**Estrategias de salida para apoyar la recuperación equitativa y abordar los efectos de la cicatrización de COVID-19 en el sector financiero**

13 julio 2022

Cuando se encargó a fines de 2021, este informe al G20 tenía la intención de discutir las políticas posteriores a un shock pasado. Desde entonces, la situación económica y financiera de los mercados ha evolucionado considerablemente y las vulnerabilidades que las medidas de apoyo a la COVID-19 impidieron que se materializaran ahora pueden pasar a primer plano.

La recuperación de los impactos económicos de la crisis de covid-19 ha sido divergente entre jurisdicciones, en parte debido a diferentes factores cíclicos y estructurales, incluidas las medidas sanitarias, y en parte debido a la diferente duración de las restricciones relacionadas con las políticas sanitarias. La limitada capacidad de proporcionar apoyo adicional en materia de políticas, en particular en forma de estímulo fiscal, ha sido un factor que ha influido en una recuperación relativamente más débil en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas.

La invasión rusa de Ucrania se ha sumado sustancialmente a estos desafíos preexistentes, al causar un revés en el crecimiento mundial, desencadenar una mayor inflación y aumentar la incertidumbre económica.

Las vulnerabilidades de la crisis de la COVID-19 pueden materializarse ahora en un momento en que el espacio de políticas es limitado y las empresas y los hogares han reducido los colchones financieros. Además, una recuperación mundial más desigual aumenta el riesgo de efectos de contagio negativos. En conjunto, estos reveses pueden implicar que los efectos cicatrizantes de la pandemia tienen un mayor potencial para dañar el crecimiento futuro.

Este informe considera las estrategias de salida a través de la lente de la estabilidad financiera y la capacidad del sistema financiero para financiar un crecimiento fuerte y equitativo. Refleja principalmente las experiencias hasta el primer trimestre de 2022. Desde entonces, la situación económica y financiera del mercado ha evolucionado considerablemente. Y la situación evolucionará aún más en los meses entre este informe provisional y el informe final en noviembre, que se entregará al G20 en noviembre de 2022.

El informe final considerará los nuevos desarrollos económicos relevantes y las aportaciones de las partes interesadas con miras a presentar conclusiones sobre los problemas de estabilidad financiera relacionados con los efectos de la COVID-19, y cómo el FSB abordará estos problemas en el futuro.

El FSB invita a las partes interesadas a recibir comentarios sobre el informe, tanto por escrito como en forma de un evento de divulgación dedicado (virtual). Los detalles sobre ambos seguirán en breve.

Tipo(s) de contenido: [Publicaciones](https://www.fsb.org/content_type/publications/), [Informes al G20](https://www.fsb.org/content_type/publications/reports-to-the-g20/) Fuente(s): Área(s) de política del FSB: [COVID-19](https://www.fsb.org/policy_area/covid-19/), [EMDE](https://www.fsb.org/policy_area/emdes/)



Estrategias de salida para apoyar la recuperación equitativa y abordar los efectos de la cicatrización de COVID-19 en el sector financiero

Informe provisional

Resumen ejecutivo

La recuperación de los impactos económicos de la crisis de covid-19 ha sido divergente entre jurisdicciones, en parte debido a diferentes factores cíclicos y estructurales, incluidas las medidas sanitarias, y en parte debido a la diferente duración de las restricciones relacionadas con las políticas sanitarias. La capacidad limitada para proporcionar apoyo político adicional, en particular en forma de estímulo fiscal, ha sido un factor que ha detrás de una recuperación relativamente más débil en muchos EMDE que en los AE. Esto, a su vez, hace que los riesgos de cicatrización en los EMDE generalmente sean mucho más significativos que en los EA. Las interrupciones en las cadenas de suministro mundiales, junto con la recuperación de la demanda mundial, y en algunos países un mayor estímulo de la demanda, crearon una presión al alza sobre la inflación y las condiciones financieras mundiales comenzaron a endurecerse.

La invasión rusa de Ucrania se ha sumado sustancialmente a estos desafíos preexistentes, al causar un revés en el crecimiento mundial, desencadenar una mayor inflación y aumentar la incertidumbre económica. Los elevados precios de los productos básicos aumentan los costos de la industria y, con los altos precios de los alimentos y la energía, pesan sobre los ingresos de los hogares, particularmente en los EMDE.

