



«El endeudamiento de las familias en las economías avanzadas contrasta con la historia reciente, con la excepción de la eurozona.»

# Vulnerabilidades, también financieras

Hemos llegado del verano con más inquietud de la que nos fuimos. Nos ha sorprendido más de lo que ya estábamos la evolución de la curva de tipos de interés, el descenso de su nivel, pero no menos su pendiente. La gran cuestión es si el mensaje asociado a la misma es el principal aval o uno más de los que anticipan la cercanía de una recesión en algunas economías avanzadas, o en el conjunto de la economía mundial. Hemos conocido que una tercera parte de los bonos públicos de las economías desarrolladas y de aquellos que tienen «investment grade» ofrecen rendimientos negativos.

En estas andábamos cuando [una de las entradas del siempre sugerente IMFBlog](#) nos aportaba el mapa que aparece más abajo de los puntos considerados vulnerables en la escena financiera internacional. Entendiendo por vulnerabilidad financiera «un área de debilidad que puede amplificar y extender un shock económico inesperado, aumentando el nivel de riesgo del sistema financiero». Para hacernos a la idea, los autores del blog nos invitan a imaginar el impacto de un terremoto sobre una casa construida en la arena, en oposición a la que estuviera cimentada sobre una roca. Los elevados niveles de deuda o la insuficiente cobertura de los factores de riesgo de las instituciones, como el cambiario o el asociado a los vencimientos de sus exposiciones,

serían ejemplos de convulsiones, de riesgos en los cimientos.

El nivel de endeudamiento de las empresas estadounidenses, por ejemplo, es una de esas vulnerabilidades. Tanto más significativa cuanto mayor es el número de inversores en los instrumentos representativos de la misma y, además, menor es la calidad crediticia de aquellas.

El gráfico colorea la escala en cinco niveles, desde el más bajo (gris oscuro) al mayor (rojo) para seis sectores y cinco grupos de países o regiones. Su construcción se ha basado en múltiples indicadores que se remontan a décadas atrás. En el anexo al Global Financial Stability Report de abril de este año aparecen los detalles. Diversas conclusiones podemos deducir del mismo, algunas de cosecha propia, adicionales a las que destacaba el FMI en abril pasado.

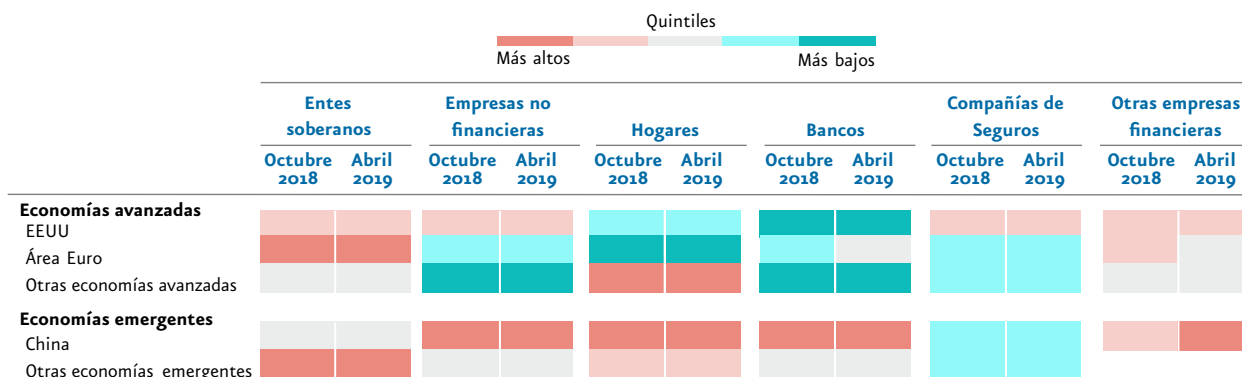
La más genérica, pero no la menos importante, es que esas vulnerabilidades se encuentran en niveles históricamente elevados en diversos sectores. Uno de ellos es la deuda pública de la eurozona, pero también la de EE.UU. y algunas economías emergentes. Preocupa especialmente en aquellos países en los que una parte significativa de los bonos públicos se encuentra en los balances de los bancos. El endeudamiento de las familias en las economías avanzadas también contrasta con la historia reciente, con la excepción precisamente de la eurozona. Las que afectan a China se extienden por va-

EMILIO ONTIVEROS es presidente de Afi y catedrático emérito de la UAM.

Twitter: @ontiverosemilio

## PUNTOS DÉBILES

Las vulnerabilidades son históricamente elevadas. Suelen amplificar el impacto de los shocks desfavorables y pueden agravar los riesgos para la estabilidad financiera.



Fuente: Banco de Pagos Internacionales; Banco de Japón; Bloomberg Finance L.P.; China Insurance Regulatory Commission; Banco Central Europeo; Haver Analytics; FMI, base de datos de indicadores de la solidez financiera; S&P Global Market Intelligence; S&P Leveraged Commentary and Data; WIND Information Co.; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En el caso de los hogares, el coeficiente de servicio de la deuda de las economías de mercados emergentes está basado en todas las empresas no financieras privadas. Otras economías avanzadas de importancia sistemática son Australia, Canadá, Dinamarca, Japón, Corea, Noruega, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza. Otras economías de mercados emergentes de importancia sistémica son Brasil, India, México, Polonia, Rusia y Turquía.

rios sectores, incluidas algunas instituciones financieras, no siempre bien capitalizadas.

Tampoco se puede pasar por alto la dolarización de la deuda de muchos países emergentes. Lo que estamos observando en Argentina, aunque resulte familiar para muchos analistas, no deja igualmente de inquietar.

No son noticias nuevas, pero la inquietud que generan ahora es mayor. La necesidad de dar respuestas a una situación económica global marcada por la desaceleración, que en algunos países coquetea con la recesión, obliga a pensar necesariamente en los efectos secundarios ::