

## FOCUS · Estabilidad financiera global: de la liquidez al crecimiento

A principios de abril, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó su informe semestral sobre los riesgos que amenazan la estabilidad financiera global (GFSR, por sus siglas en inglés). La valoración de conjunto no sufre grandes variaciones respecto a octubre de 2013, pero se percibe un leve sesgo en sentido favorable. Los principales ámbitos de mejora corresponden a los países avanzados. La institución lanza un mensaje optimista, en nuestra opinión de manera justificada, al reconocer los notables avances alcanzados en la reconducción de la crisis de deuda soberana en la eurozona, el saneamiento de su sector bancario y la construcción de la unión bancaria. Para EE. UU. destaca la clarificación, aunque sea incompleta, del panorama fiscal, así como la ausencia de tensiones graves tras el inicio efectivo del *tapering* por parte de la Fed. En adelante, el principal factor que identifica el Fondo es, precisamente, el reto que supondrá para los mercados internacionales la progresiva transición hacia un nuevo régimen de liquidez global. En su papel de guardián, pone el foco en dos áreas débiles que a continuación comentaremos. Una que ya ha dado problemas: los mercados emergentes. Otra que puede estar gestándolos: los mercados de bonos corporativos en el propio EE. UU. La clave para evitar nuevos episodios de inestabilidad es que la mejora del crecimiento económico (con sus efectos positivos sobre las rentas y la solvencia) tome el relevo de la liquidez como pilar de apoyo de los mercados.

El Fondo considera que las vulnerabilidades de las economías emergentes se han visto acrecentadas y enumera los puntos que requieren mayor atención. Uno, la rápida expansión del crédito y los crecientes niveles de endeudamiento corporativo. Las empresas con mayor apalancamiento pueden tener dificultades a la hora de atender los pagos del servicio de su deuda, máxime si los tipos de interés derivan al alza. No obstante, creemos que este punto debe relativizarse si atendemos a los niveles medios de endeudamiento del bloque emergente, que se sitúan considerablemente por debajo de los observados en las economías avanzadas. Dos, la creciente proporción de deuda externa y en divisa extranjera sobre la deuda total. Esta circunstancia aumenta la vulnerabilidad ante posibles vaivenes en el apetito global por el riesgo, lo que reactivaría la salida de capitales. Sin embargo, existen herramientas macroprudenciales para combatir esta debilidad. Tres, la persistencia de desequilibrios macroeconómicos (déficit de cuenta corriente, déficit público y/o inflación) en algunos países. Afortunadamente, buena parte de ellos (por ejemplo, la India e Indonesia) están adoptando medidas encaminadas a corregirlos. Asimismo, el compromiso reformista es firme en la mayoría de casos, lo que propicia la discriminación de los inversores entre este heterogéneo grupo de países, por lo que consi-

deramos que los riesgos de un episodio de inestabilidad financiera con afectación sistémica son limitados.

El informe también señala que el entorno de liquidez superabundante generado por la Fed ha facilitado el sobrecalentamiento de algunas parcelas de los mercados de capitales en EE. UU. Hay diversos síntomas de ello, tanto en términos de cotizaciones elevadas (primas de riesgo reducidas) como volúmenes récord de emisión. El bajo nivel de los tipos de interés de los activos seguros ha empujado a muchos inversores a la búsqueda de rentabilidad en instrumentos con elevado riesgo, tales como los bonos *high yield*, bonos PIK (*payment-in-kind*), los *covenant-lite loans* y, nuevamente, las CLO (*collateralized loan obligations*). El FMI hace bien en advertir de este desarrollo. Hoy por hoy no es alarmante, pero las autoridades monetarias y macroprudenciales estadounidenses deben vigilar que no se agudice. De hecho, resulta tranquilizador constatar que ya lo hacen, e incluso han tomado alguna medida al respecto. En nuestra opinión, la consolidación de una senda de crecimiento sostenido en el bloque avanzado, con una posición destacada para EE. UU., acompañada de continuidad en la retirada progresiva de las medidas extraordinarias de liquidez de la Fed, supone efectivamente un escenario robusto ante el riesgo de turbulencias en este mercado.

### Mapa de riesgos globales

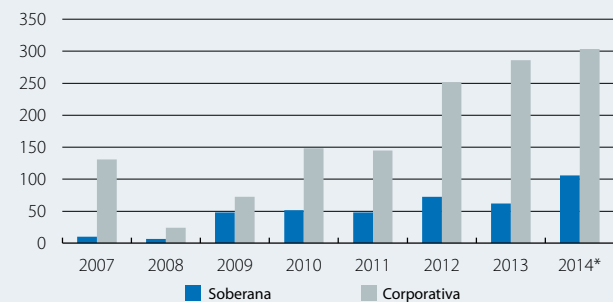
GFSR abril 2014



**Nota:** Mayor distancia al centro indica mayores riesgos, condiciones monetarias y financieras más laxas y mayor apetito por el riesgo.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

### Países emergentes: emisión neta de bonos

(Miles de millones de dólares)



**Nota:** \* Datos actualizados a 24 de marzo de 2014.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Global Financial Stability Report (FMI).