

Un puente hacia la recuperación

Un vistazo a la edición de octubre de 2020 del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* (informe GFSR)

- Los **riesgos para la estabilidad financiera mundial a corto plazo** se mantienen contenidos por el momento. Una respuesta de política económica oportuna y sin precedentes ha contribuido a mantener el flujo de crédito a la economía y a evitar la interacción adversa de factores macrofinancieros negativos, lo que ha tendido un puente hacia la recuperación.
- Sin embargo, las **vulnerabilidades** están aumentando, lo que intensifica las inquietudes sobre la estabilidad financiera de algunos países. Las vulnerabilidades se han agudizado en el sector de las sociedades no financieras, al tener que asumir las empresas más deuda para hacer frente a la escasez de efectivo, y en el sector soberano, al ahondarse los déficits fiscales para respaldar la economía.
- A medida que evoluciona la crisis, **las presiones sobre la liquidez empresarial podrían transformarse en insolvencias**, sobre todo si la recuperación se retrasa. Las pequeñas y medianas empresas son más vulnerables que las grandes sociedades con acceso a los mercados de capitales. En última instancia, la trayectoria que sigan los incumplimientos dependerá de la magnitud de una política de respaldo continua y del ritmo de la recuperación, que, según las previsiones, será desigual entre sectores y economías.
- Si bien el nivel de capitalización del **sistema bancario internacional** es adecuado, existe un grupo débil de instituciones, y algunos sistemas bancarios podrían experimentar insuficiencias de capital agregadas en el escenario adverso de la edición de octubre de 2020 del informe *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) aun con las medidas de política actualmente desplegadas.
- Algunas **economías de mercados emergentes y preemergentes** afrontan problemas de financiamiento, que podrían empujar a algunas a una situación crítica causada por sobreendeudamiento o dar lugar a inestabilidad financiera, planteando quizá la necesidad de apoyo oficial.
- A medida que las economías reabren, será fundamental mantener políticas acomodaticias para que la recuperación se afiance y sea sostenible (véase la siguiente Hoja de ruta de políticas). El programa de **reformas financieras tras la pandemia** debe centrarse en el fortalecimiento del marco regulatorio del sector financiero no bancario y en el refuerzo de la supervisión prudencial, con el fin de contener la toma excesiva de riesgo en un entorno de tasas de interés que se mantendrán más bajas durante más tiempo.

Hoja de ruta de las políticas monetaria y financiera tras el Gran Confinamiento

Reapertura gradual en situación de incertidumbre

Política monetaria—Mantener la orientación acomodaticia para apuntalar la recuperación

Liquidez de respaldo—Mantener el respaldo pero ajustar su valoración para incentivar una salida gradual

Suministro de crédito—Fomentar que los bancos empleen las reservas de capital y liquidez para seguir prestando

Sector privado no financiero—Ampliar las moratorias del servicio de la deuda solo si es necesario para evitar insolvencias generalizadas, apuntalar a las empresas viables mediante reestructuración y resoluciones extrajudiciales eficientes para reducir la carga de la deuda, y también proporcionando solvencia de respaldo (según corresponda)

Apoyo multilateral—Proporcionar apoyo a economías de mercados emergentes y preemergentes que afrontan dificultades de financiamiento

Pandemia bajo control

Política monetaria—Mantener el entorno acomodaticio hasta que se alcancen los objetivos de la política monetaria

Liquidez de respaldo—Retirarla paulatinamente

Un vistazo a la edición de octubre de 2020 del informe GFSR (*continuación*)

Suministro de crédito—Exigir a los bancos que reconstituyan gradualmente las reservas de liquidez y capital, elaboren planes creíbles para reducir activos con problemas y creen mercados para activos con problemas

Sector privado no financiero—Recapitalización, reestructuración o resolución de empresas no viables

Recuperación verde—Fomentar una gestión más proactiva de los riesgos relacionados con el clima y las inversiones verdes

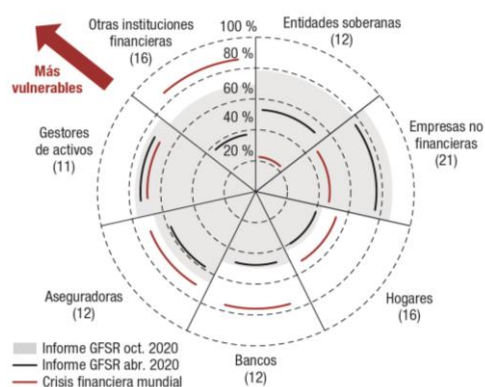
Digitalización—Fomentar inversiones digitales más importantes para reforzar la eficiencia y la inclusión del sector financiero

