

INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL

Resumen ejecutivo

La economía mundial está experimentando una inflación persistentemente alta, un reto al cual no se enfrentaba desde hacía décadas. Tras la crisis financiera mundial, ante la debilidad de las presiones inflacionarias, las tasas de interés se mantuvieron en niveles extremadamente bajos durante años y los inversionistas se acostumbraron a la reducida volatilidad. La resultante flexibilización de las condiciones financieras respaldó el crecimiento económico, pero también propició la acumulación de vulnerabilidades financieras. Ahora que la inflación ha tocado máximos no observados en varias décadas, las autoridades monetarias de las economías avanzadas están acelerando el ritmo de normalización de las políticas. En los mercados emergentes, las autoridades han continuado endureciendo sus políticas, en un entorno de crecimiento de la inflación y de presiones cambiarias, si bien con diferencias notables entre regiones. Este año, las condiciones financieras mundiales se han vuelto considerablemente más restrictivas, provocando salidas de capitales de muchas economías emergentes y preemergentes con fundamentos económicos más débiles. En un contexto de elevada incertidumbre económica y geopolítica, los inversionistas han evitado la asunción de riesgos en septiembre. Con el empeoramiento de las condiciones en las últimas semanas, los principales indicadores del riesgo sistémico, como el incremento del costo del financiamiento en dólares y los diferenciales de crédito de contraparte, han aumentado. Existe el riesgo de que un endurecimiento desordenado de las condiciones financieras pueda verse amplificado por las vulnerabilidades acumuladas con los años. Este informe se centrará en los riesgos para la estabilidad financiera mundial en el actual entorno macrofinanciero, un entorno nuevo para muchos responsables de formular las políticas y participantes en el mercado.

Las perspectivas económicas mundiales se han deteriorado sensiblemente desde la publicación del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (informe GFSR) de abril de 2022. Algunos de estos riesgos a la baja se han materializado; entre ellos, presiones inflacionarias mayores de lo que se esperaba, una desaceleración peor de lo previsto en China, impulsada por los brotes de COVID-19 y los confinamientos, y nuevas repercusiones de la invasión de Rusia a Ucrania. Como consecuencia de todo ello, la desaceleración de la actividad económica mundial se ha intensificado.

En medio de una incertidumbre extraordinaria sobre las perspectivas y una inflación persistentemente alta, los bancos centrales han seguido normalizando sus políticas para restablecer la estabilidad de precios. Desde la publicación del informe GFSR de abril de 2022 (gráfico 1), se observa una contracción de las condiciones financieras mundiales en la mayoría de las regiones, en parte como consecuencia intencionada del endurecimiento de la política monetaria y en parte debido al aumento desde abril de la incertidumbre en torno a las perspectivas. En contraste, las condiciones en China se han relajado ligeramente, ya que las autoridades han proporcionado apoyo adicional para compensar el deterioro de las perspectivas económicas y las tensiones en el sector inmobiliario.

Los riesgos para la estabilidad financiera mundial han aumentado con respecto al informe GFSR de abril de 2022, y la balanza de riesgos está claramente sesgada a la baja. El rango de resultados adversos del crecimiento del PIB según la distribución de probabilidad del crecimiento futuro del PIB se sitúa en el peor percentil 20 de las cuatro últimas décadas (gráfico 2). Las vulnerabilidades financieras son elevadas en los sectores de instituciones financieras soberanas y no bancarias, mientras que la liquidez en los mercados se ha deteriorado en algunas de las principales clases de activos.

Las tasas de interés y los precios de los activos de riesgo vienen comportándose de forma extremadamente volátil desde abril, como consecuencia de la mayor incertidumbre en torno a las perspectivas económicas y de política. El miedo a que los bancos centrales tuviesen que acelerar el ritmo de subida de las tasas de interés de política monetaria para combatir la inflación provocó hasta junio una venta generalizada de activos de riesgo. Los activos de mercados emergentes registraron pérdidas grandes, y los diferenciales de los bonos soberanos de mercados emergentes de alto rendimiento aumentaron hasta casi alcanzar los niveles observados por última vez en marzo de 2020 (gráfico 3). Los mercados de criptoactivos también experimentaron una volatilidad extrema, que provocó el desplome de algunos de los segmentos de mayor riesgo y el repliegue de algunos fondos de criptoactivos.

