

Las vacunas revitalizan los mercados, pero deben mantenerse las políticas de apoyo

Sinopsis de la actualización del Informe sobre la estabilidad financiera mundial

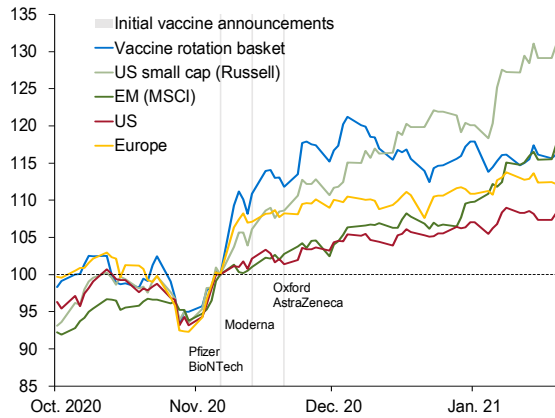
- La autorización y distribución de las vacunas ha dado un empuje a las expectativas de recuperación a escala mundial y ha provocado un aumento de los precios de los activos de riesgo, a pesar del incremento del número de casos de COVID-19 y la persistente incertidumbre en torno a las perspectivas económicas.
- Hasta que el acceso a las vacunas sea generalizado, el repunte de los mercados y la recuperación de la economía estarán supeditados al mantenimiento de las políticas monetarias y fiscales de apoyo. Una distribución desigual de las vacunas podría agravar las vulnerabilidades financieras, en especial en las economías preemergentes.
- La actual recuperación de los flujos de inversión de cartera ofrece mejores opciones de financiamiento a las economías de mercados emergentes que enfrentan importantes necesidades de refinanciamiento en 2021.
- Hasta la fecha, las políticas acomodaticias han aliviado las tensiones de liquidez, pero en un futuro próximo podrían reaparecer las presiones sobre la solvencia, sobre todo en segmentos de mayor riesgo de los mercados crediticios y en los sectores más afectados por la pandemia. En un entorno de tasas de interés reducidas, los problemas de rentabilidad podrían lastrar la capacidad y la voluntad de préstamo de los bancos en el futuro.
- Las autoridades económicas deben seguir prestando apoyo hasta que se consolide una recuperación sostenida, ya que si las ayudas no son suficientes, podría ponerse en peligro la recuperación de la economía mundial. No obstante, con los inversionistas apostando que se mantendrán las políticas de apoyo y un exceso de confianza filtrándose en los mercados por el nuevo aumento de las valoraciones de activos, las autoridades económicas también deben estar preparadas para hacer frente a los riesgos de corrección de los mercados.
- Como se espera que la política monetaria mantenga su orientación acomodaticia en los próximos años, los responsables de la política económica deben contener las crecientes vulnerabilidades para no poner en riesgo el crecimiento a mediano plazo.

Las políticas como puente a las vacunas

Los mercados financieros han mirado más allá del rebrote mundial de casos de COVID-19. Los anuncios y la distribución de las vacunas han hecho aumentar la esperanza de que se produzca una recuperación económica mundial en 2021 y han hecho subir los precios de los activos de riesgo. La velocidad de la recuperación estará supeditada fundamentalmente a la producción, las redes de distribución y el acceso a las vacunas. Como se subraya en la edición de enero de 2021 de la

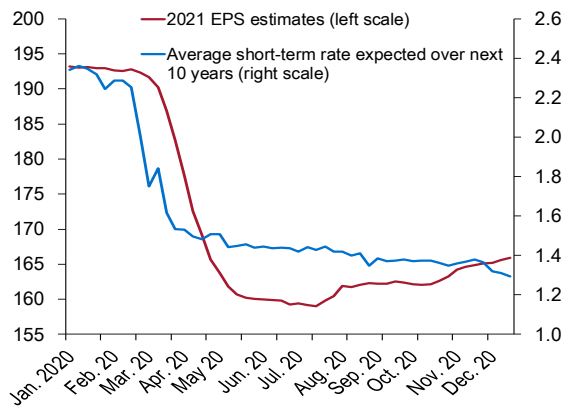
ACTUALIZACIÓN DEL INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL, ENERO DE 2021

Figure 1. Equity Market Performance
(Index; November 6, 2020 = 100)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: Vaccine rotation basket is an equal weighted index of US hotels and real estate and world airline equities. EM = emerging markets.