Programa de reformas financieras tras la pandemia

Sector financiero no bancario—Fortalecer el marco regulatorio para hacer frente a las vulnerabilidades expuestas durante la crisis de la **enfermedad causada por el coronavirus (COVID-19)**

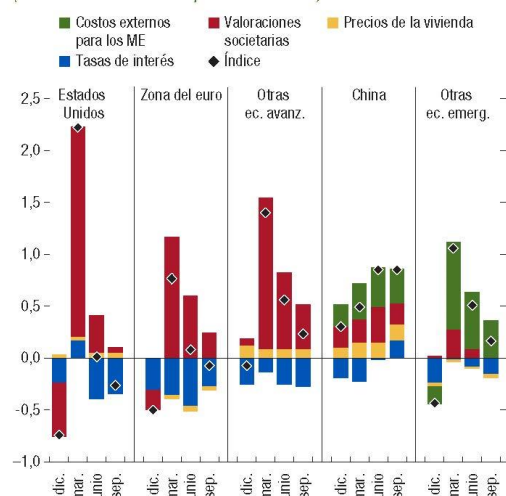
Más bajas durante más tiempo—Implementar medidas prudenciales para contener la toma de riesgos en un entorno de tasas de interés que se mantendrán más bajas durante más tiempo

Gráfico 1. Proporción de países de importancia sistémica con un mayor grado de vulnerabilidad, por sector
(porcentaje de países con vulnerabilidades elevadas y medianas-elevadas, por PIB o activos; número de países vulnerables entre paréntesis)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Haver Analytics; autoridades nacionales; Standard & Poor's; WIND Information Co., y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Basado en 29 jurisdicciones con sectores financieros de importancia sistémica (véase el capítulo 1 para más detalles). "Crisis financiera mundial" refleja el valor máximo del nivel de vulnerabilidad en 2007–08. Informe GFSR = Informe sobre la estabilidad financiera mundial.

Gráfico 2. Principales factores impulsores de los índices de condiciones financieras mundiales
(desviación estándar respecto a la media)



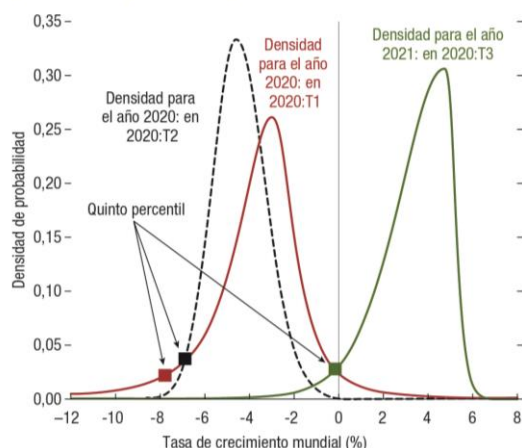
Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; FMI, base de datos *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Véase el capítulo 1 para más detalles. ME = mercados emergentes.

Las autoridades económicas, frente a una crisis económica y sanitaria de escala mundial, han adoptado medidas extraordinarias para proteger a las personas, la economía y el sistema financiero. Sin embargo, las perspectivas de recuperación son muy inciertas y dependerán de la disponibilidad de tratamientos y vacunas fiables contra la COVID-19. Además, muchos países comenzaron la crisis con un elevado nivel de vulnerabilidades ya existentes en algunos sectores — gestión de activos, sociedades no financieras y entes soberanos— y las vulnerabilidades están aumentando, lo que representa posibles obstáculos a la recuperación (gráfico 1).

Desde la Actualización de junio de 2020 del informe GFSR, las condiciones financieras internacionales han sido acomodaticias gracias al apoyo continuado de las políticas. En las economías avanzadas, las condiciones financieras se han flexibilizado aún más, respaldadas por el bajo nivel de las tasas de interés y la recuperación de los mercados de activos en riesgo (gráfico 2). Las condiciones financieras, por lo general, también se han distendido en los mercados emergentes (excepto China) durante el mismo período, aunque los costos externos de muchos países se sitúan todavía por encima de los niveles anteriores a la COVID-19 (gráfico 2). En China, las condiciones financieras se han mantenido estables en términos generales, al disminuir las autoridades las expectativas de nuevas reducciones de las tasas de interés en medio de la mejora de la actividad económica y el aumento de los riesgos del sector financiero.

