



13 de abril de 2016

INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL DE ABRIL DE 2016

RESUMEN EJECUTIVO

Los riesgos para la estabilidad financiera mundial se han incrementado desde la publicación de la edición de octubre de 2015 del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* (GFSR, por sus siglas en inglés). En las economías avanzadas, las perspectivas se han deteriorado debido a la creciente incertidumbre y los reveses sufridos en el crecimiento y la confianza. Las perturbaciones en los mercados de activos internacionales han exacerbado estas presiones. El descenso de los precios del petróleo y las materias primas ha mantenido elevados los riesgos en las economías de mercados emergentes, mientras que la mayor incertidumbre en torno a la transición del modelo de crecimiento de China ha aumentado los efectos de contagio en los mercados mundiales. Estos acontecimientos han implicado un endurecimiento de las condiciones financieras, la reducción del apetito de riesgo y el incremento de los riesgos de crédito, y han entorpecido el saneamiento de los balances, debilitando así la estabilidad financiera.

Muchos precios de mercado sufrieron caídas drásticas durante la turbulencia experimentada en enero y febrero, lo cual situó las valoraciones de los activos en niveles inferiores a los compatibles con fundamentos económicos que apuntan a una senda de crecimiento constante pero que mejora lentamente (véase la edición de abril de 2016 de *Perspectivas de la economía mundial*, o informe WEO, por sus siglas en inglés). Sin embargo, la intensificación de la volatilidad del mercado y la aversión al riesgo podrían obedecer a un aumento de los riesgos económicos, financieros y políticos, así como a una menor confianza en las políticas. La recuperación de los precios de los activos a partir de febrero ha anulado [gran parte de] dichas pérdidas y ha reducido la volatilidad. La actitud del mercado se ha visto respaldada por la subida de los precios del petróleo y las materias primas, los datos más sólidos de Estados Unidos y las medidas de apoyo de los bancos centrales. No obstante, el efecto neto de la turbulencia ha sido un shock de la confianza, con repercusiones negativas para la estabilidad financiera.

La conclusión principal del presente informe es que se requieren medidas adicionales que den paso a una combinación de políticas más equilibrada y potente para mejorar las perspectivas de crecimiento e inflación y para conseguir la estabilidad financiera. De no ser así, es posible que reaparezca la turbulencia en los mercados. En tales circunstancias, el aumento de las primas de riesgo podría provocar un nuevo endurecimiento de las condiciones financieras que daría lugar a una perniciosa cadena

de interacciones entre la fragilidad de la confianza, el crecimiento débil, niveles más bajos de inflación y cargas de deuda cada vez más pesadas. Las perturbaciones en los mercados mundiales de activos podrían incrementar los riesgos de caer en una desaceleración más grave y prolongada, marcada por un estancamiento financiero y económico. En un contexto de estancamiento financiero, es posible que las instituciones financieras que se encargan de asignar capital y movilizar el ahorro deban hacer frente a balances deteriorados durante largo tiempo. La solidez financiera podría verse erosionada hasta tal punto que tanto el crecimiento económico como la estabilidad financiera se viesan afectados negativamente en el mediano plazo. En un escenario tal, para 2021 el producto mundial podría haber caído un 3,9% con respecto al escenario base.

Es necesario que las autoridades económicas aprovechen la actual recuperación económica y establezcan una senda de crecimiento y estabilidad financiera más sólida; para ello, deben abordar desafíos a escala mundial en tres frentes: los problemas heredados en las economías avanzadas, las elevadas vulnerabilidades en los mercados emergentes y los mayores riesgos sistémicos de liquidez en los mercados. Los avances en estos frentes permitirán a las economías del mundo dar un giro decisivo hacia un sistema financiero sólido y saludable y hacia una recuperación sostenida. En un escenario tal, para 2018 la producción mundial podría aumentar un 1,7% con respecto al escenario base.