Figure 2. US Earnings Revisions and Rate Expectations
(US dollars a share, left scale; percent, right scale)



Source: IMF staff calculations.
Note: Earnings per share (EPS) based on Thomson Reuters Datastream IBES for the S&P 500; average expected short-term rates derived from Treasury bonds and Adrian, Crump, and Moench model.

actualización de las *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO), el mantenimiento de las políticas monetarias y fiscales de apoyo sigue siendo esencial para reducir la incertidumbre prolongada, tender puentes hacia la recuperación y asegurar la estabilidad financiera.

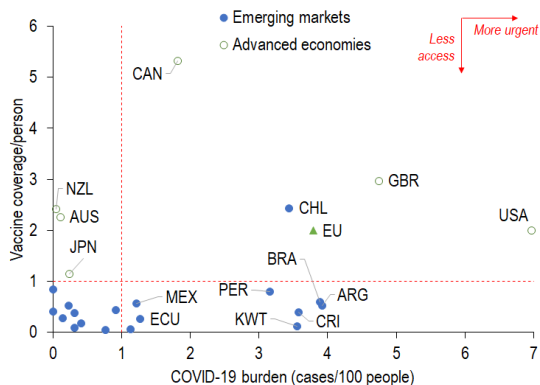
Los riesgos para el escenario de referencia podrían poner en peligro la estabilidad financiera en algunos sectores y regiones. Un retraso en la recuperación haría necesario prolongar las políticas acomodaticias, lo cual avivaría todavía más las vulnerabilidades financieras. Una distribución desigual de las vacunas y una recuperación asincrónica podrían hacer peligrar los flujos de capital hacia economías de mercados emergentes, especialmente si las economías avanzadas comienzan a normalizar sus políticas, y algunos países podrían enfrentarse a enormes desafíos. Una corrección de los precios de los activos, en caso de que los inversionistas revalúen repentinamente las perspectivas de crecimiento o para las políticas, unida a las elevadas vulnerabilidades, podría tener efectos indirectos sobre la confianza y poner en peligro la estabilidad macrofinanciera.

Por fin buenas noticias

El anuncio antes de lo previsto de vacunas eficaces contra la COVID-19 ha incrementado la confianza del mercado, allanando el camino a la recuperación económica mundial. Algunas industrias, como son las aerolíneas, la hostelería y los servicios de consumo, repuntaron a finales de 2020, coincidiendo con la reorientación de los inversionistas hacia estos sectores, anteriormente maltrechos, en busca de valor (gráfico 1). Los precios de las acciones de empresas más pequeñas, incluso en el sector de energías limpias, también se vieron beneficiados. En las economías avanzadas, los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de inversión no especulativa y de alto

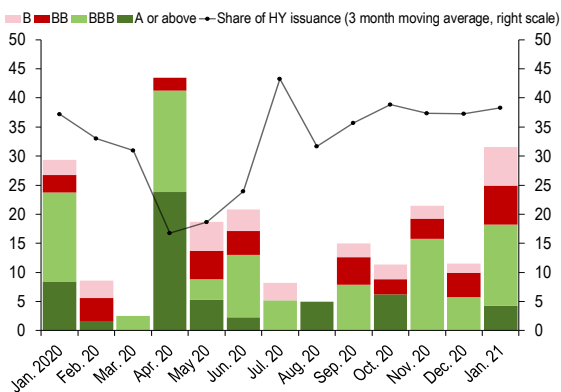
ACTUALIZACIÓN DEL INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL, ENERO DE 2021

