

Las condiciones financieras se han distendido, pero las insolvencias son un riesgo predominante

Sinopsis de la *Actualización del Informe sobre la estabilidad financiera mundial*

- Los precios de los activos de riesgo han repuntado tras la estrepitosa caída sufrida a principios de año, mientras que las tasas de interés de referencia han disminuido, provocando una distensión general de las condiciones financieras.
- Las rápidas y enérgicas medidas adoptadas por los bancos centrales para abordar la fuerte tensión en el mercado han apuntalado la actitud del mercado, incluso en los mercados emergentes, donde varios países han recurrido por primera vez a las compras de activos, lo que ha contribuido a la distensión de las condiciones financieras.
- En un entorno de gran incertidumbre, se observa una desconexión entre los mercados financieros y la evolución de la economía real, una vulnerabilidad que podría poner en peligro la recuperación si el apetito por el riesgo de los inversionistas se desvanece.
- Otras vulnerabilidades del sistema financiero podrían materializarse debido a la pandemia de COVID-19. Los elevados niveles de deuda podrían tornarse inmanejables para algunos prestatarios, y las pérdidas provocadas por las insolvencias podrían poner a prueba la resiliencia de los bancos en algunos países.
- Algunas economías de mercados emergentes y preemergentes se enfrentan a riesgos de refinanciación, y algunos países apenas tienen acceso a los mercados.
- Las autoridades, además de seguir apoyando la economía real, deben vigilar de cerca las vulnerabilidades financieras y salvaguardar la estabilidad financiera.

Los precios de los activos de riesgo han repuntado gracias a las medidas sin precedentes adoptadas por los bancos centrales.

En los dos meses transcurridos desde la publicación del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* (Informe GFSR) de abril de 2020, las condiciones financieras mundiales se han distendido notablemente tras la brusca contracción registrada a comienzo del año. El motivo de esta distensión ha sido la combinación de un marcado descenso de las tasas de interés y un fuerte repunte de las valoraciones en el mercado de activos de riesgo (gráfico 1).

En las economías con sectores financieros de importancia sistémica, los mercados de acciones en definitiva se han recuperado tras haber tocado mínimos de marzo, y en promedio han retornado a aproximadamente el 85% de los niveles registrados a mediados de enero,

ACTUALIZACIÓN DEL INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL, JUNIO DE 2020

si bien se observa cierta dispersión (gráfico 2)¹. Aunque algunos mercados de acciones han recuperado la totalidad de sus pérdidas, otros permanecen un 25% por debajo de los niveles de mediados de enero. En paralelo con la recuperación de los precios, la volatilidad de las bolsas ha disminuido tras alcanzar su máximo en marzo, aunque se mantiene por encima de su promedio a largo plazo.

Las medidas inmediatas y sin precedentes adoptadas por los bancos centrales han sido cruciales para la recuperación del mercado. Por ejemplo, en Estados Unidos, el cambio de tendencia en los precios de los activos de riesgo se produjo alrededor del 23 de marzo, después de que la Reserva Federal anunciase la activación de servicios de crédito por un valor de USD 2,3 billones para afrontar la crisis (gráfico 3). En los mercados financieros a escala más amplia se observan tendencias similares.

En los mercados de crédito, los diferenciales se han reducido significativamente con respecto a los máximos de períodos anteriores. En promedio, se ha revertido aproximadamente el 70% del ensanchamiento inicial de los diferenciales (gráfico 4). Sin embargo, los niveles de los diferenciales presentan ciertas divergencias en función de las calificaciones y la distribución geográfica. La emisión de bonos de prestatarios con mejores calificaciones crediticias se ha disparado, y los mercados han reanudado las operaciones con prestatarios de grado especulativo.

Se observa asimismo una mejora notable de la actitud de los inversionistas frente a las economías de mercados emergentes. Después de las salidas de capital sin precedentes registradas a principios de año, los flujos de inversión de cartera hacia estas economías se han estabilizado (gráfico 5). Sin embargo, los inversionistas siguen haciendo distinciones dentro de las economías emergentes y preemergentes, ya que algunas entradas de capital han fluído hacia ciertos países y determinadas clases de activos. En lo que va del año, los países con mejores calificaciones también han podido emitir deuda en moneda fuerte a un ritmo históricamente elevado, superior al de economías con calificaciones crediticias más bajas. Esta diferencia destaca las presiones externas a las que aún están sometidas algunas economías de mercados emergentes.