A mediados de año, a medida que aumentaban los temores de recesión, los activos de riesgo repuntaron en la esperanza de que el ciclo de normalización de la política monetaria terminase antes de lo previsto anteriormente. Sin embargo, estos movimientos se disiparon y los activos de riesgos experimentaron nuevas pérdidas cuando los principales bancos centrales reafirmaron con vehemencia su determinación de combatir la inflación y cumplir con su mandato de estabilidad de precios.

Las discrepancias entre los inversionistas por lo que se refiere a los resultados de inflación más probables parecen haber ganado intensidad. En la zona del euro, hay una probabilidad significativa tanto de que la inflación sea baja como de que sea alta, lo que refleja un aumento en las preocupaciones acerca de la desaceleración del crecimiento agregado (gráfico 4). Aun así, existe el riesgo de que una revaloración rápida y desordenada del riesgo en los próximos meses pueda interactuar con las vulnerabilidades preexistentes y una escasa liquidez en el mercado, y se vea amplificada por ellas.

Los indicadores de la liquidez del mercado han empeorado en varias clases de activos, incluso en los mercados que suelen presentar una liquidez elevada y en los productos estandarizados y cotizados en bolsa. Los diferenciales entre el precio de

compra y el de venta del Tesoro de Estados Unidos han aumentado significativamente, la profundidad del mercado ha disminuido considerablemente y las primas de liquidez se han incrementado (gráfico 5).

Los mercados financieros europeos vienen dando muestras de tensión desde la edición de abril de 2022 del informe GFSR. Los precios de los activos se han desplomado como consecuencia de los crecientes temores de recesión, en medio de la escasez de gas natural y el resurgimiento de los riesgos de fragmentación en la zona del euro. No obstante, los diferenciales de rendimiento de los bonos del estado europeos y los bonos alemanes se estrecharon después de que el Banco Central Europeo anunciase una nueva herramienta para luchar contra la fragmentación en la zona del euro: el Instrumento para la Protección de la Transmisión. En el Reino Unido, la preocupación de los inversionistas por las perspectivas fiscales y de inflación tras el anuncio de importantes recortes fiscales financiados mediante deuda y medidas fiscales para hacer frente a los altos precios de la energía influyeron en el ánimo de los mercados. La libra esterlina se depreció bruscamente, y los diferenciales de los bonos soberanos se redujeron drásticamente. Para evitar que las deficiencias de funcionamiento del mercado de bonos británicos supusieran un riesgo importante para la estabilidad financiera del Reino Unido, el Banco de Inglaterra, de acuerdo con su mandato de estabilidad financiera, anunció el 28 de septiembre compras temporales y focalizadas de bonos del gobierno británico a largo plazo.

Los bancos centrales de los mercados emergentes y preemergentes han seguido endureciendo sus políticas monetarias. De todos modos, sigue habiendo fuertes diferencias regionales; dado que algunos países aumentan de forma más temprana y firme las tasas de intervención en respuesta a las presiones inflacionarias. Las condiciones en los mercados de bonos en moneda local han empeorado sustancialmente como consecuencia de la preocupación por las perspectivas macroeconómicas y el creciente aumento de los niveles de deuda. Las primas por plazo de los bonos soberanos han registrado un incremento pronunciado, en especial en Europa central y oriental.

Los mercados emergentes enfrentan un sinnúmero de riesgos derivados de los elevados costos de financiamiento externo, una inflación persistentemente alta, la volatilidad de los mercados de materias primas, la mayor incertidumbre en torno a las perspectivas económicas mundiales y las presiones provocadas por el endurecimiento de las políticas en las economías avanzadas. Las presiones son especialmente graves en los mercados preemergentes, donde las dificultades están causadas por una combinación de condiciones financieras más restrictivas, deterioro de los fundamentos económicos y exposición elevada a la volatilidad de los precios de las materias primas. Los gastos por intereses de la deuda pública han seguido creciendo y han provocado un aumento de las presiones de liquidez inmediatas. En un entorno de debilidad de los fundamentos económicos y falta de apetito por el riesgo entre los inversionistas, podrían producirse incumplimientos. No obstante, hasta el momento, los inversionistas siguen estableciendo diferencias entre mercados emergentes, y muchos de los principales mercados emergentes parecen ser más resilientes a las vulnerabilidades externas. Los flujos de inversión de cartera no residentes siguen siendo débiles, aunque se aprecian señales de estabilización tras las importantes salidas de capitales registradas durante el primer semestre del año (gráfico 6). La emisión de bonos soberanos en moneda fuerte se ha deteriorado claramente. Sin una mejora del acceso a los mercados, muchos emisores de mercados preemergentes deberán buscar fuentes de financiamiento alternativas y/o reperfilear o reestructurar la deuda.