Figure 3. COVID-19 Infections and Vaccine Preorders



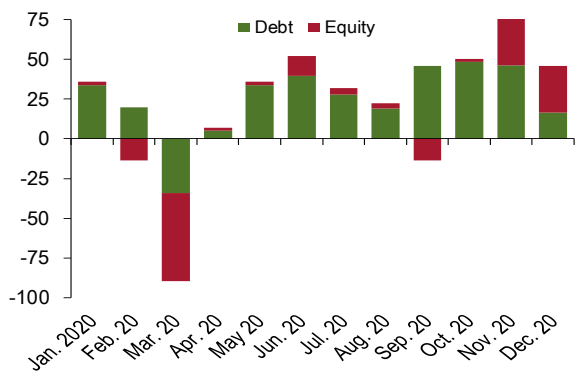
Source: Duke Global Health Innovation Center.
 Note: Vaccine preorders refers to confirmed doses as of January 19, 2021. EU = European Union. Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

Figure 4. Emerging Market Sovereign Bond Issuance
 (Billions of US dollars; share in percent)



Sources: Bondradar; and IMF staff calculations.
 Note: Refers to international hard currency bond issuance. January 2021 is partial data through January 20. HY = high yield.

Figure 5. Portfolio Flows to Emerging Markets
 (US billions)



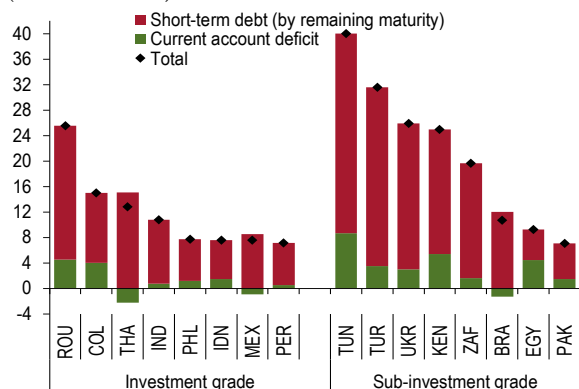
Sources: Institute of International Finance; and IMF staff calculations.

rendimiento han registrado una fuerte contracción, acercándose o incluso situándose por debajo de los niveles observados antes de febrero de 2020; las tasas de interés, por su parte, han alcanzado mínimos históricos, y los inversionistas siguen buscando rendimientos. Los diferenciales de la deuda soberana de mercados emergentes han registrado una dinámica de compresión similar.

Los mercados financieros han hecho caso omiso de la más reciente ralentización de la actividad económica. La ola de infecciones de COVID-19 y las consiguientes y rigurosas medidas desde finales de 2020 han afectado negativamente a la actividad económica en muchos países, lo cual apunta a una posible desaceleración en el cuarto trimestre (véase la edición de enero de 2021 de la actualización del informe WEO). Sin embargo, a pesar de la persistente incertidumbre en torno a las perspectivas económicas, parece que los inversionistas mantienen su confianza en las perspectivas de crecimiento para 2021, defendiendo que el mantenimiento de las políticas de apoyo compensará cualquier posible desengaño a corto plazo. La desconexión entre los mercados financieros y la economía, de la cual tanto se ha hablado, persiste. A pesar del reciente incremento de las tasas de interés a largo plazo en Estados Unidos, los participantes en el mercado se remiten a las expectativas de tasas muy reducidas en los próximos años y las revisiones al alza de las previsiones de beneficios después de que se anunciase las vacunas para justificar el repunte de los mercados (gráfico 2).

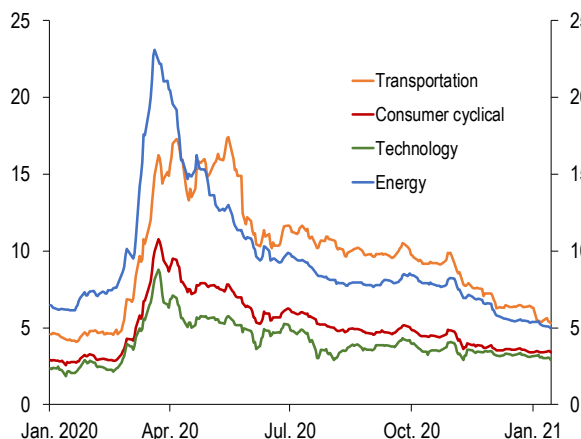
Es probable que el acceso a las vacunas sea desigual y, para que su distribución sea equitativa, habrá que esperar. Muchas economías avanzadas, como Canadá, Estados Unidos, el Reino Unido y algunos países de la Unión Europea, han comprado vacunas por anticipado, con una amplia cobertura per cápita. En cambio, la adquisición de dosis de vacunas para