Esta recuperación generalizada en los mercados financieros ha estado acompañada de un aumento del optimismo de los inversionistas ante las perspectivas de una pronta recuperación económica. La actitud del mercado se ha visto reforzada por la reapertura de algunas economías y la desescalada de las medidas de confinamiento relacionadas con la COVID-19. Además, los inversionistas parecen prever que la distensión sin precedentes de la política monetaria para respaldar la economía mundial se mantendrá durante bastante tiempo.

Las medidas tomadas por los bancos centrales han estimulado el apetito por el riesgo entre los inversionistas. Varios países han optado por recortar aún más las tasas de política monetaria, y los inversionistas prevén que las tasas de interés permanezcan en niveles muy bajos durante varios años. Las nuevas rondas de compras de activos, el apoyo a la liquidez del sistema bancario, las líneas de

¹En este caso, se consideran economías con sectores financieros de importancia sistémica las que están sujetas a evaluaciones quinquenales en el marco de los Programas de Evaluación de la Estabilidad Financiera, es decir, las economías del S-29: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, India, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Noruega, Países Bajos, Polonia, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, Rusia, Singapur, Suecia, Suiza y Turquía.

ACTUALIZACIÓN DEL INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL, JUNIO DE 2020

crédito recíproco en dólares de EE.UU. y otros mecanismos diseñados para mantener el flujo de crédito a la economía han engrosado los balances de los que disponen las autoridades monetarias en las economías avanzadas (gráfico 6). Los activos agregados de los bancos centrales del Grupo de los Diez (G-10) han aumentado en aproximadamente USD 6 billones desde mediados de enero, es decir, más del doble del aumento registrado en los dos años de crisis financiera mundial que estalló en diciembre de 2007, y el aumento de los activos representa casi el 15% del PIB del G-10.

Varios bancos centrales de mercados emergentes han adoptado por primera vez medidas de política no convencionales. Estos programas de compra de activos se pusieron en marcha para apoyar la política monetaria en ciertos países, y en otros para respaldar la liquidez del mercado (gráfico 7). Han abarcado compras de una amplia gama de activos, como bonos públicos, bonos con garantía estatal, deuda empresarial y títulos con respaldo hipotecario.

Las medidas de política fiscal y financiera también han contribuido a afianzar la actitud de los inversionistas. Gobiernos de todo el mundo han suministrado importantes ayudas de emergencia a particulares y empresas por un importe que asciende a casi USD 11 billones (según la [base de datos](#) del informe *Monitor Fiscal* del FMI sobre medidas fiscales adoptadas por los países en respuesta a la pandemia de COVID-19)². Las autoridades financieras han apuntalado la confianza en los mercados con diversas políticas, como garantías de crédito del gobierno y apoyo a la reestructuración de préstamos, así como alentando a los bancos a recurrir a las reservas de capital y liquidez para apoyar los préstamos (véase el [observatorio del FMI sobre políticas en respuesta a la COVID-19](#))³.

Gracias a esta combinación sin precedentes de instrumentos de apoyo a la política económica, los flujos de crédito parecen haberse mantenido. El aumento del apetito de riesgo de los inversionistas ha contribuido a elevar la emisión de bonos en los mercados, y los bancos también han seguido prestando dinero en la mayoría de las principales economías.

La desconexión entre el optimismo de los mercados financieros y la evolución de la economía mundial se ha hecho patente.