Aunque la fuerte flexibilización de las condiciones financieras desde finales de marzo ha contribuido a evitar una crisis financiera y a amortiguar el impacto económico de la COVID-19, el deterioro de las perspectivas económicas mundiales ha empujado la

Gráfico 3. Densidades de los pronósticos de crecimiento mundial a corto plazo
(densidades de probabilidad)

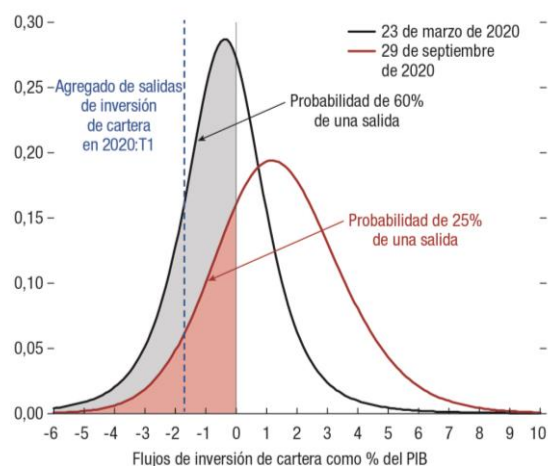


Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; FMI, base de datos *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Las estimaciones de las densidades de los pronósticos están centradas en torno a los pronósticos respectivos para 2020 y 2021 del informe WEO. Dada la naturaleza sin precedentes de la crisis actual, las estimaciones de un crecimiento en riesgo a partir de modelos están inevitablemente sujetas a cotas de incertidumbre más elevadas de lo habitual.

distribución esperada en 2020 del crecimiento mundial hacia territorio profundamente negativo (gráfico 3). De cara al futuro, la economía mundial crecería 5,2% en 2021, según el informe WEO de octubre de 2020. Ese repunte previsto y lo distendido de las condiciones financieras implican que la probabilidad de que el crecimiento sea negativo el año próximo es pequeña, aunque los riesgos se inclinan a la baja (gráfico 3).

Las medidas de política sin precedentes que se han adoptado en respuesta a la pandemia han tenido éxito a la hora de impulsar la confianza de los inversionistas y mantener el flujo de crédito a la economía. Para hacer frente a las presiones sobre los flujos de caja, las empresas han incrementado la emisión de bonos, utilizado líneas de crédito bancario (sobre todo en Estados Unidos) y aprovechado los préstamos con garantía pública (véase el capítulo 3, de próxima publicación).

Gráfico 4. Flujos de capital en riesgo: Proyecciones a corto plazo de los flujos de inversión de cartera
(función de densidad de probabilidad)

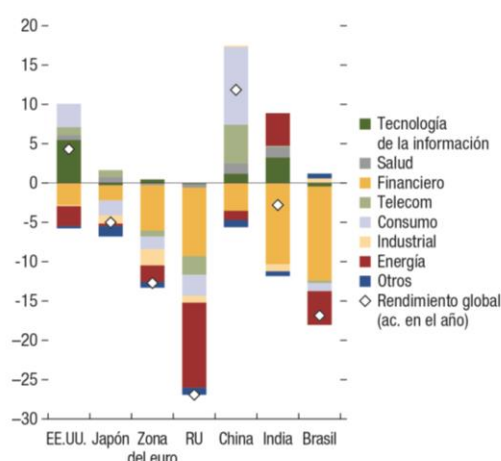


Fuentes: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; FMI, base de datos del informe WEO; estimaciones de J.P. Morgan; fuentes nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: Sobre la base de flujos de cartera de renta fija y variable en los 19 mercados emergentes más grandes; corto plazo = próximos tres trimestres. Véase el capítulo 1 para más detalles.

La emisión de bonos en moneda fuerte en los mercados emergentes también ha sido intensa. Los flujos de inversión de cartera agregados se han recuperado desde los mínimos de marzo, aunque aproximadamente la mitad de las economías de mercados emergentes han continuado experimentando flujos de salida en los últimos tres meses. Las condiciones financieras distendidas han mejorado las perspectivas de los flujos de inversión de cartera hacia los mercados emergentes, con una caída de la probabilidad de flujos de salida en los próximos tres trimestres, desde aproximadamente 60% en el punto álgido de la turbulencia del mercado hasta 25% en septiembre (gráfico 4), aunque su nivel está todavía por encima del anterior a la COVID-19.

