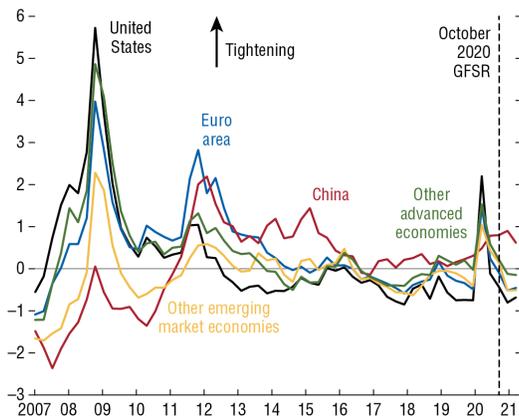


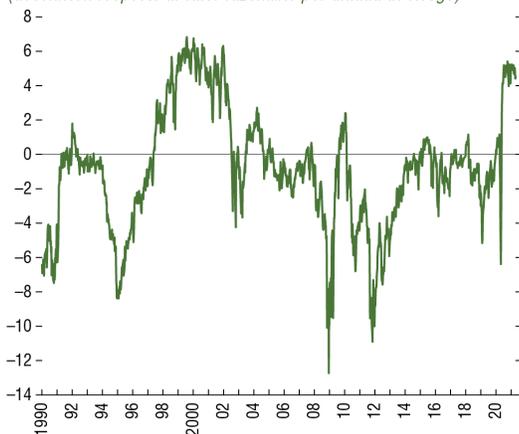
## Informe sobre la estabilidad financiera mundial de abril de 2021: Adelantarse a un legado de vulnerabilidades

**Gráfico 1. Índices de las condiciones financieras**  
(desviación estándar respecto a la media)



Source: IMF staff calculations.  
Note: GFSR = Global Financial Stability Report.

**Gráfico 2. Desajuste en el mercado de valores de Estados Unidos**  
(desviación respecto al valor razonable por unidad de riesgo)



Source: IMF staff calculations.

Las excepcionales medidas de política han relajado las condiciones financieras y han respaldado la economía, ayudando a contener los riesgos para la estabilidad financiera. No obstante, las medidas adoptadas durante la pandemia podrían tener consecuencias no intencionadas, como tensiones en las valoraciones y un incremento de las vulnerabilidades financieras. Se prevé que la recuperación sea asincrónica y divergente entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes. Ante las amplias necesidades de financiamiento externo, los mercados emergentes enfrentan enormes desafíos, especialmente si un aumento persistente de las tasas de interés en Estados Unidos trae consigo una revaloración del riesgo y un endurecimiento de las condiciones financieras. En muchos países, el sector empresarial sale de la pandemia sobreendeudado, con diferencias notables según el tamaño y el sector de la empresa. Las dudas en torno a la calidad del crédito de los prestatarios más afectados y las perspectivas de rentabilidad probablemente lastrarán el apetito por el riesgo de los bancos durante la recuperación. Es urgente pasar a la acción para evitar un legado de vulnerabilidades. Los responsables de la política económica deben intervenir de forma temprana y emplear selectivamente algunas herramientas de política macroprudencial más restrictivas, evitando al mismo tiempo un amplio endurecimiento de las condiciones financieras. Asimismo, deben respaldar el saneamiento de los balances para fomentar una recuperación sostenible e inclusiva.

Gracias a las masivas políticas de apoyo, el sistema financiero mundial se ha mostrado resiliente durante la pandemia de COVID-19 y las condiciones financieras se han relajado considerablemente (gráfico 1), lo cual ha contribuido a mantener el flujo de crédito a hogares y empresas, ha facilitado la recuperación y ha contenido los riesgos financieros. La mejora de las perspectivas económicas ha reducido claramente la gama de resultados adversos, pero aún existen importantes riesgos a la baja para el crecimiento futuro del PIB.