Figure 6. 2021 Gross External Financing Needs
(Percent of GDP)



Sources: National authorities; and IMF staff calculations.
Note: Brazil, Romania, South Africa, Thailand, and Ukraine report intercompany lending in their gross external financing needs.

Figure 7. US High-Yield Spreads
(Percent)



Sources: S&P Global; and IMF staff calculations.

economías de mercados emergentes y en desarrollo, ya sea mediante negociación directa o a través de COVAX, el pilar multilateral de las vacunas, lleva un retraso considerable¹. El acceso a las vacunas reviste especial urgencia en los países en los que el número de casos viene acelerándose recientemente o se mantiene muy elevado (gráfico 3).

Por el momento no hay crisis financiera mundial; no la creemos ahora.

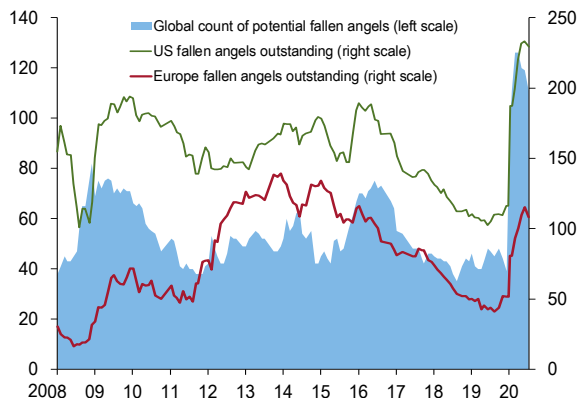
El retraso en el acceso a servicios integrales de salud podría impedir una recuperación mundial completa y poner en peligro el sistema financiero mundial. Las economías de mercados emergentes fueron responsables aproximadamente del 65% del crecimiento mundial (en torno al 40%, si se excluye China) en 2017–19, de modo que un retraso en la lucha contra la pandemia en estos países no auguraría nada bueno para la economía mundial. Una perturbación de las cadenas de suministro podría afectar a la rentabilidad empresarial, incluso en las regiones en las que la pandemia está controlada. Asimismo, como el crecimiento es un elemento fundamental para la estabilidad financiera, una recuperación desigual y parcial puede hacer peligrar la solidez del sistema financiero.

Las necesidades de financiamiento de los mercados emergentes son considerables. Es probable que los amplios y persistentes déficits fiscales de la mayoría de las economías de mercados emergentes y preemergentes se mantengan en 2021, aunque en niveles inferiores a los de 2020. En el escenario de base del informe WEO, marcado por el mantenimiento de las condiciones financieras favorables, el

¹ COVAX —el pilar de las vacunas del Acceptor del acceso a las herramientas contra la COVID-19 (ACT, por sus siglas en inglés), una asociación compuesta por la Organización Mundial de la Salud, la Comisión Europea y Francia— se encarga de desarrollar y ofrecer un acceso innovador y equitativo a las vacunas de la COVID-19 a todos los países participantes. COVAX fue creado en abril de 2020 para dar respuesta a la pandemia y tiene por objetivo proporcionar 2.000 millones de dosis antes del final de 2021.

