

Resumen ejecutivo

Estabilizar el rumbo: los mercados financieros capean la incertidumbre

1. Desde la edición de abril de 2024 del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* (informe GFSR), la actividad económica mundial se ha moderado y la inflación ha continuado desacelerándose. Como los principales bancos centrales están aplicando una política monetaria más expansiva, las condiciones financieras han seguido siendo acomodaticias, los mercados emergentes han continuado dando muestras de resiliencia y la volatilidad de los precios de los activos se ha mantenido relativamente baja, en términos netos. Los riesgos a corto plazo para la estabilidad financiera, según el indicador del FMI de crecimiento en riesgo a un año vista, permanecen contenidos en torno al percentil 40 de la distribución histórica. Sin embargo, las condiciones financieras acomodaticias que mantienen bajo control los riesgos a corto plazo también facilitan la acumulación de factores de vulnerabilidad —como valoraciones elevadas de los activos, el incremento mundial de la deuda privada y pública (gráfico ES.1) y el mayor uso del apalancamiento por las instituciones financieras no bancarias— que plantean riesgos para la estabilidad financiera en el futuro.

2. Este aumento de las vulnerabilidades podría amplificar los shocks adversos, que ahora son más probables como consecuencia de la elevada incertidumbre económica y geopolítica en un contexto de conflictos armados y dudas sobre las políticas que aplicarán los nuevos gobiernos tras los procesos electorales. En particular, la creciente desconexión entre la incertidumbre y la volatilidad del mercado (gráfico ES.2) incrementa las probabilidades de escaladas de la volatilidad y bruscas revalorizaciones de los activos, que podrían verse amplificadas por las vulnerabilidades. Como muestra el capítulo 1, las turbulencias en los mercados de principios de agosto de 2024 —cuando la volatilidad del mercado de acciones se disparó tanto en Japón como en Estados Unidos (gráfico ES.3) y los precios de los activos cayeron significativamente en todo el mundo— dejaron entrever las violentas reacciones que pueden producirse cuando los repuntes de la volatilidad interactúan con el uso del apalancamiento por parte de las instituciones financieras, de manera que se generan reacciones no lineales de los mercados y se aceleran las ventas masivas.

3. De hecho, el capítulo 2 demuestra cuantitativamente que un nuevo aumento de la incertidumbre económica podría incrementar los riesgos de deterioro del crecimiento futuro, los precios de los activos y el crecimiento del crédito bancario. Por ejemplo, si suponemos que la incertidumbre económica real mundial experimenta un ascenso equivalente al que tuvo lugar durante la crisis financiera mundial, el resultado a la baja (concretamente, el percentil 10) del crecimiento medio del PIB real mundial a un año vista empeora en 1,2 puntos porcentuales (gráfico ES.4). Este efecto es más fuerte cuando las vulnerabilidades macrofinancieras son más elevadas o cuando la volatilidad del mercado está más desligada de la incertidumbre. La incertidumbre también puede desencadenar efectos secundarios transfronterizos a través de los vínculos comerciales y financieros.

4. La presente edición del informe GFSR ahonda en las vulnerabilidades y los desequilibrios financieros que ponen en peligro la estabilidad financiera y hace hincapié en la necesidad urgente de que las autoridades los aborden.

Vulnerabilidades y desequilibrios

5. Los elevados niveles y el rápido crecimiento de la deuda soberana continúan siendo un problema en todo el mundo, y muchas jurisdicciones no consiguen alcanzar los saldos primarios que permiten estabilizar la deuda a largo plazo. En numerosas economías avanzadas, proporciones cada vez mayores de las emisiones de deuda pública tendrán que ser absorbidas por compradores sensibles a los precios en un

contexto de endurecimiento cuantitativo de los balances de los bancos centrales, lo que podría incrementar la volatilidad en el mercado de bonos. Las economías de mercados emergentes y preemergentes con un margen fiscal escaso y en deterioro han experimentado incrementos de los diferenciales de los bonos soberanos y de los *swaps* de riesgo de incumplimiento más acusados que los de otras jurisdicciones, lo que dificulta el servicio de su deuda.

6. Los mercados emergentes han continuado dando muestras de resiliencia desde el informe GFSR de abril de 2024. Los bancos centrales han mantenido su atención centrada en las condiciones económicas y de inflación internas para fijar su política monetaria y han recurrido a ajustes de los tipos de cambio para mitigar los factores adversos externos. Ahora que las principales economías avanzadas van a relajar su política monetaria, la presión sobre los mercados emergentes podría moderarse en el corto plazo. Más adelante, sin embargo, la fuerte incertidumbre acerca de las políticas comerciales y la situación geopolítica, sumadas a las perspectivas de desaceleración del crecimiento en China, que es un socio comercial clave para muchos mercados emergentes, podrían dificultar la tarea de mantener la estabilidad financiera en los mercados emergentes. Los flujos de cartera pueden volverse más volátiles y el acceso a financiamiento internacional puede complicarse, sobre todo para las economías preemergentes. De hecho, los efectos de contagio de las tasas de interés de las economías avanzadas a los mercados emergentes han aumentado durante la última década, ya que las variaciones de la prima por plazo estadounidense a 10 años (la prima de riesgo que los inversionistas exigen para tener en cartera valores a más largo plazo) han sido la causa de una proporción cada vez mayor de las variaciones de las primas por plazo de los bonos a 10 años de mercados emergentes (gráfico ES.5).