Se plantean dos temas generales. En primer lugar, las políticas de apoyo sin parangón podrían tener consecuencias no intencionadas: la excesiva asunción de riesgos en los mercados contribuye a tensionar las valoraciones y, de no abordarse, el aumento de las vulnerabilidades financieras podría convertir al legado de vulnerabilidades en estructural. Desde el tercer trimestre de 2020, las bolsas se han recuperado enérgicamente, espoleadas por las expectativas de una rápida recuperación económica y el mantenimiento de las políticas de apoyo. Ahora negocian a niveles significativamente superiores a los sugeridos por modelos basados en los fundamentos económicos (gráfico 2). Si bien las previsiones de beneficios han mejorado, las tasas de interés libres de riesgo reales, históricamente bajas (a pesar de los incrementos más recientes), han brindado hasta la fecha un apoyo fundamental a las valoraciones. En el mercado de bonos corporativos, los diferenciales han mantenido su elevada contracción.

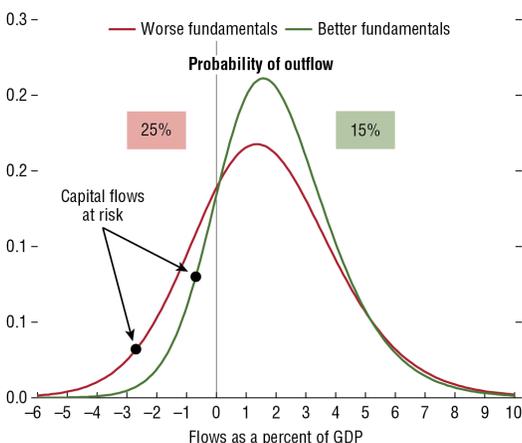
Las tasas de interés a largo plazo han registrado un incremento

**Gráfico 3. Tasas reales y nominales a 10 años en Estados Unidos**  
(porcentaje)



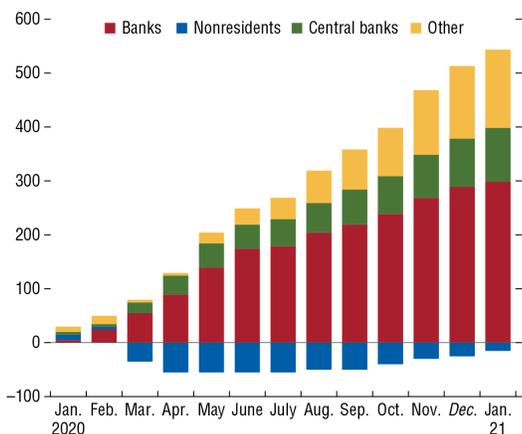
Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.  
Note: Inflation breakevens are measures of expected inflation derived from inflation-linked bonds.

**Gráfico 4. Flujos de inversión de cartera en riesgo en países con mejores vs. peores fundamentos económicos**  
(función de densidad de probabilidad)



Source: IMF staff calculations.

**Gráfico 5. Variación de las tenencias de bonos soberanos nacionales de mercados emergentes**  
(miles de millones de dólares de EE.UU., variación acumulada)



Sources: Haver Analytics; national sources; and IMF staff calculations.  
Note: Based on a sample of 12 major emerging markets. Domestic bonds are primarily denominated in local currency. Figures are converted to US dollars at end-of-month exchange rates.

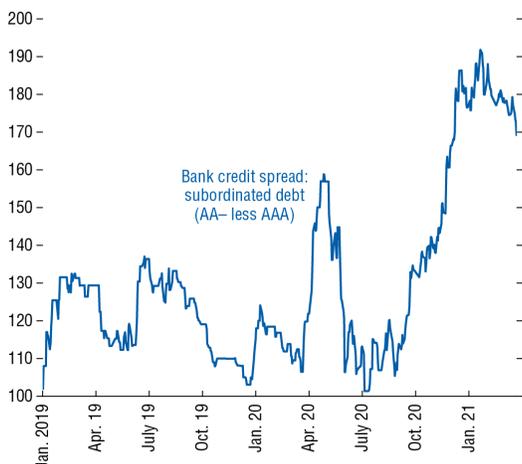
significativo, sobre todo en Estados Unidos, reflejo en parte del aumento de la confianza de los inversionistas en las perspectivas (gráfico 3). Aunque un aumento gradual de las tasas de interés respaldado por la mejora de los fundamentos económicos podría ser bien recibido, un incremento rápido y persistente, en especial de las tasas de interés reales, podría provocar una revaloración del riesgo en los mercados y un endurecimiento repentino de las condiciones financieras. Un endurecimiento tal, unido a las elevadas vulnerabilidades financieras, podría repercutir en la confianza y poner en peligro la estabilidad macrofinanciera, en particular en los mercados emergentes.

