

RESUMEN GENERAL

Menos riesgo a corto plazo

El sistema financiero mundial continúa fortaleciéndose en respuesta a un estímulo extraordinario de las políticas económicas, mejoras en el ámbito regulatorio y la reactivación cíclica del crecimiento. La solidez de los bancos en muchas economías avanzadas sigue mejorando gracias a los avances en la resolución de algunos bancos con dificultades, en tanto que la mayoría de las instituciones sistémicas están adecuando sus modelos de negocio y restableciendo su rentabilidad. La reactivación de la economía mundial, que se analiza en la edición de octubre de 2017 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO), ha infundido confianza en el mercado, reduciendo asimismo las amenazas para la estabilidad financiera a corto plazo.

Pero más allá de estas mejoras recientes, la expansión monetaria continua —necesaria para incentivar la actividad y la inflación— también está provocando aumentos del valor de los activos financieros y del nivel de apalancamiento. Los riesgos para la estabilidad financiera se están trasladando del sistema bancario hacia los sectores de mercado y no bancarios del sistema financiero. En vista de esta coyuntura y de estos riesgos, las políticas monetarias deberán ir normalizándose, pero manteniendo un delicado equilibrio, a modo de evitar una mayor acumulación de riesgos financieros fuera del sector bancario y de resolver las dificultades heredadas que aún subsisten.

Las dos caras de la normalización de la política monetaria

De acuerdo con la trayectoria de base para la economía mundial trazada por los bancos centrales y mercados financieros, el estímulo de las políticas monetarias acomodaticias continuará puesto que se prevé que las tasas de inflación se recuperen a ritmo lento. Dicho esto, es probable que el proceso gradual de normalización monetaria demore varios años. Un ritmo de normalización demasiado acelerado eliminaría el apoyo necesario para una recuperación sostenida y no permitiría que se produzcan aumentos convenientes de la inflación subyacente en las principales economías. Las políticas monetarias heterodoxas y la expansión cuantitativa han obligado a realizar ajustes importantes en las carteras del sector privado y a escala internacional, lo que explica por qué el ajuste de los mercados financieros ha sido mucho menos previsible que en ciclos anteriores. Los cambios abruptos o inoportunos podrían provocar turbulencias no deseadas en los mercados financieros, con efectos que podrían propagarse a otros países y mercados. Sin embargo, el prolongado estímulo monetario previsto para las principales economías podría provocar una acumulación de más excesos financieros. A medida que se intensifica la búsqueda de rendimiento, las vulnerabilidades están trasladándose al sector no bancario, y están aumentando los riesgos de mercado. Hay demasiado dinero en busca de muy pocos activos rentables: menos del 5% (USD 1,8 billones) del stock actual de activos de renta fija con grado de inversión en el mundo ofrece un rendimiento superior al 4%, frente a un 80% (USD 15,8 billones) antes de la crisis. Las valoraciones de los activos financieros están tornándose excesivas en algunos mercados, en la medida que los inversionistas se ven obligados a salir de sus hábitats naturales de riesgo y aceptar riesgos de crédito y de liquidez más altos a cambio de mejores rentabilidades.

Mientras tanto, crece el endeudamiento entre las principales economías mundiales. El apalancamiento en el sector no financiero es hoy más alto que antes de la crisis financiera mundial en las economías del G-20 en su conjunto. Si bien esto ha contribuido a facilitar la recuperación económica, el sector no finan-

ciero ha quedado más vulnerable ante las variaciones de las tasas de interés. Producto de este mayor apalancamiento, los coeficientes de servicio de deuda del sector privado han subido en las principales economías, a pesar del bajo nivel de las tasas de interés. En consecuencia, en algunos países y sectores los prestatarios más débiles están llegando al límite de su capacidad de servicio de la deuda. En varias economías importantes (Australia, Canadá, China, Corea) las presiones de servicio de la deuda y los niveles de endeudamiento en los sectores privados no financieros ya son muy elevados, lo que aumenta su sensibilidad ante un endurecimiento de las condiciones financieras y un debilitamiento de la actividad económica.