7. La emisión mundial de deuda sostenible ha repuntado en 2024. Sin embargo, las economías emergentes tan solo representan el 13% de la emisión en lo que va del año (gráfico ES.6), y la proporción de deuda sostenible de mercados emergentes denominada en moneda nacional es reducida. La inversión insuficiente en financiamiento para el clima podría retrasar los esfuerzos de mitigación y adaptación y poner en peligro la estabilidad financiera en el futuro.

8. Incluso si las tasas de interés mundiales están bajando, muchas empresas tendrían problemas para hacer frente al servicio de la deuda en los próximos años. Aunque la vigorosa actividad económica y los saneados balances de las empresas han permitido que algunas de ellas mantengan márgenes sólidos, los incumplimientos de pagos no han dejado de aumentar como consecuencia de los problemas de las empresas más débiles. Algunas empresas medianas que se endeudan a tasas de interés elevadas en los mercados de crédito privado están cada vez más tensionadas y han recurrido a métodos de pago en especie, lo que en la práctica supone un aplazamiento de los pagos de intereses y la acumulación de más deuda. Además, es probable que las restricciones comerciales y los acontecimientos geopolíticos afecten a las empresas a través del aumento de los costos de los insumos y la reducción de su capacidad para realizar pagos de intereses. Pese a los crecientes indicios de deterioro del crédito, los bonos empresariales han continuado negociándose con diferenciales reducidos en términos históricos, lo que ha dado lugar a desajustes de precios que apuntan a un mayor riesgo de una revaloración abrupta del riesgo de crédito.

9. Si bien los riesgos para la estabilidad procedentes del mercado inmobiliario residencial parecen contenidos en la mayoría de los países, el sector inmobiliario comercial continúa soportando intensas presiones. La desalineación de los precios y los fundamentos económicos apuntan a nuevas correcciones en el mercado de inmuebles comerciales, especialmente en el asediado sector de las oficinas. El financiamiento podría replegarse, lo que causaría descensos de precios y pondría bajo presión a más instituciones financieras en un círculo vicioso de repercusiones negativas (gráfico ES.7). Tanto los bancos con concentraciones desproporcionadas en el sector inmobiliario comercial y los inversionistas no bancarios como los fideicomisos de inversión inmobiliaria pueden experimentar tensiones.

10. El sector bancario mundial ha dado muestras de resiliencia, con abundantes reservas de capital y liquidez. Aunque los coeficientes de préstamos en mora han aumentado para algunos tipos de préstamos, como las tarjetas de crédito al consumidor, los préstamos para la compra de automóviles y los del sector inmobiliario comercial, en términos generales la calidad de los activos no se ha deteriorado de manera significativa. No obstante, el margen financiero neto y la rentabilidad de los bancos podrían verse afectados negativamente por los recortes de las tasas de interés, y la venta masiva transitoria que sufrieron las acciones de algunas entidades a principios de agosto puso de manifiesto algunos de los riesgos que están por venir, en particular para un grupo relativamente grande de entidades más débiles que afrontan retos relacionados con su modelo de negocio (gráfico ES.8).

11. Las turbulencias en los mercados de principios de agosto también son otro ejemplo de cómo las instituciones financieras no bancarias pueden transmitir tensiones a través del sistema financiero y amplificar la tensión general, ya que la rápida liquidación de posiciones apalancadas puede generar desequilibrios de liquidez que incrementen la volatilidad. Con el crecimiento de los fondos abiertos de bonos, los fondos de cobertura (*hedge funds*) y el crédito privado, está aumentando el uso del apalancamiento en varios segmentos de las instituciones financieras no bancarias. Las deficiencias de los datos, que menoscaban la capacidad de las autoridades para evaluar las vulnerabilidades asociadas al apalancamiento de las entidades no bancarias y para identificar posiciones grandes y concentradas, plantean un importante reto a la hora de abordar estos problemas.

12. El uso de la inteligencia artificial (IA) en actividades del mercado de capitales también puede favorecer el crecimiento de los intermediarios financieros no bancarios. El capítulo 3 pone de relieve que, pese a que la adopción de la IA en las actividades de negociación e inversión todavía se encuentra en una fase relativamente temprana, podría acelerarse en los próximos años; de hecho, la proporción de aplicaciones relacionadas con la IA y el aprendizaje automático en las patentes solicitadas en el ámbito de la gestión de activos ha registrado un crecimiento notable en los últimos años (gráfico ES.9). Pese a que la adopción de estas nuevas tecnologías puede traducirse en eficiencias y ahorro de costos tanto para las entidades bancarias como para las no bancarias, estas últimas suelen ser más ágiles y estar sujetas a menos limitaciones en el uso de la IA. De hecho, las instituciones financieras no bancarias ya dominan varios mercados de activos susceptibles de adoptar la negociación electrónica. La adopción generalizada de la IA también podría empeorar la fragilidad financiera en el futuro, debido a un potencial incremento de la volatilidad en momentos de tensión en los mercados, a una mayor opacidad y a las dificultades para vigilar cómo se utiliza la IA en los mercados de capitales y por quién, así como a la dependencia de unos pocos proveedores clave de servicios de IA, que incrementaría los riesgos operativos, y al aumento de los riesgos cibernéticos y de manipulación del mercado.

