

RESUMEN GENERAL

La estabilidad financiera ha mejorado

1. La estabilidad financiera ha continuado afianzándose desde la edición de octubre de 2016 del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial (Global Financial Stability Report, o informe GFSR)*. La actividad económica ha cobrado ímpetu, como se explica en la edición de abril de 2017 de *Perspectivas de la economía mundial (informe WEO)*, en medio de condiciones monetarias y financieras que, en términos generales, son acomodaticias, lo cual ha suscitado expectativas reflacionarias. Las tasas de interés a más largo plazo han subido, contribuyendo a las utilidades de bancos y empresas de seguros. El alza de los precios de muchos activos refleja un mayor optimismo en torno a las perspectivas. En Estados Unidos, los mercados de acciones tocaron máximos históricos en marzo, empujados por inversionistas que abrigan expectativas de reforma tributaria, gasto en infraestructura y repliegue de la regulación financiera. Fuera de Estados Unidos, los mercados también experimentaron una suba sostenida durante los últimos seis meses, en parte gracias a las expectativas de revigorización del crecimiento y al aumento de los precios de las materias primas. Al mismo tiempo, las primas por riesgo y la volatilidad han disminuido.

2. ¿Se justifica tanto optimismo? Para alcanzar un nivel de crecimiento más alto y sustentar la mejora de las condiciones financieras, las autoridades tendrán que adoptar una constelación de políticas adecuada, que deben apuntar a 1) reforzar la toma de riesgos económicos, especialmente en Estados Unidos, a través de medidas que estimulen el producto potencial, promuevan la inversión empresarial y eviten riesgos para la estabilidad financiera; 2) subsanar los desequilibrios internos y externos para incrementar la fortaleza de las economías de mercados emergentes; y 3) responder de manera más proactiva a las cuestiones estructurales de larga data que se plantean en los sistemas bancarios europeos.

La incertidumbre en torno a las políticas constituye un riesgo a la baja crítico

3. La gran incertidumbre que rodea a las políticas y a la política en el mundo entero genera nuevos riesgos para la estabilidad financiera. En Estados Unidos, si las reformas tributarias y la desregulación anunciadas generan trayectorias de crecimiento y de deuda menos favorables de lo esperado, las primas por riesgo y la volatilidad podrían dispararse, comprometiendo la estabilidad financiera. Un giro hacia el proteccionismo en las economías avanzadas podría enfriar el crecimiento y el comercio mundial, entorpecer los flujos de capital y empañar el optimismo de los mercados. En Europa, las tensiones políticas, sumadas a la falta de avance de los esfuerzos por corregir los problemas estructurales de los sistemas bancarios y a los elevados niveles de endeudamiento, podrían reavivar las inquietudes en torno a la estabilidad financiera. La posibilidad de un repliegue generalizado de las regulaciones financieras —o la pérdida de cooperación internacional— podría contrarrestar los avances logrados con tanto esfuerzo en el ámbito de la estabilidad financiera. Hasta el momento, los mercados han adoptado una actitud relativamente despreocupada ante estos

riesgos a la baja, lo cual hace pensar que podrían revalorarlos rápidamente en caso de que las políticas resultaran decepcionantes.

¿Poseen las empresas estadounidenses la fuerza suficiente para acelerar la expansión sin generar riesgos?

4. Las políticas que está estudiando el nuevo gobierno estadounidense en los ámbitos de la reforma tributaria y la desregulación podrían tener un impacto significativo en el sector empresarial. Para que esas políticas surtan efecto y estimulen la toma de riesgos económicos se necesitan balances empresariales sanos. Muchas empresas no financieras de hecho poseen balances que les permitirían expandir la inversión, y la reducción de su carga tributaria podría tener un impacto positivo en sus flujos de caja. Pero, a su vez, las reformas podrían promover la asunción de riesgos financieros y, en algunos sectores, exacerbar un apalancamiento de por sí elevado. Los sectores que más han invertido son los que más apalancados están y sus vulnerabilidades se agravarían si se endeudaran más para financiar nuevas inversiones. En un contexto de crecientes primas por riesgo a escala mundial, el aumento del apalancamiento podría acarrear consecuencias negativas para la estabilidad; los activos de las empresas con una capacidad de servicio de la deuda particularmente baja podrían ascender a cerca de USD 4 billones, lo cual representa casi una cuarta parte de los activos empresariales en cuestión.