Las economías avanzadas deben abordar los problemas heredados de la crisis. Los bancos de las economías avanzadas se han vuelto más seguros en los últimos años; han ampliado sus defensas de capital y liquidez y han avanzado en el saneamiento de balances. No obstante, a pesar de estos avances, a principios de año los bancos se vieron sometidos a presiones del mercado, como consecuencia de inquietudes en torno a la rentabilidad del modelo de negocio bancario en un entorno económico débil. Aproximadamente el 15% de los bancos de las economías avanzadas (según activos) enfrentan importantes dificultades para poder alcanzar una rentabilidad sostenible sin necesidad de reformas. En la zona del euro, las presiones del mercado también pusieron de manifiesto la existencia de problemas heredados de larga data, dejando claro que no se puede seguir aplazando una resolución más completa de los problemas de los bancos europeos. La abultada cartera de préstamos en mora es un problema que debe abordarse con urgencia mediante una estrategia integral, y con el tiempo será necesario abordar la capacidad excedentaria del sistema bancario de la zona del euro. En Estados Unidos, los mercados hipotecarios —situados en el epicentro de la crisis de 2008–09— siguen beneficiándose de un amplio respaldo del gobierno. Las autoridades deberían redoblar los esfuerzos para reducir el dominio de Fannie Mae y Freddie Mac y proseguir con la reforma de estas instituciones.

El capítulo 3 muestra que en las diferentes economías avanzadas la contribución del sector de los seguros —en especial, de los seguros de vida— al riesgo sistémico ha aumentado, aunque no en el mismo grado observado en el caso del sector bancario. Este incremento se debe en gran medida a las crecientes exposiciones comunes al

riesgo agregado, en parte por una mayor sensibilidad a las tasas de interés entre las aseguradoras, y en parte por las mayores correlaciones entre las distintas clases de activos. Por lo tanto, de producirse un shock adverso, es probable que las aseguradoras no puedan cumplir su papel de intermediarios financieros en un momento en que otros segmentos del sistema financiero también tienen dificultades para hacerlo.

Estas conclusiones apuntan a que la supervisión y regulación de las empresas aseguradoras debería tener un enfoque más macroprudencial. Entre las medidas que podrían aplicarse cabe mencionar la realización regular de pruebas de tensión macroprudencial y la constitución de reservas de capital anticíclicas. Los pasos que complementarían la promoción de políticas macroprudenciales más contundentes incluyen la adopción internacional de normas de capitalización y transparencia en el sector. Además, las diferencias observadas en el comportamiento de los aseguradores más pequeños y más débiles merecen la atención de los supervisores.

Los mercados emergentes necesitan reforzar su capacidad de resistencia a los factores mundiales adversos. Las economías de mercados emergentes se enfrentan a una difícil combinación de factores: desaceleración del crecimiento, descenso de los precios de las materias primas y unas condiciones de crédito más restrictivas, en un entorno de mayor volatilidad de los flujos de inversión de cartera. Esta mezcla ha mantenido elevados los riesgos financieros y económicos. Hasta la fecha, muchas economías han demostrado una extraordinaria capacidad de resistencia a esta coyuntura interna y externa más complicada, y las autoridades económicas han hecho un uso racional de las reservas con arreglo a marcos de políticas reforzados.

Las empresas del sector de las materias primas están recortando drásticamente sus gastos de capital, puesto que las pesadas cargas de deuda privada incrementan los riesgos para el crédito y los bancos. Los países exportadores de materias primas, así como los de Oriente Medio y el Cáucaso, están particularmente expuestos a las presiones en los diferentes segmentos de la economía real y en el sector financiero. El vínculo entre las empresas estatales y las entidades soberanas se ha intensificado, y podría provocar un aumento de los riesgos para la estabilidad fiscal y financiera en países que experimentan presiones de reembolso. En líneas más generales, la deuda correspondiente a sociedades no financieras con una capacidad de reembolso reducida ha ascendido a USD 650.000 millones, o 12% de la deuda total de las empresas cotizadas en bolsa analizadas en el presente informe. Las reservas de capital de los bancos son en general adecuadas, pero es probable que se vean sometidas a prueba por el deterioro de las ganancias y la desaceleración del ciclo de crédito.

En general, las economías de mercados emergentes disponen de las herramientas necesarias para incrementar su capacidad de resistencia y contrarrestar los efectos de los precios más bajos de las materias primas y la desaceleración del crecimiento y los flujos de capital. Las autoridades de las economías de mercados emergentes deben seguir utilizando sus reservas y el margen de maniobra de las políticas, si existen, para suavizar los ajustes y apuntalar los balances de las entidades soberanas y los bancos.

