

INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL

Las tasas más altas de inflación y de interés ponen a prueba al sistema financiero

Desde la publicación del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (informe GFSR) de octubre de 2022, ha habido un rápido aumento de los riesgos para la estabilidad financiera poniendo a prueba la resiliencia del sistema financiero internacional. Tras la crisis financiera mundial de 2008, en un contexto de tasas de interés extremadamente bajas, escasa volatilidad y abundante liquidez, los participantes del mercado aumentaron su exposición a los riesgos de liquidez, duración y crédito, a menudo recurriendo al apalancamiento financiero para potenciar las rentabilidades. Debido a estas vulnerabilidades, los riesgos para la estabilidad financiera siguen siendo elevados, como se ha señalado en ediciones anteriores de este informe.

Las quiebras repentinas de Silicon Valley Bank y Signature Bank en Estados Unidos y la pérdida de confianza del mercado en Credit Suisse —un banco europeo de importancia sistémica mundial— han sido un claro recordatorio de las dificultades que plantea la interacción entre el endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones financieras, por un lado, y el aumento de las vulnerabilidades, por el otro. Con el efecto amplificador de las nuevas tecnologías y la rápida difusión de la información en las redes sociales, lo que inicialmente parecían hechos aislados del sector bancario estadounidense no tardaron en propagarse a bancos y mercados financieros del mundo, provocando una venta masiva de activos de riesgo (gráfico ES.1). A esta se sumó una corrección significativa de las expectativas de la tasa de política monetaria, de una magnitud y escala comparables a las del Lunes Negro de 1987 (gráfico ES.2).

La respuesta contundente de las autoridades para atajar los riesgos sistémicos aplacó el nerviosismo del mercado. En Estados Unidos, los reguladores del sector bancario tomaron medidas para garantizar los depósitos no asegurados de las dos instituciones que quebraron y proporcionar liquidez adicional mediante un nuevo Programa de Financiamiento Bancario a Plazo (BTFP, por sus siglas en inglés). En Suiza, el Banco Nacional Suizo proporcionó apoyo a través de liquidez de emergencia a Credit Suisse, que posteriormente fue absorbido por el Union Bank of Switzerland (UBS) en una adquisición respaldada por el Estado. Pero la confianza del mercado sigue siendo frágil y aún persisten tensiones evidentes en varias instituciones y mercados, al tiempo que los inversionistas reevalúan la solidez del sistema financiero.

La cuestión fundamental a la que se enfrentan los participantes del mercado y las autoridades es si estos hechos recientes son un preludio de más tensión sistémica que pondrá a prueba la resiliencia del sistema financiero mundial —una señal de alerta— o simplemente una manifestación aislada de las dificultades que provoca el endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras tras más de diez años de abundante liquidez. Casi no cabe duda de que los cambios regulatorios adoptados desde la crisis financiera mundial, en especial en los bancos más grandes, han dotado al sistema financiero de mayor resiliencia en general; sin embargo, todavía preocupan las vulnerabilidades que podrían estar ocultas, no solo en los bancos sino en los intermediarios financieros no bancarios (IFNB).

En Estados Unidos, el temor de los inversionistas a las pérdidas en activos sensibles a las tasas de interés provocó una racha de ventas masivas de acciones de bancos, en especial de entidades con bases de depósitos concentradas y grandes pérdidas por ajuste a valor de mercado de ciertos activos (gráfico ES.3). En Europa, el impacto fue mayor en los bancos que cotizan con grandes descuentos respecto de su valor contable, en los cuales preocupa desde hace ya tiempo la rentabilidad y su capacidad para captar capital.

Hasta el momento, los bancos de los mercados emergentes parecen haber evitado pérdidas significativas en sus carteras de títulos, mientras que el financiamiento mediante depósitos se ha mantenido estable. El personal técnico del FMI estima que, para la mediana de los bancos en Europa, Japón y los mercados emergentes, las pérdidas no realizadas en las carteras de inversiones mantenidas hasta el vencimiento probablemente tengan un impacto moderado en los coeficientes regulatorios, aunque para algunos otros bancos ese impacto podría ser sustancial (gráfico ES.4). Dicho esto, en muchos países el nivel de cobertura de las garantías de depósito es bajo y los bancos de mercados emergentes por lo general tienen activos de menor calidad crediticia que los de economías avanzadas. A esto cabe sumar que, en líneas generales, los bancos de los mercados emergentes cumplen una función más importante en el sistema financiero que en las economías avanzadas, de modo que allí las consecuencias de deficiencias en el sector bancario podrían ser más graves.