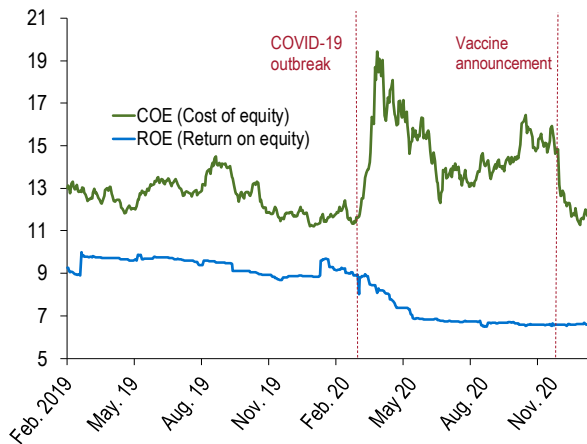
ACTUALIZACIÓN DEL INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL, ENERO DE 2021

Figure 8. Evolution of Potential “Fallen Angels”
(Count, left scale; US billions, right scale)



Sources: ICE BAML; S&P Global; and IMF staff calculations.
Note: See text for definition of “fallen angel” companies.

Figure 9. European Bank Performance Metrics
(Percent)

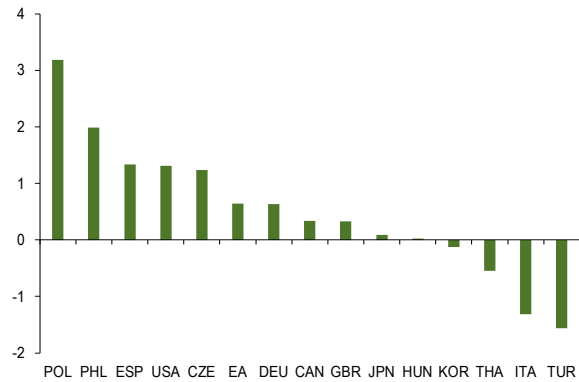


Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: 2022 consensus EPS forecasts are used for the market-implied cost of equity, with consensus expectations used for ROE.

financiamiento de los mercados seguirá siendo una fuente significativa de provisión de fondos, como viene siendo el caso en los últimos meses (gráfico 4). La reanudación de los flujos de inversión de cartera es esencial para la estabilidad de muchas economías de mercados emergentes (gráfico 5); es fundamental que se mantenga el acceso a los mercados. Una recuperación desigual de la economía mundial, provocada por el retraso en los mecanismos de salud y vacunación, podría suponer un enorme problema para las economías emergentes y preemergentes. Como algunos países ya se ven constreñidos por el limitado margen de maniobra de las políticas, especialmente allí donde el acceso a los mercados de capital no se ha restablecido plenamente, la perspectiva de un aumento de las tasas de interés a largo plazo, a medida que los bancos centrales de las economías avanzadas estén más cerca de normalizar la política monetaria, puede poner en peligro la renovación de sus amplias necesidades de financiamiento externo (gráfico 6).

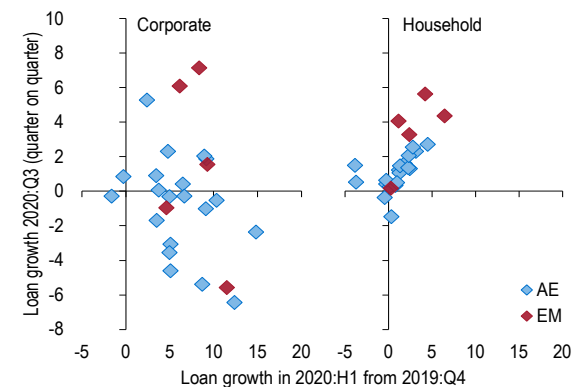
Aunque, hasta la fecha, las tensiones de liquidez han sido limitadas, los riesgos siguen presentes en el sector de las sociedades no financieras. Como consecuencia de las políticas de apoyo sin parangón, los diferenciales se han recuperado casi por completo, incluso en el sector con calificación de inversión inferior al nivel de inversión no especulativa, aunque se mantienen algunas diferencias sectoriales (gráfico 7). Las tasas de morosidad de las grandes empresas se han mantenido muy por debajo de los niveles máximos anteriores, mientras que las quiebras de empresas más pequeñas han seguido siendo reducidas y, en algunos casos, han disminuido. De todos modos, sigue habiendo dificultades. Por ejemplo, el número de posibles «ángeles caídos» (es decir, empresas con una calificación de BBB- y perspectivas negativas) se ha triplicado en todo el mundo desde el comienzo de la pandemia y, en algunas jurisdicciones (por ejemplo, Estados Unidos y la

Figure 10. Bank Lending Standards, Nonfinancial Firms
(Standard deviations from mean; higher is tighter; Q3 2020)



Sources: CEIC; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

Figure 11. Bank Loan Growth
(Percent)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.
Note: AE = advanced economy; EM = emerging market.