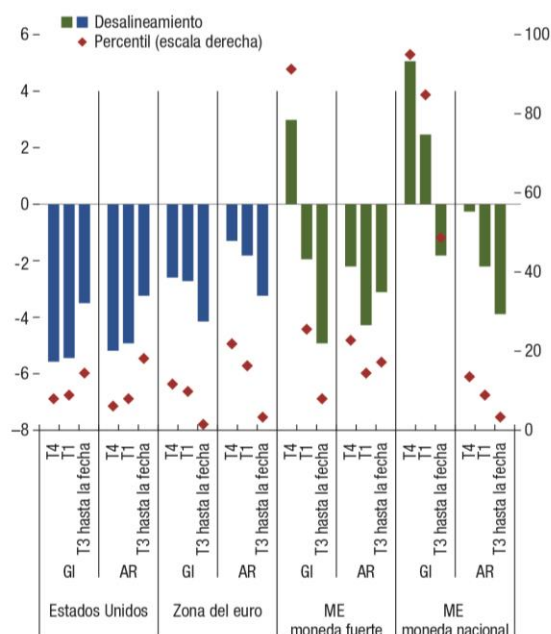
Los mercados bursátiles mundiales han repuntado con fuerza desde los mínimos de la pandemia, con notables diferencias entre países en función de la propagación del virus, el alcance de las políticas de apoyo y la composición sectorial. Los mercados bursátiles de China y Estados Unidos han superado a otros mercados, impulsados por los valores tecnológicos (barras de color verde oscuro y claro, gráfico 5), a pesar de la corrección ocurrida en septiembre. Los sectores que requieren más contacto (hoteles, restaurantes, ocio) han sufrido a causa de los confinamientos y el distanciamiento social. El rendimiento decepcionante de los sectores financiero y energético (barras de colores rojo y amarillo, gráfico 5)

Gráfico 5. Desempeño del mercado bursátil en 2020:
Contribuciones sectoriales
(porcentaje acumulado en el año)



Fuentes: Bloomberg Finance L.P., MSCI y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Todos los índices para los países son subíndices del MSCI en moneda nacional. El rendimiento global se basa en la agregación de los índices sectoriales "Consumo" es la suma de los sectores de consumo básico y consumo discrecional y "Otros" es la suma de los sectores de servicios públicos, materiales e inmuebles. EE.UU. = Estados Unidos; RU = Reino Unido; ac. en el año = acumulado en el año.

Gráfico 6. Desalineamientos de los diferenciales de rendimiento de los bonos
(desviación respecto del valor razonable por unidad de riesgo, escala izquierda; percentil basado en 1995–2020, escala derecha)



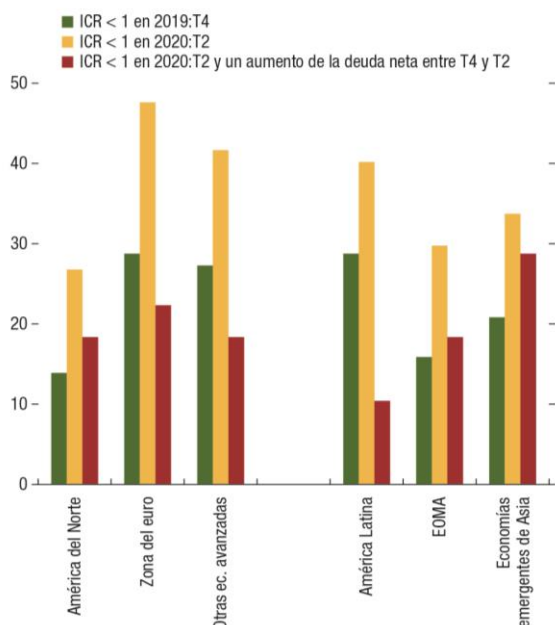
Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Consensus Economics, Haver Analytics, Refinitiv I/B/E/S, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: El desalineamiento es la diferencia entre los valores de mercado y los basados en el modelo a una escala ajustada según la desviación estándar de las variaciones mensuales de los diferenciales; los valores negativos de la escala izquierda indican sobrevaluación. Véase el capítulo 1 para más detalles. ME = mercado emergente; AR = alto rendimiento; GI = grado de inversión.

reflejan las valoraciones de los inversionistas sobre unas perspectivas de crecimiento más débiles.