Estos hechos nos recuerdan que el financiamiento puede desaparecer rápidamente en medio de una pérdida generalizada de confianza. Un cambio en los patrones de depósitos de las distintas instituciones podría incrementar los costos de financiamiento, y con ello limitar su capacidad para conceder crédito a la economía. Estas preocupaciones atañen sobre todo a los bancos regionales de Estados Unidos. Tras la caída reciente de las acciones del sector bancario, la capacidad de préstamo de los bancos estadounidenses podría disminuir casi un 1% el próximo año, reduciendo el PIB real en 44 puntos básicos, manteniendo el resto de condiciones fijas.

Retos futuros

Las tensiones surgidas en los mercados financieros complican la tarea de los bancos centrales en un momento en el que las presiones inflacionarias son más persistentes de lo esperado. Antes de los recientes episodios de tensión, las tasas de interés en

las economías avanzadas habían subido marcadamente y concordaban más con las comunicaciones de los bancos centrales sobre la necesidad de mantener una política monetaria restrictiva por más tiempo. Desde entonces, los inversionistas han revisado notablemente a la baja la trayectoria prevista de la política monetaria en las economías avanzadas (gráfico ES.5). Actualmente, prevén que los bancos centrales comenzarán a relajar la política monetaria mucho antes de lo esperado. Sin embargo, la inflación se ha mantenido exageradamente por encima del nivel fijado como meta.

Tras incrementar sustancialmente sus tenencias de títulos durante la pandemia, los bancos centrales han comenzado a reducir sus balances. Este proceso de normalización podría presentar desafíos para los mercados de deuda soberana en un momento en el que la liquidez es escasa en general, los niveles de deuda son elevados y la oferta adicional de deuda soberana tendrá que ser absorbida por inversionistas privados. Por ejemplo, se estima que en Estados Unidos la emisión neta de títulos del Tesoro aumentará en 2023 y 2024, al tiempo que la política de restricción cuantitativa está reduciendo la proporción de esos títulos que absorbe el balance de la Reserva Federal (gráfico ES.6).

El impacto de las condiciones monetarias y financieras más restrictivas podría verse amplificado por el apalancamiento financiero, los descalces en la liquidez de activos y pasivos y los altos niveles de interconexión dentro del sector de IFNB y con las instituciones bancarias tradicionales. Por ejemplo, con el objetivo de aumentar las rentabilidades, las compañías de seguro de vida han duplicado las inversiones ilíquidas en los últimos diez años y están recurriendo cada vez más al apalancamiento para financiar los activos ilíquidos (gráfico ES.7).

Hasta el momento, los principales mercados emergentes han gestionado de forma relativamente ordenada el fuerte endurecimiento de la política monetaria en las economías avanzadas, en parte gracias a que el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales no se ha correspondido con el grado de contracción de la política monetaria mundial. Sin embargo, podrían enfrentar grandes dificultades si las tensiones actuales en los mercados financieros no se aplacan y provocan una moderación de la toma de riesgos a escala mundial y una consiguiente salida de capitales.

Los indicadores de sostenibilidad de la deuda soberana continúan empeorando en todo el mundo, en especial en los países preemergentes y de ingreso bajo, y de estos, muchos de los más vulnerables ya soportan graves presiones. Actualmente, hay 12 títulos de deuda soberana que se negocian con diferenciales cercanos a los activos problemáticos y otros 20 con diferenciales de más de 700 puntos básicos, un nivel en el que el acceso al mercado ha sido históricamente muy difícil (gráfico ES.8).

En los mercados preemergentes, el ritmo activo de emisión de deuda se desvaneció en 2021 y cuando se reanude es posible que sea a una menor escala, debido a los problemas actuales con los incumplimientos soberanos y las vulnerabilidades macroeconómicas (gráfico ES.9). Los países de ingreso bajo se han visto muy afectados por el encarecimiento de los alimentos y la energía y su acceso al financiamiento de mercado es escaso o nulo. En estos países las condiciones de la deuda siguen siendo sumamente difíciles: más de la mitad (37 de 69) se encuentra en niveles de sobreendeudamiento o tiene alto riesgo de llegar a esos niveles.