En segundo lugar, se prevé que la recuperación sea asíncrona y divergente entre las economías (véase la edición de abril de 2021 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés)). Existe el riesgo de que las condiciones financieras de las economías de mercados emergentes registren un fuerte endurecimiento, en especial si los responsables de la política económica de las economías avanzadas adoptan medidas para normalizar las políticas. Un entorno financiero menos favorable podría provocar amplias salidas de flujos de inversión de cartera y plantear importantes dificultades a algunas economías emergentes y preemergentes, teniendo en cuenta las importantes necesidades de financiamiento que enfrentan este año. El análisis del personal técnico del FMI señala la mejora continuada de las perspectivas para los flujos de inversión de cartera, principalmente debido a la relajación de las condiciones financieras mundiales (gráfico 4). De todos modos, los países con mayor debilidad de los fundamentos económicos o acceso limitado a las vacunas contra la COVID-19 son vulnerables. En los mercados emergentes, la vinculación entre los bancos y la deuda soberana ha empeorado, puesto que los bancos nacionales han absorbido el grueso del incremento de la deuda interna (gráfico 5). En muchas economías de mercados preemergentes, el acceso al mercado sigue siendo limitado.

China se ha recuperado más rápidamente que otros países, pero a costa de ampliar la acumulación de vulnerabilidades, en especial deuda corporativa de riesgo. Las condiciones financieras podrían tornarse menos favorables en un entorno de expectativas de endurecimiento de las políticas y nuevas medidas para imponer disciplina a bancos, gobiernos locales y promotores inmobiliarios, así como de creciente incertidumbre en torno a las garantías implícitas. Las condiciones de financiamiento de los instrumentos de capital para los bancos más pequeños y débiles se han endurecido (gráfico 6). Las autoridades nacionales afrontan el problema delicado pero urgente de corregir las garantías implícitas, una tarea que debe manejarse con delicadeza, debido a la posibilidad de que se produzca una revaloración desordenada.

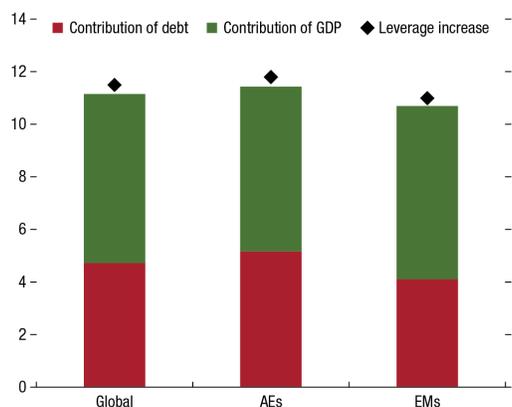
El sector empresarial mundial se ha visto muy afectado por la pandemia. Las excepcionales políticas de apoyo han contribuido a mitigar sus efectos. Las grandes empresas con acceso al mercado han aprovechado las condiciones favorables para emitir deuda y hacer frente a las presiones sobre la liquidez (gráficos 7 y 8). Sin embargo, el apalancamiento empresarial acumulado

**Gráfico 6. Bancos chinos: Diferenciales de deuda**  
(puntos básicos; deuda subordinada)



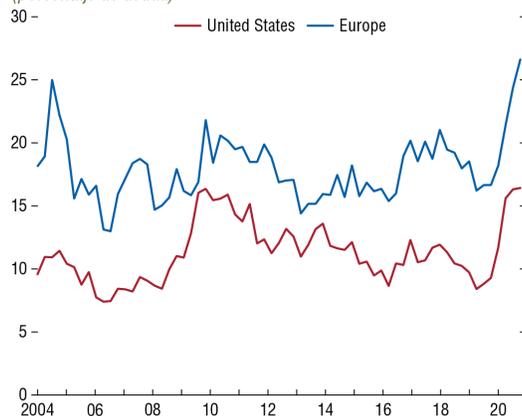
Sources: Bloomberg Finance L.P.; ChinaBond; and IMF staff calculations.