Recomendaciones en materia de políticas

13. Aunque los riesgos para la estabilidad financiera a corto plazo parecen contenidos, en el sistema financiero están acumulándose vulnerabilidades. Ha llegado el momento de que las autoridades tomen medidas para limitar la fragilidad. En el caso de los bancos centrales, comunicar con claridad que la trayectoria de la política monetaria no se alterará de manera excesiva ante ningún dato concreto contribuiría a reducir la incertidumbre. En los casos en que se prevea que el crecimiento y la inflación seguirán avanzando por la senda actual, los bancos centrales deberían relajar gradualmente su política monetaria hacia una orientación más neutral. Cuando la inflación permanezca obstinadamente por encima de los niveles fijados como meta, los bancos centrales deberían tratar de frenar las expectativas excesivamente optimistas de los inversionistas en cuanto a la relajación de la política monetaria.

14. Dado que en muchos países la deuda pública se encuentra claramente por encima de los niveles observados antes de la pandemia, los ajustes fiscales deberían centrarse sobre todo en recomponer las

reservas de manera creíble para mantener los costos de financiamiento en niveles razonables, en contribuir a anclar las expectativas de inflación a mediano plazo y en contener los riesgos de rebajas de las calificaciones soberanas. En los países con menos espacio fiscal, la credibilidad de los planes fiscales es imprescindible para evitar efectos acantilado de las calificaciones que podrían afectar negativamente a las condiciones financieras. Los prestatarios soberanos de las economías preemergentes y los países de ingreso bajo deben redoblar sus esfuerzos para contener los riesgos asociados a la vulnerabilidad de su deuda, recurriendo por ejemplo a la comunicación con los acreedores, la cooperación multilateral y el apoyo de la comunidad internacional.

15. Con el continuo crecimiento de las instituciones financieras no bancarias, desde fondos de inversiones abiertos hasta fondos de cobertura y fondos privados, los riesgos derivados de mayores descalces de vencimientos y del aumento del apalancamiento ponen de manifiesto la necesidad de una intervención regulatoria y supervisora más activa. Es crucial mejorar los requisitos de presentación de información de las instituciones financieras no bancarias y reforzar las políticas que mitigan las vulnerabilidades y los mecanismos de amplificación derivados del apalancamiento no bancario. Mejorar el grado de preparación de las instituciones financieras no bancarias en cuanto a liquidez, aplicar las normas acordadas en el Consejo de Estabilidad Financiera y reforzar las pruebas de tensión para entidades no bancarias podrían reducir los riesgos sistémicos.

16. La continua acumulación de deuda y la elevada incertidumbre económica ponen de relieve la necesidad de fortalecer el marco de política macroprudencial para contener la excesiva asunción de riesgos en el sector financiero no bancario y garantizar que las reservas de capital y de liquidez en los sistemas bancarios sean suficientes para respaldar la provisión de crédito en períodos de tensión. Las autoridades deberían endurecer los instrumentos macroprudenciales para incrementar la resiliencia ante una serie de shocks y evitar, al mismo tiempo, una contracción general de las condiciones financieras.

17. Se requiere una vigilancia continua para hacer un seguimiento de las vulnerabilidades de las empresas y del sector inmobiliario comercial. Para garantizar la resiliencia dentro del sistema bancario y fundamentar las decisiones sobre suficiencia del capital, las autoridades deberían llevar a cabo ejercicios de pruebas de tensión que incorporen escenarios con restricciones comerciales, acontecimientos geopolíticos y descensos significativos de los precios de los inmuebles comerciales. Dado el peso cada vez mayor del crédito privado en los mercados financieros, es imprescindible reforzar los requisitos de presentación de información a fin de mejorar el seguimiento y la gestión de los riesgos.

18. La existencia de un grupo de bancos débiles en el sistema financiero mundial y el riesgo de contagio a instituciones sanas ponen de manifiesto la necesidad de estar preparados para hacer frente a la inestabilidad financiera. Es crucial garantizar que los supervisores cuenten con las herramientas necesarias para intervenir pronto y que los bancos estén preparados para acceder a la liquidez de los bancos centrales. Seguir avanzando en la adopción y la aplicación de marcos de recuperación y resolución es fundamental para abordar el problema de los bancos débiles o en quiebra sin socavar la estabilidad financiera ni poner en peligro los fondos públicos. La aplicación íntegra, puntual y coherente de las normas internacionales continúa siendo importante para mejorar los marcos prudenciales.

La versión íntegra del informe en inglés puede consultarse en: <http://IMF.org/GFSR-October2024>