Por su parte, los hogares acumularon niveles importantes de ahorro durante la pandemia, en parte gracias al apoyo fiscal y a la política monetaria más expansiva adoptada durante ese período. Sin embargo, hoy se enfrentan a cargas de servicio de la deuda más pesadas que erosionan sus ahorros y los dejan más vulnerables al incumplimiento de pagos. El fuerte aumento de las tasas de hipotecas residenciales ha enfriado la demanda de viviendas a escala mundial. Los precios medios de la vivienda cayeron en el 60% de los mercados emergentes en el segundo semestre de 2022, mientras que en las economías avanzadas los aumentos de precios se han desacelerado. En las economías con una mayor proporción de hipotecas de tasa variable los precios reales han registrado las mayores caídas. Los activos siguen estando sobrevalorados en muchos países, lo que aumenta el riesgo de una corrección drástica de precios si las tasas de interés suben con rapidez (gráfico ES.10).

Ha aumentado la preocupación por las condiciones en el mercado inmobiliario comercial, que ha estado sometido a presión debido al deterioro de los fundamentos económicos y el encarecimiento de los costos de financiamiento. En Estados Unidos, los bancos con activos totales inferiores a USD 250.000 millones concentran aproximadamente las tres cuartas partes de los préstamos bancarios al mercado inmobiliario comercial, de modo que un deterioro en la calidad de los activos repercutiría considerablemente, no solo en su rentabilidad sino en el interés de los bancos por conceder préstamos. Asimismo, los IFNB tienen una función importante en los mercados de fideicomisos de inversión inmobiliaria (REIT, por sus siglas en inglés) y de títulos respaldados por hipotecas comerciales, de modo que las tensiones en el mercado inmobiliario comercial acarrearán consecuencias más amplias, tanto para la estabilidad financiera como para el crecimiento económico. A escala mundial, las transacciones han disminuido un 17% respecto del año anterior, y los REIT han registrado correcciones de precios de hasta 20%. Las pérdidas han sido especialmente elevadas en el sector de oficinas, en vista de la poca demanda y de las bajas tasas de ocupación por la coyuntura posterior a la pandemia.

Entre las empresas, las tasas de incumplimiento se han mantenido en niveles bajos, pues las abultadas reservas de efectivo acumuladas durante la pandemia le han permitido al sector amortiguar los efectos financieros (gráfico ES.11). Sin embargo, la disminución de las ganancias de las empresas y el endurecimiento de las condiciones financieras han comenzado a erosionar estas reservas, y esto podría dar lugar a dificultades de pago más adelante y exponer a las empresas a situaciones de incumplimiento. Las pequeñas empresas y las empresas de mercados emergentes probablemente se vean más perjudicadas por la falta de fuentes de financiamiento distintas de los préstamos bancarios, cuyas normas de concesión ya han comenzado a endurecerse.

Continúa la atonía en el mercado de la vivienda de China a pesar de la reapertura de su economía. Si bien las condiciones de financiamiento han mejorado para algunos promotores inmobiliarios, los compradores de viviendas siguen evitando comprar a promotores privados más débiles, lo que pone de manifiesto los escasos avances logrados para restablecer la confianza en el mercado de la vivienda en sentido más amplio. Durante 2022 se agudizaron las preocupaciones acerca de la sostenibilidad de la deuda de vehículos financieros de gobiernos locales, que participan de forma intensiva en el mercado inmobiliario; como la deuda estimada de estos vehículos ronda el 50% del PIB de China, si empeora el sobreendeudamiento de estos vehículos, algunos bancos podrían sufrir grandes pérdidas, en especial en las regiones de ingreso bajo con niveles más altos de deuda pública local y abultadas existencias de viviendas no acabadas (gráfico ES.12).

