y que otros bancos centrales también están aplicando programas de contracción cuantitativa, se han producido cambios en la base de compradores de la deuda pública. La mayoría de los nuevos compradores marginales de deuda pública, como los fondos de inversión libre (*hedge funds*) —que, en parte, adquieren bonos para estrategias de negociación apalancada con el fin de sacar partido de la diferencia de precios entre los bonos y los futuros— posiblemente son más sensibles a los precios y tienen más en cuenta la sostenibilidad de la deuda. Esto apunta a un aumento de la volatilidad en los mercados de bonos en el mediano plazo. Algunos países tienen cada vez más problemas para atender el servicio de su deuda soberana pendiente de reembolso, lo que los sitúa ante el dilema de tener que endeudarse más para pagar la deuda.

La mayoría de los bancos resistieron bien las turbulencias de marzo de 2023. Desde entonces, las elevadas reservas de capital y liquidez y la mejora de la rentabilidad han propiciado un aumento de los precios de las acciones bancarias en muchos países. De cara al futuro, sin embargo, los principales indicadores de riesgo del personal técnico del FMI señalan que un subconjunto de bancos continúa siendo vulnerable. Entidades bancarias que suman activos por valor de USD 33 billones, es decir, 19% de los activos bancarios del mundo, han incumplido al menos tres de los cinco principales indicadores de riesgo. Este subconjunto está integrado fundamentalmente por bancos chinos y estadounidenses. En el caso de algunos de los primeros, los incumplimientos se deben a la reducción de los coeficientes de capital y la preocupación por el deterioro de

la calidad de los activos, mientras que ciertos grandes bancos regionales estadounidenses afrontan múltiples presiones.

Entre las entidades no bancarias, los fondos abiertos de bonos, incluidos los centrados en activos menos líquidos, han recibido grandes entradas de capitales en los últimos años. La excesiva transformación de la liquidez que contribuyó a la crisis financiera mundial y que se observó al comienzo de la pandemia de COVID-19 en marzo de 2020 podría repetirse.

Con la digitalización en auge, las tecnologías en evolución y las tensiones geopolíticas en aumento como telón de fondo, los incidentes cibernéticos (en particular los malintencionados) son cada vez mayor motivo de preocupación para la estabilidad macrofinanciera. El capítulo 3 muestra que, si bien la mayoría de las pérdidas causadas por ciberataques son moderadas, el riesgo de pérdidas cuantiosas ha ido aumentando (figura ES.9). El sector financiero está especialmente expuesto al riesgo cibernético y, aunque los incidentes de ese tipo no han sido sistémicos hasta la fecha, pueden poner en grave peligro al sistema financiero debido a su exposición a datos sensibles, la elevada concentración y la interconexión tecnológica y financiera. Una legislación mejor en temas cibernéticos y la existencia de programas de gobernanza cibernética en las empresas podrían contribuir a mitigar estos riesgos, pero los marcos de política cibernética a menudo siguen siendo inadecuados, sobre todo en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Recomendaciones en materia de políticas

Los bancos centrales deben evitar relajar la política monetaria de manera prematura y utilizar medios adecuados para frenar el optimismo excesivo en los mercados sobre los recortes de las tasas de política monetaria, que podría sumarse a la distensión de las condiciones financieras y complicar el último tramo de la desinflación. En los casos en que el avance de la desinflación sea suficiente para considerar que la inflación está aproximándose de manera sostenible hacia su meta, los bancos centrales deberían adoptar gradualmente una orientación más neutral en su política monetaria.

Las autoridades han de redoblar los esfuerzos para contener las vulnerabilidades de la deuda, también en las economías de mercados emergentes y preemergentes. En China, es imprescindible que se adopten políticas contundentes para restablecer la confianza en el sector inmobiliario.

Las autoridades de supervisión y regulación deben usar herramientas adecuadas, incluidas pruebas de tensión y medidas correctivas tempranas, para garantizar que los bancos y las entidades financieras no bancarias sean capaces de resistir las tensiones en el sector inmobiliario comercial y residencial y también la fase contractiva del ciclo de crédito. Seguir avanzando en los marcos de resolución y estar dispuestos a aplicarlos es fundamental para abordar los problemas de la fragilidad y las quiebras en el sector bancario, sin socavar la estabilidad financiera ni poner en peligro los fondos públicos.

La contracción cuantitativa y la reducción de los balances deben proseguir con cautela. Los bancos centrales han de vigilar con atención los problemas de funcionamiento de los mercados y movilizarse para afrontar las tensiones que estos generen. Cerciorarse de que los bancos estén preparados para recurrir a la liquidez que ofrecen los bancos centrales e intervenir de manera temprana para subsanar los problemas de liquidez en el sector financiero son dos medidas que pueden mitigar la inestabilidad financiera.

Dados los posibles riesgos derivados del mercado de crédito privado, que crece a gran velocidad, las autoridades deberían considerar adoptar un enfoque más proactivo para la supervisión y la regulación. Es fundamental subsanar las deficiencias en los datos y reforzar los requisitos de declaración a fin de lograr una evaluación integral de los riesgos. Asimismo, las autoridades deben reforzar la cooperación transfronteriza y transectorial y lograr que las evaluaciones del riesgo sean más coherentes entre los distintos sectores financieros.

Una estrategia de ciberseguridad puede apuntalar la resiliencia cibernética del sector financiero, acompañada por una regulación eficaz y capacidad de supervisión, así como por una mejora de la comunicación de incidentes. La prestación de servicios críticos para subsanar las interrupciones es crucial para limitar los posibles daños al sistema financiero. Las empresas financieras deberían formular y poner a prueba procedimientos de respuesta y recuperación que les permitan seguir siendo operativos si sufren un incidente cibernético. Dado el carácter internacional y las repercusiones sistémicas de los ciberataques, la cooperación transfronteriza es fundamental.

Los gráficos pueden consultarse en la versión en inglés del Resumen ejecutivo y en el informe completo aquí: <http://IMF.org/GFSR-April2024>.