Las economías de mercados emergentes enfrentan momentos difíciles en los mercados mundiales

5. Las economías de mercados emergentes siguen fortaleciéndose al reducir el apalancamiento empresarial y mitigar las vulnerabilidades externas. Se prevé que su crecimiento continuará afianzándose gracias al avance de los exportadores de materias primas y a los efectos de contagio positivos para el crecimiento que generarían las economías avanzadas. Aun así, los riesgos globales para la estabilidad financiera siguen siendo elevados, ya que la incertidumbre que rodea a las medidas de política y a la situación política a nivel mundial están abriendo nuevos canales de transmisión de efectos de contagio negativos. Un cambio de actitud repentino en los mercados o un giro internacional hacia políticas proteccionistas aislacionistas podría desencadenar nuevamente las salidas de capital y opacar las perspectivas de crecimiento, poniendo a prueba la fortaleza de estas economías.

6. Los países con estrechos lazos financieros y comerciales internacionales podrían verse especialmente afectados por condiciones financieras mundiales más restrictivas o por medidas desfavorables en el terreno del comercio internacional. Estos riesgos podrían exacerbar las vulnerabilidades que ya aquejan al sector empresarial y sumar USD 130.000 millones a USD 230.000 millones a la deuda en peligro de las empresas más frágiles. Un cambio brusco de las actuales condiciones externas propicias podría acentuar los riesgos en los países cuyos bancos más débiles tienen dificultades para mantener la calidad de los activos y provisionarse debidamente frente a carteras en mora tras prolongados booms crediticios.

7. China enfrenta crecientes riesgos para la estabilidad financiera, dado que el crédito continúa su rápido ascenso. Los activos bancarios representan ahora más del triple del PIB nacional, y otras instituciones financieras no bancarias también han incrementado su exposición crediticia. Muchas instituciones financieras mantienen una dependencia excesiva del financiamiento mayorista, con considerables desequilibrios entre activos y pasivos y elevados riesgos de liquidez y de crédito. La turbulencia que experimentaron hace poco los mercados de dinero ilustra las vulnerabilidades que persisten en el sistema chino, que es cada vez más grande, opaco e interconectado.

Los sistemas bancarios europeos deben hacer frente a los problemas estructurales

8. El sector bancario europeo progresó de manera considerable en los últimos años, y el optimismo en torno a una aceleración cíclica de las economías avanzadas ha empujado al alza los precios de las acciones de la banca europea. Sin embargo, como lo señala la última edición del informe GFSR, es poco probable que una recuperación cíclica baste por sí sola para restablecer las utilidades de los bancos aquejados por una debilidad persistente. Aunque muchos bancos enfrentan una situación difícil en ese aspecto, los bancos nacionales, que son los más expuestos a la economía de cada país, se encuentran en condiciones particularmente duras: en 2016, casi tres cuartas partes generaron escasa rentabilidad (definida como un rendimiento del capital inferior a 8%). Este informe examina las características estructurales sistémicas que están exacerbando los retos para la rentabilidad. Uno de esos retos es la bancarización excesiva, que varía en grado y naturaleza según el país. Entre los ejemplos cabe mencionar los sistemas bancarios con un nivel de activos elevado en relación con la economía, con una cola de bancos larga y débil, o con demasiados bancos con intereses regionales o estrechos. Estas características pueden traducirse en una falta de oportunidades de crédito o un elevado número de sucursales en relación con los activos del sistema bancario, lo cual añade costos y reduce las eficiencias operacionales. Aunque se están tomando medidas para solucionar las dificultades de rentabilidad, es necesario progresar más para subsanar la bancarización excesiva en los países que enfrentan mayores retos.

9. Las dificultades con ramificaciones a lo largo y a lo ancho de todo el sistema no solo constituyen un problema dentro de los respectivos países, sino que también pueden afectar a la rentabilidad de los grandes bancos de importancia sistémica en Europa. Para algunos, mantenerse a la par de la competencia internacional no es tarea fácil, algo que en ciertos casos quizá se deba en parte a los problemas de rentabilidad dentro del país de origen. Hasta que no se subsanen estos impedimentos estructurales, es poco probable que una simple reestructuración de los modelos de negocio genere suficiente rentabilidad. Si la situación no se resuelve, la combinación de escasas utilidades, falta de acceso al capital privado y elevada morosidad impedirá la recuperación y podría reavivar los riesgos sistémicos.