La desconexión entre el aumento de las valoraciones del mercado y la evolución de la economía, analizada en la Actualización de junio de 2020 del informe GFSR, persiste. Por ejemplo, el análisis del desempeño acumulado del año del mercado bursátil estadounidense muestra que el fuerte descenso en las perspectivas de beneficios empresariales ha sido más que compensado por menores tasas sin riesgo y una compresión de la prima por riesgo de las acciones, lo que refleja los recortes de la tasa de política monetaria de los bancos centrales y otras medidas que han impulsado la confianza de los inversionistas, pese al aumento de la incertidumbre económica (véase el capítulo 1). De forma similar, el descenso de los rendimientos de los bonos corporativos ha estado impulsado por la caída de las tasas sin riesgo y la compresión de los diferenciales de crédito, en muchos casos por debajo de valores estimados como coherentes con los fundamentos económicos (gráfico 6). La compresión de los diferenciales es atribuible en parte a las políticas de respaldo y, en el caso de los mercados emergentes, también a la distensión de la política monetaria adoptada por los bancos centrales de economías avanzadas. Si los mercados consideran que las políticas de respaldo se mantendrán o incluso se incrementarán en respuesta al deterioro de las perspectivas económicas, las actuales valoraciones de activos de riesgo podrían sostenerse durante algún tiempo. Sin embargo, si los inversionistas reevalúan el alcance de ese apoyo o si la recuperación se demora, las probabilidades de que se produzca un ajuste fuerte posiblemente aumenten.

Las sociedades no financieras se han encontrado con importantes presiones sobre la liquidez tras el brote de COVID-19. Las más vulnerables —con posiciones de solvencia y liquidez más débiles, así como las empresas más pequeñas— sufrieron una mayor tensión financiera que sus homólogos en las primeras etapas de la crisis (véase el capítulo 3, de próxima publicación). Para afrontar la escasez de efectivo, muchas empresas —en especial aquellas cuyos beneficios fueron inferiores a su gasto financiero— han aumentado el endeudamiento (gráfico 7), incrementando niveles de deuda de por sí elevados en varias economías (gráfico 8). Las tasas de incumplimiento también están aumentando. A

Gráfico 7. Empresas que cotizan en bolsa: Deuda en riesgo
(% de la deuda de las empresas)



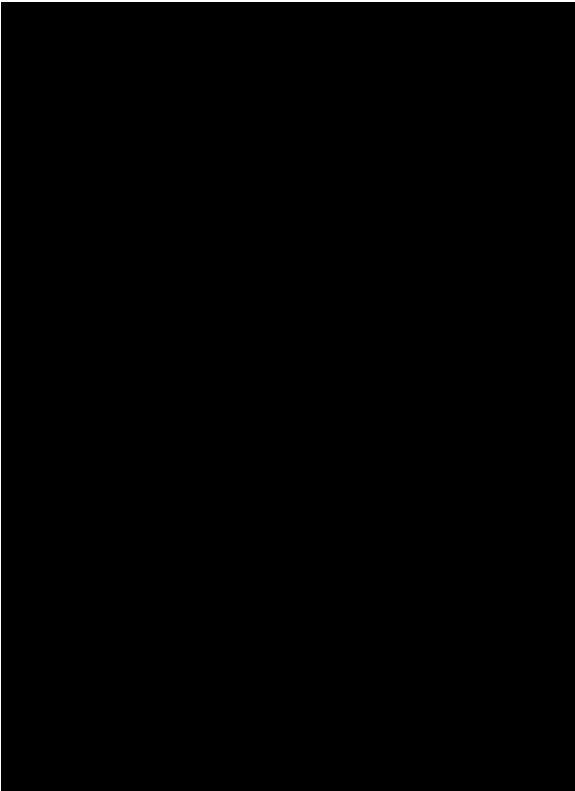
Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Bloomberg L.P.; Haver Analytics; Institute of International Finance; S&P Global Ratings; S&P Leveraged Commentary and Data, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La muestra incluye empresas con estados trimestrales. Las barras muestran la proporción de deuda de empresas con $ICR < 1$ y con un aumento de la deuda neta como proporción de la deuda total de la muestra. EOMA = Europa, Oriente Medio y África; ICR = cobertura de intereses.

medida que la crisis continúa su curso y, en especial, si se retrasa una recuperación sostenible, las presiones sobre la liquidez podrían transformarse en insolvencias.