El optimismo de los inversionistas se basa en el fuerte apoyo de las políticas, en medio de una gran incertidumbre acerca de la magnitud y la velocidad de la recuperación económica. Parece que los mercados esperan un repunte rápido «en forma de v» de la actividad, como lo denota la marcada recuperación de los pronósticos consensuados del índice S&P 500 sobre ganancias de las empresas (gráfico 8). No obstante, los datos económicos recientes y los indicadores de alta frecuencia apuntan a que la desaceleración será más profunda de lo esperado, como se expone en la edición de junio de 2020 de la *Actualización de las perspectivas de la economía mundial*. Esto ha dado lugar a divergencias entre la valoración del riesgo en los mercados financieros y las perspectivas económicas, ya que los inversionistas cuentan con que los bancos centrales mantendrán sus medidas de apoyo sin precedentes. Algo que ilustra esta tensión es, por ejemplo, el repunte de las bolsas de Estados Unidos, por un lado, y, por el otro, la fuerte caída de la confianza de los consumidores (gráfico 9). Esta desconexión plantea

² La base de datos sobre medidas fiscales puede consultarse en <http://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>.

³ El observatorio de políticas puede consultarse en <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#top>.

dudas acerca de si la supuesta sostenibilidad del actual repunte del mercado de acciones sería posible si los bancos centrales no hubieran brindado el apoyo que ha estimulado la actitud de los mercados.

La desconexión entre los mercados y la economía real introduce la posibilidad de una nueva corrección del precio de los activos de riesgo en el caso de que los inversionistas pierdan su avidez por esos activos, lo cual pondría en peligro la recuperación. Por ejemplo, en las bolsas a veces se producen repuntes en medio de mercados bajistas, durante períodos de fuerte presión económica, y en la mayoría de las veces esos repuntes terminan evaporándose. En los mercados de bonos empresariales, los diferenciales correspondientes a las empresas de grado de inversión no especulativa (*investment grade*) en la actualidad están relativamente contenidos, lo que contrasta con los pronunciados aumentos de los diferenciales durante shocks importantes en el pasado (gráfico 10).

De hecho, las valoraciones parecen ser excesivas en muchos mercados de títulos y bonos empresariales. Según los modelos elaborados por el personal técnico del FMI, la diferencia entre los precios de mercado y las valoraciones fundamentales se aproxima a máximos históricos en la mayoría de los mercados de títulos y bonos de las principales economías avanzadas, si bien lo que sucede con las acciones en algunas economías de mercados emergentes es lo contrario (gráfico 11)⁴.

Varios factores podrían provocar una revaloración de los activos de riesgo, lo cual podría agudizar la tensión financiera en medio de una recesión económica que ya de por sí no tiene precedentes. Por ejemplo, la recesión podría ser más profunda y larga de lo que actualmente prevén los inversionistas. Podría haber una segunda ola de COVID-19, que obligaría a restablecer las medidas de contención. Puede que a la larga las expectativas de los mercados sobre el alcance y la duración de la ayuda de los bancos centrales a los mercados financieros sean demasiado optimistas, lo cual llevaría a los inversionistas a reconsiderar tanto su apetito de riesgo como la valoración de los riesgos. Un recrudecimiento de las tensiones comerciales podría deteriorar la actitud del mercado y poner en peligro la recuperación. Por último, el crecimiento del malestar social ante el aumento de la desigualdad económica en todo el mundo podría revertir la confianza de los inversionistas.

La pandemia podría hacer que se materialicen otras vulnerabilidades financieras acumuladas en la última década.

En primer lugar, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes, la carga de la deuda de empresas y hogares podría tornarse inmanejable para algunos prestatarios en el caso de una grave contracción de la economía. Como se ha señalado en ediciones anteriores del informe GFSR, la deuda agregada de las empresas viene aumentando desde hace varios años y, en relación con el PIB, se sitúa en niveles históricamente elevados. La deuda de los hogares también ha aumentado, en particular en los países que esquivaron los efectos más graves de la crisis financiera mundial de 2007-08. Esto significa que, al día de hoy, se prevé que muchas economías

⁴Es posible que las estimaciones de modelo de las valoraciones no tengan en cuenta la totalidad de las medidas de política financiera sin precedentes adoptadas en los últimos meses, como las compras de activos por parte de los bancos centrales y los servicios concebidos para preservar el flujo de crédito a la economía, así como las garantías de crédito ofrecidas por algunos gobiernos. Puede consultarse más información sobre los modelos en el anexo en línea del Informe GFSR de octubre de 2019: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2019/October/English/onlineannex11.ashx?la=en>.