El capítulo 2 se centra en los IFNB, que tienen una interconexión cada vez mayor con los bancos y otras instituciones financieras en el sistema financiero mundial (gráfico ES.13). Mediante estudios de casos se demuestra que las tensiones en los intermediarios financieros no bancarios normalmente aparecen en contextos caracterizados por altos niveles de apalancamiento, escasa liquidez y altos niveles de interconexión, y que pueden traspasar jurisdicciones, incluso hacia mercados emergentes y economías en desarrollo. Estas vulnerabilidades pueden acentuarse en la coyuntura actual de alta inflación, en la cual el suministro de liquidez para fines de estabilidad financiera es más complicado, incluso desde el punto de vista de las comunicaciones del banco central.

En el capítulo 3 se documenta la forma en que las crecientes tensiones geopolíticas entre las principales economías podrían elevar los riesgos para la estabilidad financiera debido a una mayor fragmentación financiera y económica en el mundo, y cómo esto podría afectar negativamente la distribución internacional del capital (gráfico ES.14). Este escenario podría provocar una reversión repentina de los flujos de capital y poner en peligro la estabilidad macrofinanciera al incrementar los costos de financiamiento de los bancos. Estos efectos probablemente serán más pronunciados para los mercados emergentes y los bancos con coeficientes de capitalización más bajos. La fragmentación también podría exacerbar la volatilidad macrofinanciera, al reducir la diversificación internacional del riesgo, en particular en los países con niveles bajos de reservas externas.

Recomendaciones en materia de políticas

Los niveles más altos de inflación y las crecientes tasas de interés están poniendo a prueba el sistema financiero en un momento en que la inflación en muchas jurisdicciones se mantiene de forma inquietante por encima de las metas de los bancos centrales. Las tensiones surgidas en los mercados financieros están complicando la tarea de las autoridades monetarias. Las herramientas disponibles para hacer frente a los riesgos de estabilidad financiera deberían ayudar a los bancos centrales a separar los objetivos de la política monetaria de los objetivos de estabilidad financiera, de modo que puedan continuar endureciendo la política monetaria para combatir las presiones inflacionarias.

Si las tensiones financieras se intensifican considerablemente y se convierten en una amenaza para la solidez del sistema financiero en un contexto de alta inflación, podrían plantearse disyuntivas entre los objetivos relativos a la inflación y los relativos a la estabilidad financiera. La comunicación clara de los objetivos y las funciones de reacción de los bancos centrales será fundamental para evitar incertidumbre innecesaria. Las autoridades deben actuar con celeridad para impedir un acontecimiento sistémico que pueda menoscabar la confianza del mercado en la resiliencia del sistema financiero mundial. En el caso de que fuera necesario modificar la orientación de la política monetaria para apuntalar la estabilidad financiera, las autoridades deben comunicar claramente que siguen resueltas a lograr que la inflación retorne lo antes posible al nivel fijado como meta una vez que hayan remitido las tensiones financieras.

Las recientes turbulencias en el sector bancario han puesto de manifiesto las fallas en las prácticas internas de gestión de los riesgos de tasas de interés y de liquidez en los bancos, así como errores en la supervisión. Los organismos de supervisión deben garantizar que los bancos cuenten con mecanismos de gestión de gobierno empresarial y gestión de riesgos acordes con su perfil de riesgo, lo que incluye la vigilancia de los riesgos por parte de los directorios y la capacidad e idoneidad de las pruebas de estrés sobre liquidez y capital. En cuanto a los IFNB, las autoridades deben subsanar las deficiencias de los datos, incentivar prácticas adecuadas de gestión del riesgo, establecer regulaciones adecuadas e intensificar la supervisión.

A fin de contener los riesgos para la estabilidad financiera, es fundamental contar con requisitos mínimos de capital y de liquidez adecuados, incluso para instituciones más pequeñas que, individualmente, no se consideran de importancia sistémica. Las normas prudenciales deben garantizar que los bancos cuenten con capital para hacer frente al riesgo de tasa de interés y para protegerse de pérdidas ocultas que podrían materializarse abruptamente en caso de shocks de liquidez. En el entorno actual de inflación persistente y de altas tasas de interés, las autoridades deben prestar especial atención a la clasificación de los activos bancarios y a las provisiones, así como a las exposiciones a riesgos de tasa de interés y de liquidez.