Los principales retos que enfrentan las autoridades económicas radican en poder contener la acumulación de vulnerabilidades financieras mientras la política monetaria continúe respaldando la reactivación de la economía mundial. De lo contrario, la carga del endeudamiento cada vez mayor y la valoración excesiva de los activos podrían minar la confianza del mercado en el futuro, con repercusiones que podrían hacer peligrar el crecimiento mundial. Este informe analiza esta hipótesis pesimista, en la que el aumento de las primas de riesgo provoca un fuerte aumento de los costos del crédito, una caída en los precios de los activos, y una retracción de los mercados emergentes. Este endurecimiento de las condiciones financieras mundiales tendría un fuerte impacto en la economía (una tercera parte de la intensidad que tuviera la crisis financiera mundial) y sería más generalizado (el producto mundial disminuiría un 1,7% con respecto al escenario base del informe WEO, con distintos efectos según el país). La normalización de la política monetaria daría marcha atrás en los Estados Unidos y se frenaría en el resto del mundo. Las economías de mercados emergentes se verían afectadas de manera desmedida, con una reducción estimada de los flujos de inversión de cartera de unos USD 100.000 millones en los cuatro trimestres siguientes. El capital bancario sería el más afectado en los mercados con alto nivel de apalancamiento y donde los bancos tienen mayor exposición a los sectores inmobiliarios y empresariales.

Desapalancamiento en China: Desafíos por delante

El crecimiento estable de China y el endurecimiento de la política financiera en los últimos trimestres han aliviado la preocupación de una desaceleración a corto plazo y de efectos de contagio negativos a la economía mundial. Sin embargo, la magnitud, la complejidad y el ritmo del crecimiento del sistema financiero de China apuntan a una intensificación de los riesgos para la estabilidad financiera. Los activos del sector bancario han aumentado de un 240% del PIB a fines de 2012 a 310% del PIB en la actualidad. Más aún, la vulnerabilidad de los bancos aumentó a raíz de la utilización cada vez mayor de financiamiento mayorista a corto plazo y de los créditos del sistema bancario paralelo. Las autoridades se enfrentan a la difícil disyuntiva de endurecer las políticas del sector financiero o frenar el crecimiento económico. Reducir el crecimiento del crédito del sistema paralelo, aunque sea moderadamente, perjudicaría la rentabilidad y la actividad general de préstamo de los bancos pequeños y medianos.

Mejora la solidez de los bancos globales

La solidez de los bancos globales de importancia sistémica continúa mejorando. Los balances se han fortalecido gracias a mejores reservas de capital y de liquidez, en medio de un endurecimiento de las normas regulatorias y de una mayor supervisión del mercado. Se han logrado avances considerables en cuanto a la solución de problemas heredados y los desafíos de reestructuración. Al mismo tiempo, si bien muchos bancos han fortalecido su rentabilidad al reorientar los modelos de negocio, varios otros continúan haciendo frente a problemas heredados irresueltos y deficiencias en sus modelos. Es posible que un conjunto de estos bancos globales con activos valorados en alrededor de USD 17.000 millones, o un tercio del total de los bancos de importancia sistémica mundial, continúen generando rentabilidades insostenibles, incluso en

2019. Dado que los problemas en tan solo un banco de importancia sistémica mundial podrían generar tensiones en todo el sistema, las medidas de supervisión deben seguir centrándose en los riesgos de los modelos de negocio y en la rentabilidad sostenible. Las compañías de seguro de vida también han venido adaptando sus estrategias de negocio en un entorno de bajos rendimientos tras la crisis financiera mundial. En tal sentido, redujeron las exposiciones heredadas, disminuyeron la proporción de productos con altos retornos garantizados, y buscaron rendimientos más altos en las carteras de inversión. Mientras tanto, los organismos de supervisión tienen que controlar el aumento de la exposición a los riesgos de crédito y de mercado.

Las autoridades deben tomar medidas proactivas

Las autoridades económicas deben aprovechar las mejores perspectivas mundiales y evitar la complacencia, para lo cual deben abordar las crecientes vulnerabilidades a mediano plazo.

Los responsables de las políticas y los reguladores deben abordar de manera cabal los problemas heredados tras la crisis y exigir a los bancos y las compañías de seguro en las economías avanzadas que refuercen sus balances. Esto incluye poner en funcionamiento un marco de resolución para bancos internacionales, enfocarse en los riesgos asociados con los modelos de negocio deficientes de los bancos, y formalizar el acuerdo Basilea III. Los marcos regulatorios para las compañías de seguro de vida deben reforzarse a fin de mejorar la transparencia de la información y los incentivos para fortalecerse. Se necesita asimismo una respuesta coordinada a escala mundial en materia de políticas para resistir los ciberataques (véase el recuadro 1.2).