ACTUALIZACIÓN DEL INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL, JUNIO DE 2020

con elevados niveles de deuda deberán afrontar una muy acentuada desaceleración económica (gráfico 12). Este deterioro de las variables fundamentales de la economía ya ha elevado el ritmo de incumplimiento de los bonos empresariales a su nivel más alto desde la crisis financiera mundial, y existe el riesgo de repercusiones más generales en la solvencia de las empresas y los hogares (gráfico 13).

En segundo lugar, las insolvencias pondrán a prueba la resiliencia del sector bancario. Los bancos han entrado en la crisis con mayores reservas de liquidez y de capital gracias a las reformas introducidas después de la crisis, y pueden recurrir a esas reservas para apoyar el crédito y absorber pérdidas. Algunos bancos ya han empezado a constituir más provisiones para afrontar las pérdidas esperadas de sus préstamos, como lo demuestran los informes de resultados del primer trimestre. Esta tendencia tenderá a prolongarse mientras los bancos evalúan la capacidad de reembolso de los prestatarios, teniendo en cuenta además el apoyo que los gobiernos han brindado a hogares y empresas⁵. La expectativa de que las presiones sobre los bancos sigan aumentando, sumada al bajo nivel de las tasas de interés, está reflejada en los pronósticos de los analistas sobre la rentabilidad bancaria (gráfico 14).

En tercer lugar, es posible que las empresas y los mercados financieros no bancarios se enfrenten a nuevas tensiones. Lo sucedido en marzo, cuando los intermediarios financieros no bancarios se beneficiaron de un sustancial apoyo de las políticas, hace pensar que dichas entidades son vulnerables a correcciones procíclicas cuando se produce un shock externo. Estas empresas ahora desempeñan un papel más protagónico dentro del sistema financiero, como se analiza en el informe GFSR de abril de 2020, y está por verse cómo se comportará este sector más grande durante una desaceleración profunda. Existe el riesgo de que las empresas financieras no bancarias también enfrenten shocks si se produce una amplia ola de insolvencias. Además, estas empresas podrían propiciar una amplificación de las tensiones. Por ejemplo, un shock importante de los precios de los activos podría incrementar las salidas de los fondos de inversión, lo que, a su vez, podría llevar a los gestores de esos fondos a efectuar ventas masivas que exacerbarían las tensiones en el mercado.

En cuarto lugar, algunos mercados emergentes y preemergentes se enfrentan a grandes necesidades de refinanciamiento externo. En la actual coyuntura, las economías que necesitan refinanciar más deuda corren un mayor riesgo de tener que hacerlo a un costo mayor. Además, en algunos países con grandes necesidades de refinanciamiento, los niveles de suficiencia de las reservas son relativamente (gráfico 15), lo cual podría entorpecer la reacción de las autoridades de estas economías ante nuevas salidas de flujos de cartera, sobre todo si no cuentan con un tipo de cambio flexible. Una rebaja de las calificaciones crediticias podría exacerbar las presiones relacionadas con los costos de financiamiento y los flujos de capital. En lo que va del año, más de un tercio de las economías exportadoras de petróleo analizadas por las principales calificadoras de riesgo han sufrido rebajas, mientras que las rebajas han afectado a aproximadamente a una cuarta parte de las otras economías (gráfico 16).

⁵ Este apoyo ha sido proporcionado de diferentes formas; por ejemplo, préstamos estatales, garantías de crédito del gobierno, reestructuración de las condiciones de los préstamos y moratorias de pagos.

ACTUALIZACIÓN DEL INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL, JUNIO DE 2020

Las autoridades tienen que encontrar el equilibrio justo en sus políticas de respuesta ante a la pandemia.

En un entorno con difíciles disyuntivas en materia de políticas, las autoridades deben seguir apoyando la recuperación, pero sin dejar de garantizar la solidez de las instituciones financieras y la continuidad de la estabilidad financiera, como se subraya en el recuadro «Prioridades de política financiera en respuesta a la crisis», que figura más adelante. Las autoridades deben ser conscientes de las implicaciones intertemporales que este apoyo tiene sobre el riesgo. El uso inusitado de herramientas no convencionales sin duda ha amortiguado el impacto de la pandemia en la economía mundial y ha reducido el peligro inmediato al que se enfrenta el sistema financiero mundial. No obstante, deben tomarse precauciones para evitar que sigan acumulándose vulnerabilidades en un entorno de condiciones financieras favorables. Una vez que esté firmemente en marcha la recuperación económica, las autoridades deberían abordar de forma urgente las fragilidades financieras que podrían sembrar las semillas de problemas en el futuro y poner en riesgo el crecimiento a mediano plazo.