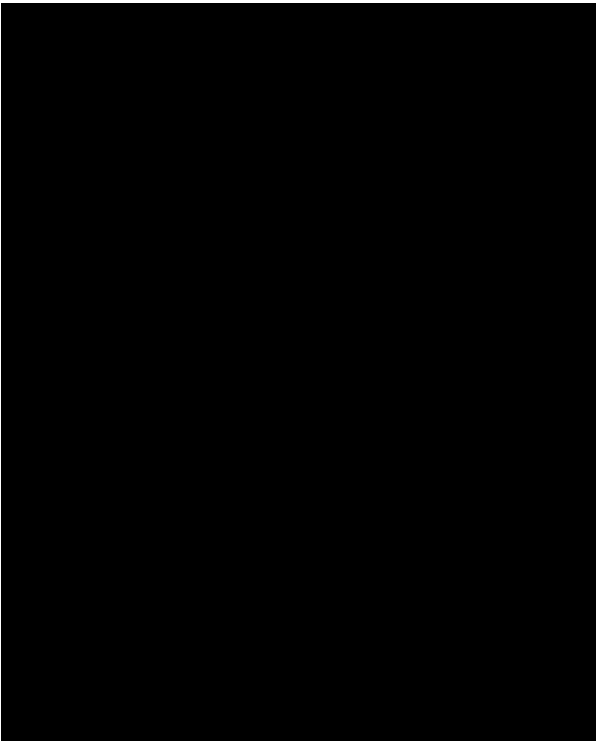
Salvo un endurecimiento significativo de las condiciones de financiamiento, las grandes empresas con acceso a los mercados de capitales probablemente evitarán presiones significativas sobre la solvencia. Las empresas de los sectores más afectados por la pandemia, sin embargo, se enfrentan a perspectivas de crecimiento más débiles y a mayores presiones sobre la liquidez y, por tanto, a un mayor riesgo de incumplimiento e insolvencia. Las pequeñas y medianas empresas, que suelen ser más vulnerables, podrían ser un importante canal de transmisión del shock económico. Además, suelen dominar alguno de los sectores que requieren más contacto (hoteles, restaurantes, ocio), vaporeados por la COVID-19.

Los bancos empezaron la crisis de la COVID-19 con reservas de liquidez y capital significativamente mayores que en 2008–09. Esto les ha permitido continuar concediendo crédito a la economía. Las políticas destinadas a apoyar a los prestatarios y a incentivar a los bancos a que hagan uso de la flexibilidad integrada en el marco regulatorio probablemente hayan respaldado la capacidad y voluntad de los bancos de prestar. Sin embargo, algunos bancos ya están empezando a endurecer sus normas crediticias, lo que podría tener implicaciones adversas para la recuperación. Un análisis prospectivo de la solvencia bancaria de 29 países (sin incluir China) muestra que en el *escenario base* del informe WEO de octubre de 2020, la mayoría de los bancos podrán absorber las pérdidas y mantener las reservas de capital por encima de los requisitos mínimos de capital (véase el capítulo 4, de próxima publicación). En el *escenario adverso* del informe WEO, caracterizado por una recesión más profunda y una recuperación más débil, un grupo numeroso de bancos débiles podría ver sus reservas de capital agotadas hasta niveles que podrían limitar su capacidad de préstamo (gráfico 9). Las insuficiencias generales de capital con relación a los amplios requisitos regulatorios —que incluyen las reservas de capital anticíclicas, las reservas de conservación de capital y las reservas sistémicas— podrían alcanzar los USD 220.000 millones, incluso después de tener en cuenta las políticas de mitigación orientadas a los bancos y los prestatarios (véase el capítulo 4, de próxima publicación).



Las instituciones financieras no bancarias (IFNB) comenzaron la crisis con un nivel elevado de vulnerabilidades (gráfico 10). Han conseguido afrontar la turbulencia en los mercados provocada por la pandemia gracias al apoyo de la política económica, pero las fragilidades siguen siendo altas. Los gestores de activos, por ejemplo, podrían verse forzados a ventas masivas si las pérdidas de cartera se ahondan y las amortizaciones duran más que durante la venta masiva de marzo. Las IFNB desempeñan un papel creciente en los mercados de crédito, inclusive en los segmentos de mayor riesgo, y el aumento de los vínculos entre las IFNB y los bancos implica que las fragilidades podrían propagarse por el sistema financiero.