Los principales bancos centrales deben garantizar una normalización fluida de la política monetaria a través de planes debidamente comunicados sobre la liquidación de sus tenencias de títulos y con orientación sobre los próximos cambios que cabe esperar en los marcos normativos. Establecer pautas claras para los cambios de política contribuirá a anclar las expectativas del mercado e impedir volatilidad y alteraciones exageradas en el mercado.

Las autoridades financieras deben desplegar medidas macroprudenciales y evaluar la posibilidad de ampliar el ámbito de acción de tales herramientas para frenar el aumento del apalancamiento y contener los riesgos cada vez mayores para la estabilidad. Por ejemplo, deben introducirse o endurecerse las medidas enfocadas en los prestatarios para desacelerar el rápido crecimiento de segmentos sobrevalorados, y las pruebas de estrés de los bancos deben presuponer niveles más altos de sobrevaloración de los activos. Es preciso aumentar las exigencias de capital para los bancos que están más expuestos a prestatarios vulnerables, como forma de protección frente a exposiciones ya acumuladas y para incentivar a los bancos a conceder nuevos préstamos a sectores de más bajo riesgo.

La regulación del sector financiero no bancario debe fortalecerse para limitar la migración de riesgos y un financiamiento excesivo en los mercados de capital. Es preciso agilizar la transición hacia una supervisión basada en los riesgos, así como armonizar la regulación de las compañías de seguro, haciendo hincapié en el capital. También se deben introducir requisitos microprudenciales más rigurosos en los segmentos con mayor apalancamiento.

Se debe abordar el sobreendeudamiento, en especial entre los prestatarios más grandes que pueden llegar a provocar shocks. Para frenar la asunción de riesgo financiero, es preciso desalentar la acumulación de más deuda con medidas que incentiven la inversión empresarial y desincentiven el financiamiento con deuda.

Las economías de mercados emergentes deben seguir aprovechando las favorables condiciones externas para acrecentar su fortaleza, lo que implica seguir mejorando las posiciones externas según sea necesario, y reducir el apalancamiento de las empresas cuando este sea elevado. Estas medidas permitirían a

las economías resistir mejor una merma en las entradas de capitales debida a la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas o una disminución del apetito de riesgo a escala mundial. De manera similar, los prestatarios de mercados fronterizos y de países de bajo ingreso deben adquirir la capacidad institucional para hacer frente a los riesgos asociados con la emisión de títulos negociables, lo que supone formular estrategias integrales de gestión de la deuda a mediano plazo. Esto les permitirá beneficiarse de mercados financieros más desarrollados y de un acceso más amplio, al tiempo que controlan los riesgos conexos.

En China, las autoridades han tomado medidas acertadas para abordar los riesgos en el sistema financiero, pero aún hay asignaturas pendientes. Las vulnerabilidades serán difíciles de resolver sin un crecimiento más pausado del crédito. Son esenciales y deben continuar las políticas recientes destinadas a mejorar la gestión del riesgo y la transparencia del sistema financiero y a reducir la acumulación de riesgos de vencimiento y de transformación de liquidez en las actividades de crédito bancario en el sistema paralelo. Sin embargo, las políticas también deben tener en cuenta las vulnerabilidades de los balances en los bancos débiles. El compromiso del gobierno de reducir el apalancamiento del sector empresarial es un hecho positivo y debe seguir siendo una prioridad dentro de un esfuerzo más amplio para proteger a la economía de un crecimiento más lento del crédito.

Aunque se ha avanzado mucho en la formulación de una política en respuesta posterior a la crisis, el progreso no es uniforme entre los distintos sectores, y aún quedan por resolver varios problemas de diseño e implementación. Para reducir al mínimo la probabilidad de otra crisis perturbadora, hay que cerciorarse de que se completen e implementen las reformas. Por otra parte, al completar el programa de reformas, las autoridades podrán evaluar de manera integral el impacto de dichas reformas y ajustar las medidas acordadas. De esta forma podrán abordar todo efecto significativo imprevisto que la implementación acumulada pudiera tener sobre la prestación de servicios financieros de importancia clave. Esto es fundamental para seguir asegurando que las reformas han cumplido su cometido y evitar el surgimiento de presiones que pretendan hacer retroceder estas medidas, lo que no haría sino aumentar la vulnerabilidad del sistema financiero.