Esto implica recurrir a reservas externas, a la política fiscal y monetaria y a los marcos macroprudencial y de supervisión, entre otras herramientas. Los países que no disponen de reservas suficientes y cuyo margen de maniobra de las políticas es limitado deberían anticiparse y ajustar sus políticas macroeconómicas para hacer frente a sus vulnerabilidades, lo que puede incluir la búsqueda de ayuda externa.

El proceso de reequilibrio económico de China está afianzándose. El país ha registrado notables avances en el reequilibrio de su economía hacia nuevas fuentes de crecimiento y en la corrección de algunos riesgos para el sector financiero. Además, la regulación más estricta de las actividades del sistema bancario paralelo ha ayudado a orientar la composición del financiamiento hacia los préstamos bancarios y la emisión de bonos. Aun así, el reequilibrio de China es inherentemente complejo, y se necesita con urgencia que se adquiera un compromiso con un programa de políticas más amplio e integral, para anticiparse a las crecientes vulnerabilidades. La desaceleración del crecimiento ha erosionado la solidez del sector empresarial, y el descenso de la rentabilidad ha minado la capacidad de servicio de la deuda de empresas que son responsables de alrededor del 14% de la deuda de compañías que cotizan en bolsa, lo cual ha agravado las tensiones de los balances en todo el sistema. Un plan integral para abordar el sobreendeudamiento empresarial contribuiría a que el desapalancamiento ocurra de una manera fluida. El desapalancamiento empresarial debería ir acompañado de un fortalecimiento de los bancos y las redes de protección social, en especial para trabajadores desplazados en sectores con exceso de capacidad. Se debe formular sin demora un programa integral de reestructuraciones para abordar el problema los activos deteriorados y fortalecer los bancos, junto con un marco jurídico e institucional sólido que simplifique los procesos de quiebra y renegociación de la deuda.

El capítulo 2 concluye que los efectos de contagio de los shocks originados en los mercados emergentes que tienen un impacto en los precios de la renta variable (acciones) y los tipos de cambio se han intensificado sustancialmente, y que hoy por hoy ese impacto explica más de un tercio de la variación de los rendimientos de los activos. Esto destaca la importancia de que las autoridades tanto de las economías avanzadas como de los mercados emergentes tengan en cuenta la evolución económica y la evolución de las políticas en las economías de mercados emergentes a la hora de evaluar las condiciones macrofinancieras internas. Más que el tamaño de su economía y el grado de integración comercial, es el nivel de integración financiera de un país el factor clave que determina la importancia de una economía de mercado emergente como receptora y transmisora de efectos de contagio. Así, por ejemplo, el nivel de integración explica por qué el contagio puramente financiero proveniente de China sigue siendo menos significativo, a pesar de que el impacto de los shocks del crecimiento de China incide cada vez más en el rendimiento de la renta variable, tanto en las economías de mercados emergentes como en las avanzadas. A medida que continúe creciendo el papel de China en el sistema financiero internacional, será cada vez más importante la comunicación clara y oportuna de las decisiones del país en materia de política y la transparencia de los objetivos de sus políticas y de las

estrategias para su logro. Dada la evidente importancia del endeudamiento empresarial y la intermediación de los fondos comunes de inversión como amplificadores de los efectos de contagio derivados de los shocks, será fundamental adaptar la supervisión y las políticas macroprudenciales para contener los riesgos sistémicos originados en estos canales.

Debe reforzarse la capacidad de resistencia de la liquidez del mercado. Como se ha señalado en informes anteriores, para evitar el riesgo de que los shocks del mercado se amplifiquen es necesario adoptar un enfoque integral para reducir los riesgos de retiradas de liquidez de los fondos comunes de inversión y reforzar los servicios que proporcionan liquidez a los mercados.

Es mucho lo que está en juego: En primer lugar, hay que evitar que aumenten los riesgos derivados de un debilitamiento del crecimiento y una mayor inestabilidad. Después, hay que afianzar el crecimiento y la estabilidad financiera *más allá del escenario base*. Se necesita una agenda de políticas de amplio alcance, con una combinación más equilibrada y potente de políticas, que incluya reformas financieras de mayor calado y que mantenga la holgura monetaria. Aumentar la confianza en las políticas ayudará a reducir vulnerabilidades, disipar las incertidumbres y poner en marcha una cadena de interacciones positivas entre los mercados financieros y la economía real.