**Gráfico 7. Variación de la deuda de sociedades no financieras**  
(puntos porcentuales del PIB; 2019:T4 a 2020:T3)



Sources: Institute of International Finance (IIF); and IMF staff calculations.  
Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging markets.

**Gráfico 8. Tenencia mediana de efectivo de sociedades de alto rendimiento en Estados Unidos y Europa**  
(porcentaje de deuda)



Sources: Morgan Stanley; and IMF staff.

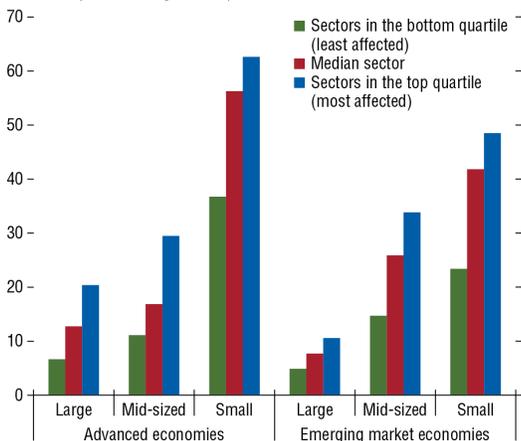
gracias a las condiciones financieras favorables plantea un dilema a las autoridades responsables de la política económica, ya que el estímulo a corto plazo de la actividad económica debe ponderarse frente al incremento de las vulnerabilidades y los riesgos a la baja para el crecimiento futuro (véase el capítulo 2).

Una evaluación más detallada de las empresas concluye que existen diferencias de desempeño considerables según el sector y el tamaño de las empresas. El análisis del personal técnico del FMI indica que las tensiones de liquidez son elevadas en las pequeñas empresas de la mayoría de los sectores y países, mientras que las tensiones de solvencia presentan niveles altos en las pequeñas empresas, pero también son considerables en las empresas medianas e incluso en las grandes en los sectores más afectados (gráfico 9). El capítulo 1 propone un marco para valorar si las empresas deben depender del financiamiento de mercado, buscar el apoyo del gobierno u optar por la reestructuración o la liquidación.

La crisis ha afectado enormemente al sector inmobiliario comercial (véase el capítulo 3). Las transacciones y los precios de los bienes inmuebles de uso comercial cayeron en 2020 (gráfico 10). En parte, los efectos adversos para los segmentos minorista, de oficinas y hotelero podrían ser estructurales, puesto que cada vez más algunas actividades se celebran de forma virtual o se trasladan a zonas alejadas de las grandes ciudades. De producirse un descenso estructural de la demanda, el valor razonable de los bienes inmuebles de uso comercial podría registrar una fuerte caída: se estima que un incremento permanente de 5 puntos porcentuales de la tasa de vacantes, en promedio, genera una disminución del valor razonable de aproximadamente el 15% transcurridos cinco años (gráfico 11). Desde la pandemia, parece que la desalineación de precios ha aumentado. Esta evolución, si persiste, podría plantear riesgos a la baja para el crecimiento.