Unión Europea) la posibilidad de que se produzcan nuevas rebajas de las calificaciones es elevada (gráfico 8). En China, las quiebras de empresas estatales en el último trimestre de 2020 indican que sigue siendo prioritario abordar las vulnerabilidades financieras. En última instancia, la solidez del sector empresarial mundial dependerá fundamentalmente de la evolución de la pandemia, así como del alcance y la duración de las políticas de apoyo. Si los inversionistas se replantean las perspectivas de crecimiento económico y para las políticas monetaria y fiscal, podrían reaparecer las presiones sobre la liquidez, así como el riesgo de que se conviertan en insolvencias.

La deuda de los hogares podría aumentar, espoleada por las condiciones financieras acomodaticias.

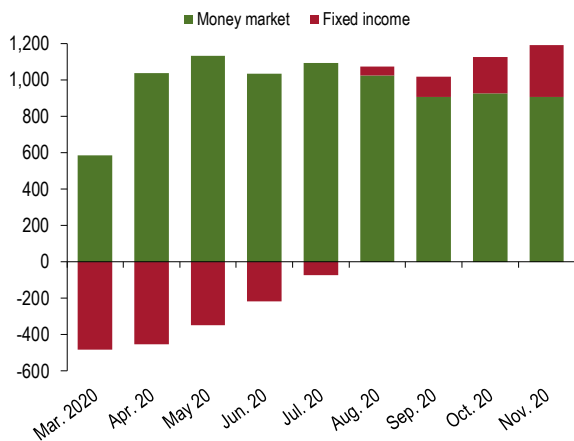
Por el momento, las tensiones sobre el sector hogares han quedado mitigadas por las amplias ayudas públicas y los programas de alivio, así como por el descenso de las tasas de interés, lo cual ha reducido la carga del servicio de la deuda. Sin embargo, los hogares más pobres y marginados se han visto mucho más afectados que los demás. Esto indica que la distribución de las vulnerabilidades entre algunos hogares no es equitativa y que podrían aumentar las tensiones financieras si se cancelan antes de tiempo las políticas de apoyo, o si la recuperación económica no se completa.

De momento, los bancos no han sido parte del problema.

Los bancos entraron en la pandemia con grandes cantidades de capital y amplias reservas de liquidez, y por el momento han resistido. Además, las políticas de apoyo sin precedentes han contribuido a mantener los flujos de crédito a hogares y empresas. No obstante, los problemas de rentabilidad en un entorno de bajas tasas de interés ponen en entredicho la capacidad o voluntad de los bancos de seguir ofreciendo crédito en los próximos trimestres. Es posible que los bancos teman un incremento de la exposición al

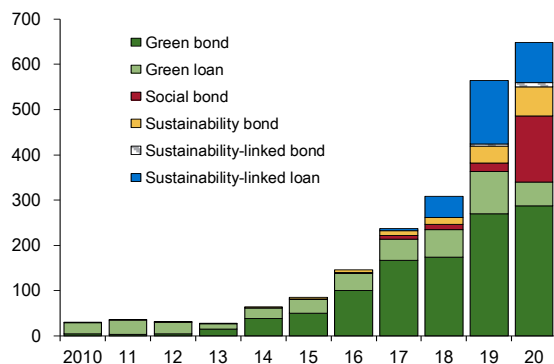
ACTUALIZACIÓN DEL INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL, ENERO DE 2021

Figure 12. Flows into Global Investment Funds
(Billions of US dollars, cumulative since March 2020)



Source: Morningstar.

Figure 13. Global Sustainable Debt Issuance
(Billions of US dollars)



Sources: BloombergNEF; and IMF staff calculations.