Es crucial dar con la combinación adecuada de políticas

10. Para preservar y aprovechar las mejoras logradas en términos de la estabilidad y las expectativas de los mercados, las autoridades tendrán que desplegar esfuerzos concertados y

cuidadosos a nivel nacional e internacional. Deberán calibrar la combinación de políticas para reforzar la trayectoria del crecimiento incluyente a largo plazo, evitando caer en políticas aislacionistas que son políticamente convenientes pero, en última instancia, contraproducentes. En Estados Unidos, las autoridades deberían vigilar atentamente el aumento del apalancamiento y el deterioro de la calidad del crédito. Los reguladores deberían anticiparse a abordar la asunción excesiva de riesgos financieros. Se deberían adoptar medidas prudenciales y de supervisión si las políticas de estímulo conducen a un aumento de la inversión financiada con deuda y a una agudización de las vulnerabilidades empresariales. Las reformas tributarias que reducen los incentivos de financiamiento con deuda podrían ayudar a atenuar los riesgos de que el apalancamiento aumente más e incluso a alentar a las empresas a reducir el apalancamiento que cuenta con ventajas tributarias.

11. En Europa se necesitan nuevas medidas para subsanar las dificultades irresueltas y las relativas a la rentabilidad bancaria. Los bancos son los principales responsables de generar beneficios sostenibles solucionando los problemas de sus modelos de negocios a través de la consolidación, la racionalización de sucursales y la inversión tecnológica para aumentar la eficiencia a mediano plazo. Resulta alentador constatar que los supervisores están haciendo cada vez más hincapié en el examen de los modelos de negocio de los bancos dentro de sus marcos de actividad. Para encontrar los eslabones débiles de los sistemas bancarios que tienen activos de una calidad significativamente problemática, podrían plantearse la posibilidad de evaluaciones focalizadas en las instituciones que aún no las hayan organizado. Acto seguido, los reguladores deberían tomar medidas para resolver las instituciones no viables y así eliminar el exceso de capacidad. Las autoridades, a su vez, deberían concentrarse en eliminar los impedimentos sistémicos a la rentabilidad, abordando la cuestión de los préstamos en mora y elaborando marcos que permitan acelerar la recuperación.

12. Las economías de mercados emergentes deberían abordar las vulnerabilidades internas para reforzar la fortaleza ante shocks externos. Deberían procurar preservar la estabilidad financiera tomando nuevas medidas para afianzar la supervisión y la gestión de las instituciones bancarias, manteniendo al mismo tiempo un buen conjunto de instrumentos macroprudenciales. Los reguladores del sector bancario deberían vigilar de cerca las vulnerabilidades en los países con elevadas posiciones netas en divisas o grandes desequilibrios de vencimientos en las carteras en moneda extranjera. Las autoridades deberían centrarse en mejorar la salud del sector empresarial y el sistema bancario tomando medidas proactivas para vigilar y mitigar las vulnerabilidades y potenciar los mecanismos de reestructuración. En China, donde las autoridades han reconocido la necesidad urgente de desapalancar el sistema financiero y adoptado importantes medidas correctivas, la atención de los supervisores debería estar puesta en los riesgos incipientes de la banca, especialmente en el rápido aumento de los activos de las instituciones más pequeñas, el creciente uso del financiamiento mayorista y los riesgos que generan las conexiones entre los productos de la banca paralela y los mercados interbancarios. Con todo, para evitar estallidos de inestabilidad en los mercados —y en última instancia, la inestabilidad macroeconómica—, se necesitarán

medidas para solucionar la tensión que representa para la política económica el deseo de mantener un alto nivel de crecimiento y la necesidad de desapalancamiento.

13. El programa de reforma que se puso en marcha después de la crisis ha afianzado la supervisión del sistema financiero, incrementado los márgenes de capital y liquidez individuales de las instituciones, y reforzado la cooperación entre los reguladores. Toda propuesta de repliegue de la regulación debe ser estudiada con precaución. La regulación no está exenta de costos, pero tampoco lo está su eliminación; el costo de debilitar las normas regulatorias es la agudización de los riesgos para la estabilidad financiera. La decisión de abandonar sin coordinación o de manera unilateral regulaciones mutuamente establecidas podría conducir a una fragmentación financiera y reavivar la carrera de mínimos en el ámbito regulatorio. Es vital llevar a buen término el programa de reformas regulatorias para eliminar puntos débiles y mitigar la incertidumbre. Aunque hay margen para evaluar el impacto y las consecuencias imprevistas de las reformas, eso no debería echar atrás las amplias mejoras logradas, que imprimieron más fortaleza al sistema financiero internacional.

14. Este informe también incluye dos capítulos temáticos que analizan las implicaciones a largo plazo del bajo nivel de las tasas de crecimiento y de las tasas de interés para la intermediación financiera, y la medida en que las autoridades nacionales pueden ejercer influencia en las condiciones financieras internas en un mundo financieramente integrado.