Los gráficos pueden consultarse en la versión en [inglés](#) de este documento⁶:

⁶ La versión en inglés está disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/06/25/global-financial-stability-report-june-2020-update>

Prioridades de política financiera en respuesta a la crisis

Los **bancos centrales** deben mantener la orientación acomodaticia de la política monetaria para poder cumplir con sus mandatos de inflación y estabilidad financiera, recurriendo a herramientas convencionales y no convencionales durante el tiempo que sea necesario para respaldar el flujo de crédito a hogares y empresas. Asimismo, deben seguir proporcionando liquidez para evitar el deterioro de las condiciones de financiamiento y del funcionamiento de los principales mercados monetarios, cambiarios y bursátiles. Al mismo tiempo, los bancos centrales deben evaluar minuciosamente los mercados para determinar los que son cruciales para preservar la estabilidad financiera, y diseñar programas de apoyo para reducir al mínimo el riesgo moral y los riesgos que inciden sobre ellos mismos.

Cuando sea posible, las **autoridades de los mercados emergentes y en desarrollo** deben aplicar tipos de cambio flexibles para absorber las presiones externas. En los países que disponen de reservas adecuadas, la intervención del tipo de cambio puede contrarrestar la falta de liquidez en el mercado y contribuir a moderar la volatilidad excesiva en los mercados monetarios. Ante una crisis inminente, las medidas para gestionar las salidas de capital podrían ser incorporadas en un programa de políticas más amplio, aunque tales medidas deben implementarse de forma transparente, deben ser de carácter temporal y deben suspenderse una vez que remitan las condiciones de crisis. Los gestores de la deuda soberana deben poner en práctica planes de contingencia para abordar el problema de acceso limitado a los mercados de financiamiento externo durante períodos prolongados.

El capital, la liquidez y las reservas macroprudenciales de los **bancos** deben utilizarse para absorber pérdidas y gestionar las tensiones de liquidez, y para ayudar a respaldar el crédito a la economía. Los bancos deben suspender el pago de dividendos y las recompras mientras dure la crisis para ayudar a proteger las reservas de capital. En los casos en que los bancos afrontan shocks de gran envergadura y duración, y cuando la suficiencia de capital de los bancos se vea afectada, los supervisores deben adoptar medidas focalizadas, como por ejemplo, exigir la presentación de planes creíbles de reposición de capital. Durante todo el proceso, será importante que los supervisores divulguen el riesgo de forma transparente y ofrezcan orientaciones claras.

Es posible que los **reguladores de empresas de seguros** en países que atraviesan períodos de tensiones extremas en los mercados deban utilizar la flexibilidad que forma parte de las regulaciones, por ejemplo, para ampliar el período de recuperación que se les concede a las aseguradoras afectadas. No obstante, los supervisores no deben relajar los criterios y sí instar a las aseguradoras a elaborar planes creíbles para garantizar que puedan recuperar la solvencia sin dejar de prestar la cobertura necesaria a los asegurados.

Los **administradores de activos** deben seguir garantizando la aplicación sólida y eficaz de los marcos de gestión del riesgo de liquidez. Los reguladores deben fomentar la disponibilidad de una amplia batería de herramientas para gestionar la liquidez y alentar a los gestores de fondos a utilizar todas las herramientas disponibles de cuando hacerlo redunde en beneficio de los participantes. Los organismos normativos deben reconsiderar el marco prudencial de los administradores de activos.

La **cooperación multilateral** es imprescindible para proteger el sistema financiero mundial. Es posible que deban proporcionarse líneas bilaterales y multilaterales de crédito recíproco a un grupo más amplio de países, a fin de aliviar las presiones sobre el financiamiento en divisas. Asimismo, debe evitarse el desmantelamiento de la regulación financiera internacional o su fragmentación con medidas internas que desvirtúen las normativas internacionales.