Note: 2020 is partial data as of November 30.

crédito y un aumento de los préstamos en mora una vez se retiren las políticas de apoyo, especialmente allí donde la recuperación se retrase o sea incompleta. Asimismo, puede que los bancos enfrenten dificultades a la hora de generar beneficios por encima del costo del capital, en un entorno de compresión continuada del margen financiero neto, manifiesto desde hace tiempo en Japón y Europa (gráfico 9). En algunos casos, las normas de suscripción para las empresas se han endurecido (gráfico 10), y en muchos países el crecimiento de los préstamos bancarios se ha mantenido en niveles reducidos o ha perdido fuerza en los últimos meses (gráfico 11).

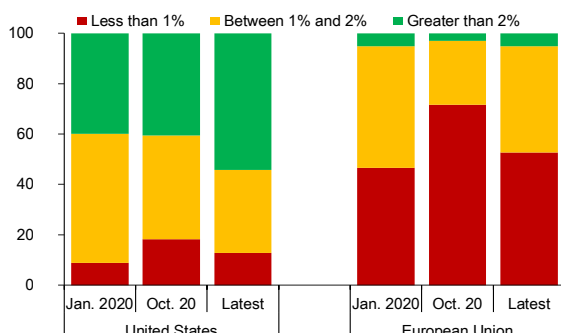
Se han reanudado los flujos de entrada de los fondos de inversión gracias a la mejora de la actitud del mercado. La necesidad imperiosa de invertir el efectivo en un entorno de optimismo en los mercados ha llevado a los inversionistas a buscar rendimientos. Entre marzo y noviembre de 2020, los fondos de renta fija registraron entradas acumuladas por un valor aproximado de USD 280.000 millones, USD 230.000 millones de los cuales se invirtieron a partir de principios de septiembre (gráfico 12). De todos modos, las vulnerabilidades de los fondos de inversión siguen siendo motivo de preocupación: las tensiones en las valoraciones de los activos exponen los fondos de inversión al riesgo de una corrección de precios, y los descalces de liquidez y vencimiento siguen, en gran medida, sin resolverse².

Los mercados de capital cobran mayor importancia como fuente de financiamiento para luchar contra el cambio climático y alcanzar los objetivos sociales, y podrían ser determinantes a la hora de ecologizar la recuperación. La mayor concienciación acerca de la importancia del gasto social, relacionada

² Véase el capítulo 1 de la edición de octubre de 2020 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial y el documento [FSB holistic review \(disponible solo en inglés\)](#).

Figure 14. Market-Implied Probability of Inflation Outcomes

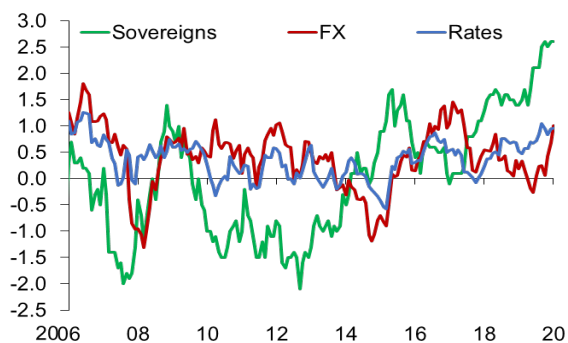
(Percent, over five years)



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

Figure 15. Investor Positioning in Emerging Market Assets

(Reported investment position in excess of average in units of standard deviation)



Source: J.P. Morgan emerging markets client survey as of December 10, 2020. Note: FX = foreign exchange.

probablemente con las iniciativas de lucha contra la pandemia, provocó un incremento muy fuerte de la emisión de bonos sociales en 2020. Los deudores han ganado acceso a fuentes de financiamiento sostenible y se prevé que, en 2020, la emisión de deuda sostenible supere el nivel récord de 2019, situado por encima de los USD 650.000 millones (gráfico 13).