Por último, la implementación de reformas estructurales y políticas fiscales de apoyo (como se analiza en el recuadro del escenario 1 de la edición de octubre de 2017 del informe WEO), incentivaría el crecimiento mundial y daría lugar efectos de contagio positivos en la economía, lo cual apuntalaría las iniciativas en materia de política financiera.

Deuda de los hogares y crecimiento económico

El capítulo 2 analiza las consecuencias a corto y mediano plazo que el aumento de la deuda de los hogares en las últimas décadas ha tenido en el crecimiento económico y la estabilidad financiera. El capítulo documenta grandes diferencias en los coeficientes de deuda de los hogares/PIB en los distintos países, aunque todos presentan una trayectoria común al alza que la crisis financiera mundial moderó pero no revirtió. En las economías avanzadas, salvo contadas excepciones, la relación deuda de hogares/PIB aumentó gradualmente, de 35% en 1980 a alrededor de 65% en 2016, y ha mantenido esta tendencia desde la crisis financiera mundial, aunque más lentamente. En las economías de mercados emergentes, esa relación es aún mucho más baja, pero aumentó relativamente más rápido en un período más corto, de 5% en 1995 a alrededor de 20% en 2016. Más aún, el aumento ha sido en general constante en los últimos años. El capítulo muestra que existe una disyuntiva entre los beneficios que el aumento de la deuda de los hogares le reporta a corto plazo al crecimiento y el riesgo a mediano plazo para la estabilidad macroeconómica y financiera que puede desembocar en menor crecimiento, consumo y empleo y en un mayor riesgo de crisis bancarias. Cuanto más alto es el endeudamiento, más marcada es la disyuntiva, que puede atenuarse mediante una combinación

de políticas, instituciones y regulaciones sólidas, que comprende políticas para el sector financiero y macroprudenciales adecuadas, una mejor supervisión financiera, menor dependencia del financiamiento externo, tipos de cambio flexibles y menor desigualdad del ingreso.

Las condiciones financieras pueden predecir el crecimiento

La crisis financiera mundial demostró a las autoridades que las condiciones financieras ofrecen información valiosa sobre los riesgos para el crecimiento futuro y constituyen una base para la adopción de medidas preventivas específicas. En el capítulo 3 se presenta un nuevo indicador macroeconómico de estabilidad financiera que vincula las condiciones financieras a la *distribución de probabilidad* del futuro crecimiento del PIB, y lo aplica a un conjunto de 21 economías avanzadas y de mercados emergentes importantes. El capítulo demuestra que los cambios en las condiciones financieras modifican la totalidad de la distribución del crecimiento futuro del PIB. El aumento de los diferenciales (*spreads*) de riesgo, la creciente volatilidad de los precios de los activos y el decreciente apetito de riesgo a escala mundial son predictores significativos de la intensificación de los riesgos a la baja para el crecimiento a corto plazo, y los niveles más altos de apalancamiento y de crecimiento del crédito son una señal significativa de esos riesgos a mediano plazo. El actual nivel bajo de los costos de financiamiento y de la volatilidad del mercado financiero avalan una visión optimista de los riesgos para la economía mundial a corto plazo. Pero el aumento del apalancamiento es indicio de posibles riesgos más adelante, y un escenario de rápida descompresión de los *spreads* y de volatilidad podría empeorar notablemente el panorama de riesgo para el crecimiento mundial. Un análisis retrospectivo en tiempo real de la crisis financiera mundial demuestra que, de haberse incorporado las condiciones financieras en los modelos de elaboración de pronósticos, estos habrían asignado una probabilidad considerablemente mayor a la contracción económica subsiguiente que modelos basados exclusivamente en la trayectoria de crecimiento reciente. Esto confirma que el enfoque analítico expuesto en el capítulo puede ser una importante incorporación a las herramientas de supervisión macroprudencial a disposición de las autoridades.