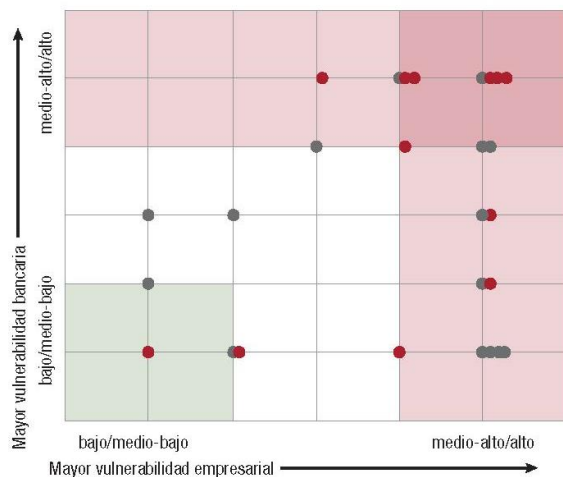
Las vulnerabilidades soberanas han aumentado debido a que los países han ampliado el apoyo fiscal, y el sector soberano podría afrontar un drástico aumento de los pasivos contingentes. Las vulnerabilidades han recrudecido en múltiples sectores, y 6 de las 29 jurisdicciones con sectores financieros de importancia sistémica muestran ahora un nivel elevado de vulnerabilidad en los sectores empresarial, bancario y soberano (gráfico 11).



Debido a la pandemia, las necesidades de financiamiento de los mercados emergentes han aumentado con fuerza. Las dudas sobre la oferta de deuda nueva y los débiles fundamentos económicos nacionales podrían haber limitado la demanda de bonos en moneda local de inversionistas extranjeros (gráfico 12), en especial si se trata de titulares de grandes porcentajes de deuda y si la base nacional de inversionistas no es suficientemente amplia. Los bancos centrales de algunos mercados emergentes adquirieron un porcentaje sustancial de bonos en el mercado secundario para estabilizar las condiciones de mercado (capítulo 2, de próxima publicación). Las economías de mercados preemergentes afrontan problemas de financiamiento aun mayores, ya que el shock de la COVID-19 elevó los costos de endeudamiento para muchos hasta niveles prohibitivos, haciendo necesario el apoyo público.

A medida que las autoridades tienden un puente hacia la recuperación, las políticas tendrán que adaptarse a la evolución de la pandemia y el ritmo del repunte económico (véase la Hoja de ruta de políticas en el recuadro sintético al comienzo de este resumen ejecutivo). En todo momento, las autoridades deberán

Gráfico 11. Nivel de vulnerabilidad empresarial, bancaria y soberana en 29 jurisdicciones con sectores financieros de importancia sistémica.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Haver Analytics; Instituto de Finanzas Internacionales; FMI, informe WEO de octubre de 2020, y estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: Basado en los datos subyacentes del gráfico 1; los puntos rojos denotan países con niveles de vulnerabilidad soberana alto o medio-alto.

tener en cuenta disyuntivas intertemporales y consecuencias imprevistas: los beneficios de usar hoy los mecanismos de amortiguación disponibles deben sopesarse cuidadosamente con la posibilidad de necesitar más respaldo en el futuro, así como con el riesgo de exacerbar futuras vulnerabilidades.

Para que la recuperación continúe encarrilada a medida que las economías reabran, será vital mantener una orientación monetaria acomodaticia y una liquidez de respaldo focalizada. Un marco sólido para la reestructuración de la deuda será crítico para reducir los sobreendeudamientos y lograr la resolución de empresas inviables. Es posible que los países de bajo ingreso en dificultades financieras necesiten respaldo multilateral. Pese a su efecto pernicioso en el desempeño ambiental de las empresas, la crisis de la COVID-19 también presenta una oportunidad para estructurar la transición hacia una economía más verde (véase el capítulo 5, de próxima publicación).

Una vez que la pandemia esté totalmente controlada, será posible replegar poco a poco las políticas de respaldo, y la prioridad deberá ser reconstituir los colchones bancarios, reforzar la regulación de las instituciones financieras no bancarias y adoptar una supervisión prudencial más estricta para contener la toma de riesgos excesiva en un entorno caracterizado por niveles persistentemente bajos de las tasas de interés.