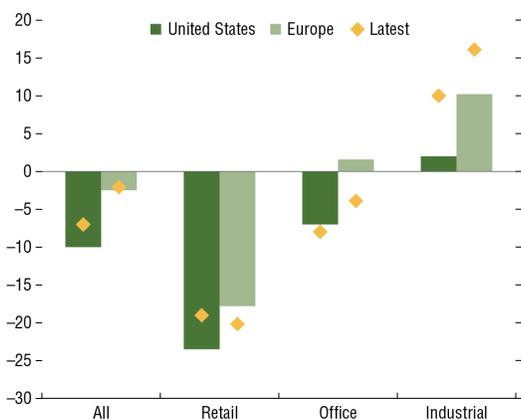
Los bancos entraron en la pandemia con amplias reservas de capital y liquidez gracias a las reformas reguladoras aplicadas tras la crisis financiera de 2007–08 y, hasta la fecha, se han mostrado resilientes. No obstante, está por verse en qué medida seguirán ofreciendo crédito durante la recuperación. Mientras que el crecimiento de los préstamos, especialmente a empresas, se ha desacelerado en algunos países, se prevé que la demanda de préstamos se consolide una vez que la recuperación gane fuerza, sobre todo allí donde ha sido más débil. De todos modos, en la mayoría de los países, los oficiales de crédito no prevén una relajación de las normativas sobre concesión de préstamos (gráfico 12). El abandono gradual de las políticas de apoyo podría tener repercusiones significativas para algunos bancos, reduciendo seguramente su apetito por el préstamo. Además, para la mayoría de los bancos, la incertidumbre que rodea las pérdidas crediticias y las malas perspectivas de rentabilidad probablemente desalentarán una significativa reducción de los colchones de capital en apoyo a la recuperación. Tales restricciones serían especialmente preocupantes para las empresas con opciones de financiamiento limitadas y mayor dependencia del crédito bancario. Las autoridades deben seguir alentando a los bancos a emplear sus colchones, cuando sea prudente, para apoyar la recuperación.

**Gráfico 9. Indicadores de tensión de solvencia**  
(proporción de deuda de empresas con tensión de solvencia elevada en porcentaje de la deuda total de todas las empresas en los respectivos segmentos)



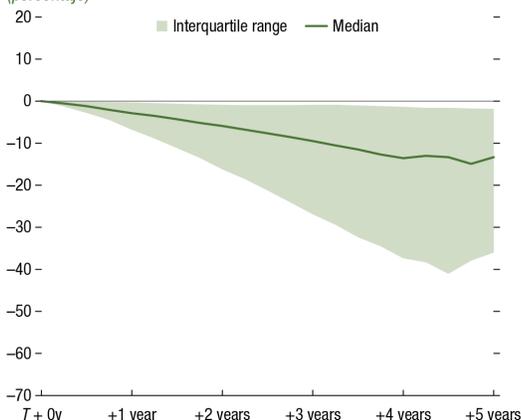
Sources: S&P Capital IQ; and IMF staff.  
Note: Large, mid-sized, and small firms are defined by total assets.

**Gráfico 10. Precios de los inmuebles comerciales**  
(porcentaje, 2020:T2 e interanual más reciente)



Source: Green Street Advisors.  
Note: Latest data available are for January 2021 in Europe and February 2021 in the United States.

**Gráfico 11. Respuesta de los precios de los bienes inmuebles de uso comercial a un shock permanente de la tasa de vacantes**  
(porcentaje)



Sources: Haver Analytics; MSCI Real Estate; and IMF staff calculations.  
Note: See Chapter 3 for background. 7 denotes quarter of shock.

Hasta que se consolide una recuperación sostenible e inclusiva, las actuales políticas de apoyo seguirán siendo esenciales para mantener el flujo de crédito hacia la economía y evitar que la pandemia sea una amenaza para el sistema financiero mundial. La política monetaria deberá mantener su orientación acomodaticia hasta que se alcancen los objetivos de política establecidos por mandato. Los responsables de la política económica deben actuar rápidamente para evitar que las vulnerabilidades financieras se enquisten y se conviertan en estructurales. Habida cuenta del posible desfase entre la activación y los efectos de las herramientas macroprudenciales, los encargados de formular la política económica deberían adoptar medidas tempranas.