Intentémoslo una vez más

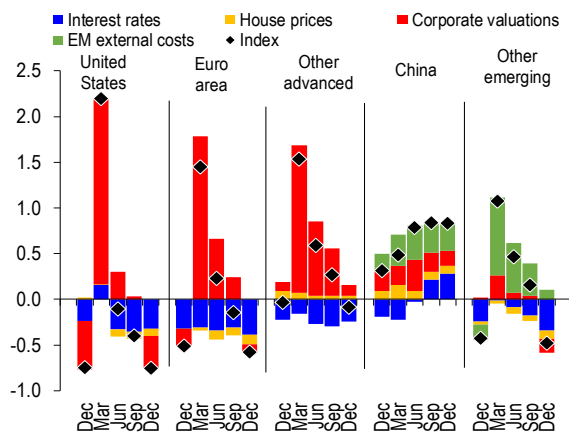
Las actuales políticas de apoyo seguirán siendo necesarias hasta que se consolide una recuperación sostenible, para evitar que la crisis provocada por la pandemia sea un peligro para el sistema financiero mundial. La comunidad internacional debería esforzarse por lograr una cooperación multilateral para el desarrollo y la distribución equitativa de las vacunas en todo el mundo, a fin de garantizar una recuperación económica uniforme y plena. Las autoridades económicas deben salvaguardar los avances logrados hasta la fecha y aprovechar la distribución de las vacunas para retomar un crecimiento sostenible. Para tender puentes hasta el momento en que el acceso a las vacunas sea generalizado, hay que mantener una política monetaria acomodaticia, asegurar el apoyo a la liquidez de hogares y empresas, y contener los riesgos financieros³. Si las políticas de apoyo no son suficientes, podría ponerse en peligro la recuperación, y el FMI y otras instituciones multilaterales están preparados para brindar respaldo adicional de materializarse nuevos riesgos a la baja.

Sin embargo, las autoridades monetarias deben percatarse de los riesgos que conllevaría una corrección de los mercados si los inversionistas reevalúan repentinamente las perspectivas de

³ Véase en la edición de octubre de 2020 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial un análisis de las políticas monetaria, fiscal y financiera en apoyo a la recuperación, así como de las prioridades de las políticas una vez esté controlada la pandemia.

ACTUALIZACIÓN DEL INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL, ENERO DE 2021

Figure 16. Financial Conditions Indices
(Standard deviations from mean)



Source: IMF staff calculations.

Note: Higher indicates tighter financial conditions. EM = emerging market. Series begins December 2019 and ends December 2020.

Note for all charts where applicable: Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

crecimiento o para las políticas. En un entorno de recuperación todavía incipiente, y ante las expectativas de que la inflación será moderada, se prevé que la política monetaria seguirá siendo acomodaticia en los próximos años (gráfico 14). En varios mercados, parece que las valoraciones de los activos están en tensión. El exceso de confianza se está filtrando en los mercados financieros, con los inversionistas apostando aparentemente que se mantendrán las políticas de apoyo, y la uniformidad de la opinión del mercado aumenta el riesgo de corrección de precios (gráfico 15). Un endurecimiento fuerte y repentino de las condiciones financieras con respecto a los niveles actuales, muy reducidos —por ejemplo, como consecuencia de un aumento persistente de las tasas de interés a largo plazo—, podría tener consecuencias especialmente perniciosas si se combina con las vulnerabilidades financieras (gráfico 16).

Por el momento, los riesgos para la estabilidad financiera están bajo control, pero es necesario adoptar medidas para abordar las vulnerabilidades financieras que la crisis ha dejado al descubierto. En materia de políticas, las autoridades económicas se enfrentan a la disyuntiva intertemporal de mantener el apoyo a la recuperación hasta que se afiance un crecimiento sostenido, o abordar las vulnerabilidades financieras que ya existían antes de la pandemia o que han surgido durante ella. Entre estas destacan el incremento de la deuda corporativa, las fragilidades en el sector de las instituciones financieras no bancarias, el aumento de la deuda soberana, los problemas de algunas economías en desarrollo para acceder a los mercados y la disminución de la rentabilidad en algunos sistemas bancarios. Emplear políticas macroprudenciales para abordar tales vulnerabilidades es esencial para no poner en peligro el crecimiento a mediano plazo.