El complicado entorno macroeconómico también presiona al sector empresarial mundial. Los diferenciales de crédito han aumentado considerablemente en distintos sectores desde abril. Las grandes empresas han reportado una contracción de los márgenes de beneficio a raíz del aumento de los costos; por su parte, parecen estar cobrando impulso las revisiones a la baja de las estimaciones de ganancias mundiales, debido a la preocupación por una posible recesión. El número de quiebras ya ha comenzado a aumentar entre las pequeñas empresas de las principales economías avanzadas, puesto que esta clase de empresas son las más afectadas por el incremento de los costos de financiamiento y la reducción del estímulo fiscal. Las empresas que dependen de mercados financieros apalancados enfrentan un endurecimiento de las normas y los términos de los préstamos, en un contexto de crecimiento complicado. La calidad crediticia de estos activos podría ponerse a prueba durante una desaceleración económica, con posibles repercusiones para la macroeconomía en general.

A medida que los bancos centrales endurecen enérgicamente la política monetaria, los costos de financiamiento en alza y las normas más estrictas para los préstamos, unidos a las valoraciones excesivas tras años de subidas de precios, podrían afectar negativamente a los mercados de la vivienda. En el peor de los casos, el descenso de los precios inmobiliarios reales podría ser significativo, a causa de las presiones sobre la asequibilidad y el deterioro de las perspectivas económicas (gráfico 7).

En China, la desaceleración del sector inmobiliario se ha ahondado, puesto que el fuerte descenso de las ventas de viviendas durante los confinamientos por la COVID-19 ha exacerbado las tensiones de liquidez de los promotores inmobiliarios, aumentando el temor de que los riesgos de solvencia se generalicen. Las quiebras de los promotores inmobiliarios podrían propagarse al sector bancario y afectar a algunos pequeños bancos vulnerables y a bancos de importancia sistémica a nivel local, debido a bajos niveles de reservas de capital y del elevado riesgo de concentración en el sector inmobiliario (gráfico 8).

Los elevados niveles de capital y las amplias reservas de liquidez han reforzado la resiliencia del sector bancario mundial. Aun así, las pruebas de tensión de los bancos internacionales realizadas por el FMI constatan que, en un escenario de endurecimiento fuerte y repentino de las condiciones financieras que situaría a la economía mundial en recesión en 2023, coincidiendo con una inflación elevada, hasta el 29% de los bancos de mercados emergentes (por activos) incumpliría los requisitos de capital, mientras que la mayoría de los de economías avanzadas mantendrían su resiliencia. Para restaurar las reservas y reparar la insuficiencia de capital se necesitarían más de USD 200.000 millones (gráfico 9).

Como se explica en el capítulo 2, en los próximos años las economías de mercados emergentes y en desarrollo requerirán un volumen de financiamiento climático considerable para reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero y adaptarse a las repercusiones físicas del cambio climático. El financiamiento sostenible ha crecido rápidamente, pero los mercados emergentes y las economías en desarrollo siguen estando en desventaja. El estímulo energético del financiamiento climático privado se enfrenta a dificultades importantes, como la falta de políticas climáticas de apoyo (como una tarificación eficaz del carbono) y una arquitectura de información climática todavía débil (gráfico 10).

Los fondos abiertos de inversión colectiva cumplen una función cada vez más importante en los mercados financieros. Sin embargo, el descalce de liquidez entre sus activos y pasivos plantea inquietudes en torno a la estabilidad financiera. En el capítulo 3 se analiza la forma en que los fondos abiertos de inversión colectiva que mantienen activos ilíquidos y permiten a la vez retiros diarios de la inversión pueden influir decisivamente en la fragilidad de los precios de los activos, haciendo más probables las retiradas masivas y precipitadas de los inversionistas y las ventas apresuradas de activos (gráfico 11). Las vulnerabilidades de los fondos abiertos de inversión colectiva también pueden tener efectos de contagio transfronterizos y provocar un endurecimiento de las condiciones financieras internas generales, creando riesgos potenciales para la estabilidad macrofinanciera.