Las medidas de apoyo a la liquidez de los bancos centrales deben abordar los problemas de liquidez, no de solvencia. Estos últimos incumben a las autoridades fiscales (o de resolución) pertinentes. Debe proporcionarse liquidez a las contrapartes obligadas por las regulaciones y los organismos de supervisión a internalizar el riesgo de liquidez (el «palo»), de modo que los bancos centrales solo tengan que intervenir para hacer frente a los riesgos de liquidez sistémica (la «zanahoria»). Una parte significativa del riesgo debe permanecer en el mercado («seguro parcial») a fin de reducir a un mínimo el riesgo moral, y las intervenciones deben tener una fecha de finalización bien definida, para que las fuerzas del mercado vuelvan a actuar libremente una vez que se hayan disipado las tensiones agudas.

Algunas de las respuestas recientes de las autoridades hacen pensar que es preciso seguir trabajando en el programa de reforma de los mecanismos de resolución para mejorar las probabilidades de resolución de bancos de importancia sistémica sin necesidad de poner en riesgo fondos públicos. La absorción de pérdidas por parte de accionistas y tenedores de otros instrumentos de capital es un hecho positivo, pero lograr que se absorban más pérdidas entre las distintas categorías de acreedores antes de poner en

riesgo fondos públicos está resultando ser una tarea más difícil. La comunidad internacional tendrá que hacer un balance de estas experiencias y sacar conclusiones sobre la eficacia de las reformas de los mecanismos de resolución tras la crisis financiera mundial.

Según el Marco Integrado de Políticas del FMI, las intervenciones en el mercado cambiario pueden ser adecuadas en caso de mercados cambiarios ilíquidos, descalces en las partidas del balance y un débil anclaje de las expectativas de inflación, siempre que las reservas sean suficientes y que la intervención no menoscabe la credibilidad de las políticas macroeconómicas ni sustituya los ajustes que resulten necesarios. En caso de crisis inminentes, las medidas relativas a restringir las salidas de capital pueden ser una opción para aliviar las presiones de salida, pero deben formar parte de un programa de políticas integrales que aborden los desequilibrios macroeconómicos subyacentes y han de discontinuarse una vez que hayan cedido las condiciones de crisis.

Los prestatarios soberanos de economías en desarrollo y mercados preemergentes deben redoblar sus esfuerzos para contener los riesgos asociados a las elevadas vulnerabilidades derivadas de su deuda, comunicándose sin dilación con los acreedores y recurriendo a la cooperación multilateral y el apoyo de la comunidad internacional. La promulgación de planes de consolidación fiscal viables a mediano plazo podría ayudar a contener los costos de endeudamiento y a aliviar inquietudes acerca de la sostenibilidad de la deuda. En los países que están próximos a situaciones de sobreendeudamiento, los acreedores bilaterales y del sector privado deben coordinar una reestructuración preventiva, usando el Marco Común del G20, cuando corresponda.

Durante episodios de estrés, quizá resulte necesario brindar a las instituciones financieras no bancarias acceso directo a la liquidez del banco central, pero adoptando insoslayablemente los debidos mecanismos de protección. La vigilancia, la regulación y la supervisión firmes de los IFNB son fundamentales como primera línea de defensa. Si la estabilidad financiera se ve amenazada, pueden considerarse mecanismos adecuados para cada situación que permitan a los bancos centrales brindar apoyo de liquidez a las instituciones financieras no bancarias —tales como operaciones discrecionales en todo el mercado, servicios permanentes de préstamo o mecanismos de prestamista de última instancia—, pero ese apoyo ha de formularse tomando precauciones para evitar el riesgo moral.

Las autoridades deben destinar recursos a evaluar, gestionar y mitigar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de las crecientes tensiones geopolíticas. Es posible que las instituciones financieras tengan que mantener colchones de liquidez y de capital adecuados para mitigar los riesgos geopolíticos. Las autoridades también deben garantizar que la red mundial de seguridad financiera se adecua. En vista de los importantes riesgos para la estabilidad macrofinanciera mundial, deben redoblarse los esfuerzos para reducir las tensiones geopolíticas y la fragmentación económica y financiera.

Los gráficos pueden consultarse en la versión en inglés del Resumen ejecutivo y el informe íntegro aquí:

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>