Un prolongado período de bajas tasas de crecimiento y bajas tasas de interés complicaría la intermediación financiera

15. Las economías avanzadas han experimentado un episodio prolongado de bajas tasas de interés y bajas tasas de crecimiento desde la crisis financiera internacional. Desde una perspectiva a más largo plazo, las tasas de interés reales experimentaron una caída sostenida en el curso de las últimas tres décadas. A pesar de indicios recientes que apuntan a un aumento de los rendimientos a largo plazo, sobre todo en Estados Unidos, la experiencia de Japón lleva a pensar que la salida inminente y permanente del entorno de tasas de interés bajas no está necesariamente garantizada, máxime teniendo en cuenta el predominio de factores estructurales que evolucionan con lentitud, como el envejecimiento de la población en muchas economías avanzadas. El capítulo 2 analiza el impacto que podría tener a largo plazo un nivel persistentemente bajo de tasas de crecimiento y de tasas de interés reales y nominales para los modelos de negocio de bancos, aseguradoras y fondos de pensiones, así como para los productos que ofrece el sector financiero. La conclusión es que las curvas de rendimiento probablemente se aplanarían, erosionando la rentabilidad de los bancos — especialmente de las instituciones más pequeñas y menos diversificadas que se financian con depósitos— y creando dificultades prolongadas para las empresas de seguros de vida y los fondos de pensiones con prestaciones definidas. Si las tasas de los depósitos bancarios no pueden bajar (significativamente) de cero, los beneficios de la banca se comprimirían aún más. Las instituciones más pequeñas y menos diversificadas que se financian con depósitos serían las más afectadas. Los bancos buscarían nuevas fuentes de rendimiento, lo cual

generaría nuevos riesgos para la estabilidad financiera en los mercados de origen y de destino.

16. A nivel más general, un entorno marcado por tasas de interés persistentemente bajas e influenciado por el envejecimiento de la población, una longevidad cada vez mayor y una productividad estancada podría alterar la naturaleza misma de la intermediación financiera. Por ejemplo, la demanda de crédito probablemente bajaría, y lo opuesto ocurriría con la demanda de servicios transaccionales. Por lo tanto, en las economías avanzadas los modelos de negocio bancario podrían evolucionar hacia servicios utilitarios sujetos a comisión. Los cambios demográficos también estimularían la demanda de servicios de atención de la salud y de cuidado prolongado, y el magro rendimiento de los activos aceleraría la transición hacia planes de pensiones privados con contribuciones definidas. Mermaría la demanda de productos de ahorro a largo plazo con garantía de rentabilidad que ofrecen las aseguradoras, y aumentaría la de los fondos de índices pasivos que venden los administradores de activos. Las políticas podrían ayudar a facilitar la adaptación a ese entorno. En general, se necesitarían marcos prudenciales para generar incentivos a favor de la estabilidad a más largo plazo, en lugar de caer presa de los llamados a la desregulación para aliviar los inconvenientes a corto plazo.

Las dificultades de las autoridades para manejar bien las condiciones financieras nacionales en un contexto de mayor integración financiera internacional

17. El capítulo 3 muestra que los países pueden mantener su influencia en las condiciones financieras internas dentro del marco de un sistema financiero mundialmente integrado. Aunque el avance de la integración financiera puede complicar el manejo de las condiciones financieras nacionales, no necesariamente acarrea una pérdida del control. El capítulo presenta índices propios de las condiciones financieras que permiten comparar un amplio conjunto de economías avanzadas y de mercados emergentes. La conclusión es que las condiciones financieras mundiales explican de 20% a 40% de la variación de las condiciones financieras de cada país, con diferencias notables entre las economías. Sin embargo, la importancia de este factor mundial no parece haberse acentuado mucho en las últimas dos décadas.

18. A pesar del impacto significativo que producen los shocks financieros internacionales, los países parecen ser capaces de moldear sus propias condiciones financieras para lograr sus objetivos, sobre todo a través de la política monetaria. Ahora bien, como las condiciones financieras internas sufren reacciones pronunciadas y rápidas ante los shocks financieros internacionales, los países pueden tener dificultades para desplegar a tiempo políticas de respuesta. Las economías de mercados emergentes, que son más sensibles a las condiciones financieras mundiales, deberían prepararse para afrontar condiciones financieras externas más difíciles. Los gobiernos pueden promover la profundización financiera interna para poder resistir mejor los shocks financieros internacionales. En particular, formar una comunidad de inversionistas locales y promover la profundidad y

liquidez de los mercados de renta fija y variable puede ayudar a amortiguar el impacto de esos shocks.