Recomendaciones en materia de políticas

Los bancos centrales deben intervenir de forma energética para reconducir la inflación hacia la meta, evitando que las presiones inflacionarias se enquisten y que las expectativas de inflación se desanclen, ya que ello perjudicaría su credibilidad. La elevada incertidumbre que ensombrece las perspectivas afecta la capacidad de las autoridades de ofrecer pautas explícitas y precisas sobre la trayectoria futura de la política monetaria. No obstante, comunicar con claridad la función de reacción de la política, su compromiso firme con el logro de los objetivos impuestos por mandato y la necesidad de seguir normalizando sus políticas es esencial para preservar la credibilidad y evitar la volatilidad injustificada de los mercados.

Con arreglo al Marco Integrado de Políticas del FMI, cuando corresponda, algunas economías de mercados emergentes que gestionan el ciclo de austeridad a escala mundial podrían plantearse usar una combinación de intervenciones cambiarias, medidas de flujos de capitales y/u otras actuaciones para ayudar a suavizar los ajustes del tipo de cambio con miras a reducir los riesgos para la estabilidad financiera y mantener la transmisión adecuada de la política monetaria.

Los prestatarios soberanos de economías en desarrollo y mercados preemergentes deben redoblar sus esfuerzos para contener los riesgos asociados a la elevada vulnerabilidad de su deuda; mediante el contacto temprano con los acreedores, la cooperación multilateral y el apoyo de la comunidad internacional. Promulgar planes de consolidación fiscal viables a mediano plazo tras los últimos shocks podría ayudar a contener los costos de financiamiento y refinanciamiento, y aliviar las inquietudes en torno a la sostenibilidad de la deuda.

Las autoridades deben evitar que sigan acumulándose vulnerabilidades financieras. Sin perder de vista las circunstancias de cada país y los retos económicos a corto plazo, deben ajustar a sus necesidades las herramientas macroprudenciales seleccionadas para abordar focos de vulnerabilidad elevada. Encontrar un equilibrio entre contener la acumulación de vulnerabilidades, y evitar la prociclicidad y un endurecimiento desordenado de las condiciones financieras es importante en vista de la mayor incertidumbre económica y el proceso en curso de normalización de las políticas.

Implementar políticas para mitigar los riesgos de liquidez del mercado es fundamental para evitar una posible amplificación de los shocks. Las autoridades de supervisión deben vigilar la solidez de las infraestructuras de negociación y respaldar la transparencia en los mercados. Además, mejorar la disponibilidad de datos sobre negociación contribuiría a la evaluación oportuna de los riesgos de liquidez. Ante la importancia cada vez mayor de las instituciones financieras no bancarias, las contrapartes deben llevar a cabo un seguimiento atento de la actividad intradía y las exposiciones al apalancamiento, fortalecer sus prácticas de gestión del riesgo de liquidez, y aumentar la transparencia y la disponibilidad de los datos.

El aumento del financiamiento climático privado requerirá de nuevos instrumentos financieros y de la participación de los bancos multilaterales de desarrollo para atraer a inversionistas privados, impulsando así la inversión privada y reforzando la capacidad de absorción de riesgos. Una mayor proporción de financiamiento de capital y recursos adicionales para el financiamiento climático por parte de los bancos multilaterales de desarrollo facilitaría a los países el logro de estos objetivos. El FMI puede ayudar a sus países miembros a abordar los problemas derivados del cambio climático a través de las evaluaciones de riesgos para la estabilidad financiera, los préstamos en el marco del nuevo Fondo Fiduciario para la Resiliencia y la Sostenibilidad y las iniciativas para subsanar las deficiencias en los datos y divulgar información.

Está justificado el uso de medidas de política para mitigar las vulnerabilidades y riesgos asociados a los fondos abiertos de inversión colectiva. Los instrumentos de regulación de la liquidez basados en los precios, como el ajuste del valor liquidativo, pueden resultar eficaces a la hora de reducir la fragilidad de los precios de los activos, pero las autoridades económicas deberían proporcionar orientación adicional para su aplicación. Otros instrumentos podrían ser la vinculación de la frecuencia de los reembolsos a la liquidez de las carteras de los fondos. Las autoridades económicas también deberían considerar una supervisión más estricta de las prácticas de regulación de la liquidez de los fondos, divulgaciones adicionales por parte de los fondos abiertos de inversión colectiva para evaluar mejor las vulnerabilidades y medidas para reforzar el suministro de liquidez.

Los gráficos pueden consultarse en la versión en inglés del Resumen ejecutivo y el informe íntegro publicados en Internet: <https://www.imf.org/es/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>