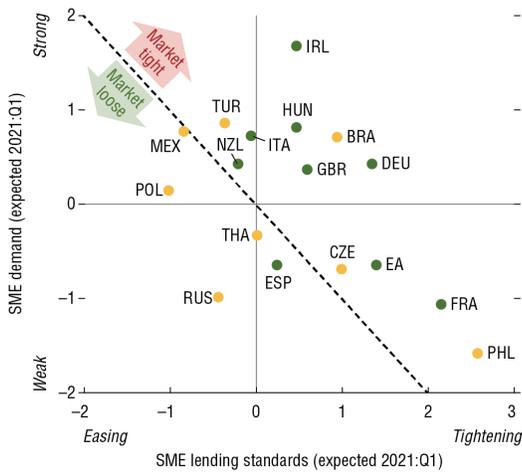
Es preciso endurecer selectivamente algunas herramientas de política macroprudencial para abordar las bolsas de elevada vulnerabilidad, evitando a la vez un endurecimiento general de las condiciones financieras. Si no se dispone de tales herramientas (como ocurre en algunos segmentos del sector de la intermediación financiera no bancaria), las autoridades económicas deben crearlos con prontitud. Ante las dificultades que plantean el diseño y la puesta en funcionamiento de herramientas macroprudenciales con arreglo a los marcos existentes, las autoridades económicas deberían plantearse también la creación de otras clases de colchones para proteger el sistema financiero.

En las economías de mercados emergentes y preemergentes, los países con acceso al mercado deberían aprovechar las favorables condiciones de financiamiento para mejorar la composición de la estructura de la deuda. Los países con limitado acceso al mercado probablemente requerirán asistencia adicional por parte de la comunidad internacional. Para otros países que afrontan importantes dificultades relacionadas con la carga de la deuda, sería beneficioso llevar a cabo una reestructuración más profunda. El Marco Común para el Tratamiento de la Deuda del Grupo de los Veinte (G-20) puede ayudar a corregir las vulnerabilidades de la deuda. Siempre que sea posible, debe ser prioritario regenerar los colchones para poder afrontar eventuales ajustes repentinos de precios y una brusca reversión de los flujos de capital.

También es urgente sanear los balances de las empresas para facilitar una recuperación sostenible e inclusiva. Quizá se requieran políticas de apoyo selectivas, directas y específicas para empresas viables con acceso limitado al mercado y que enfrentan temporalmente riesgos de liquidez o solvencia. En vista de que los recursos fiscales son muy limitados en algunas jurisdicciones, los responsables de la política económica deberían acelerar también las reformas encaminadas a mejorar los marcos de resolución, incluido el desarrollo de los mercados de deuda problemática y préstamos en mora.

Una vez que se aclare el alcance de los cambios estructurales en el sector inmobiliario comercial, deben emplearse herramientas de política macroprudencial selectivas (tales como la relación préstamo/valor o el coeficiente de cobertura del servicio de la deuda) para reducir los riesgos a la baja para el crecimiento. El

**Gráfico 12. Normativas sobre concesión de préstamos a pymes y demanda de préstamos esperada**  
(desviaciones estándar)



Source: IMF staff calculations.  
Note: Countries are identified by three-letter International Organization for Standardization (ISO) country codes. Expected refers to next 3 months. Green dots = advanced economies; yellow dots = emerging markets; EA = euro area; SME = small and medium enterprises.

momento óptimo de estas medidas de política depende del ritmo de recuperación específico de cada economía y del grado de vulnerabilidad financiera en el sector inmobiliario comercial. Será también crucial ampliar el conjunto de instrumentos macroprudenciales de modo que abarquen las instituciones financieras no bancarias que participan en algunos mercados de financiamiento de inmuebles de uso comercial.

En el sector financiero, las indicaciones regulatorias orientadas a evitar una prociclicidad excesiva en la dotación de provisiones siguen siendo pertinentes, pero este comportamiento debe ser objeto de control supervisor. En los países que están superando la pandemia, las restricciones a la distribución de capital deben o bien mantenerse, o bien relajarse progresivamente, siempre y cuando las pruebas de resistencia determinen que los bancos siguen manteniendo una buena capitalización.