Esto exacerba los desafíos para los responsables de la formulación de políticas en el apoyo a una recuperación sólida, equitativa e inclusiva. Las vulnerabilidades de la crisis de la COVID-19 pueden materializarse ahora en un momento en que el espacio de políticas es limitado y las empresas y los hogares han reducido los colchones financieros. Además, una recuperación mundial más desigual aumenta el riesgo de efectos de contagio negativos. Y las vulnerabilidades que las medidas de apoyo de COVID19 impidieron que se materializaran ahora pueden pasar a primer plano. En conjunto, estos reveses pueden implicar que los efectos cicatrizantes de la pandemia tienen un mayor potencial para dañar el crecimiento futuro.

Un sistema financiero mundial resiliente es una condición previa necesaria para abordar estos desafíos. Apoya la financiación de la economía mediante un suministro constante de crédito a la economía y primas de riesgo bajas; garantiza una transmisión eficaz de la política monetaria y fiscal, permitiendo así un mayor margen de maniobra; ayuda a amortiguar posibles efectos de contagio externos y garantiza que los mercados financieros puedan seguir fijando el precio de los activos, permitir que se cubra el riesgo y proporcionar transparencia para ayudar a resolver la incertidumbre.

La prevención de los efectos perjudiciales para el crecimiento sostenible a largo plazo requiere la eficacia de las políticas nacionales, la contención de los efectos de contagio transfronterizos y la solución de las cuestiones relativas al sobreendeudamiento. La estrecha cooperación y el intercambio de información se vuelven más críticos para las autoridades a la hora de garantizar respuestas políticas y estrategias de salida adecuadas y adaptadas. Los desafíos actuales subrayan la importancia de garantizar que las combinaciones de políticas de las jurisdicciones evolucionen con las circunstancias económicas, proporcionando las herramientas e incentivos adecuados según sea necesario, sin dejar de ser financieramente sostenibles. En un entorno económico y financiero en rápida evolución, esto requiere una evaluación continua de los impactos, las interacciones y las compensaciones de las políticas que afectan al sector financiero, incluido el uso de pruebas de resistencia para medir el impacto del endurecimiento de las condiciones financieras en la calidad crediticia. Además, una mejor comprensión de la acumulación de apalancamiento oculto en los mercados financieros también debería informar la toma de decisiones. Las autoridades también deberían considerar más a fondo si las medidas de apoyo podrían orientarse más específicamente y de qué manera. La comunicación de políticas puede basarse en las experiencias realizadas durante la pandemia, incluidas las consideraciones contingentes del Estado cuando sea necesario.

La perspectiva de una recuperación económica mundial desigual puede aumentar el riesgo de efectos de contagio negativos y la importancia de las políticas para contenerlos. Las estrategias de salida deben reflejar las condiciones económicas nacionales específicas y evitar reacciones excesivas de los mercados financieros, lo que puede limitar el alcance para diseñar una salida totalmente sincronizada entre jurisdicciones. Por ejemplo, los mensajes claros y coherentes sobre las acciones de los bancos centrales pueden ayudar a los participantes del mercado a apreciar la motivación y los impulsores de las diferencias en la normalización de las políticas entre jurisdicciones. Los efectos de contagio transfronterizos también pueden mitigarse abordando la excesiva prociclicidad de los flujos de capital.

Los enfoques específicos y la eliminación gradual de las medidas de COVID-19 pueden ayudar a mitigar los efectos adversos de la alta deuda y evitar la cicatrización. A tal fin, las jurisdicciones prestan atención a la coordinación de la reducción y eliminación gradual de las medidas de apoyo con la creación y provisión de mecanismos eficaces para hacer frente al sobreendeudamiento resultante de estas medidas de apoyo, teniendo en cuenta al mismo tiempo la necesidad de modificar las medidas de apoyo a la luz de los acontecimientos recientes.

Cuando se encargó a fines de 2021, este informe al G20 tenía la intención de discutir las políticas posteriores a un shock pasado. Desde entonces, la situación económica y financiera del mercado ha evolucionado considerablemente. Y la situación evolucionará aún más en los meses entre este informe provisional y el informe final en noviembre. Teniendo esto en cuenta, el FSB invita a las partes interesadas a recibir comentarios sobre el informe, tanto por escrito como en forma de un evento de divulgación dedicado (virtual).

Este informe refleja principalmente las experiencias realizadas hasta el primer trimestre de 2022. El informe final, que se entregará al G20 en noviembre de 2022, considerará los nuevos desarrollos económicos relevantes y las aportaciones de las partes interesadas con miras a presentar conclusiones sobre los problemas de estabilidad financiera relacionados con los efectos de la COVID-19, y cómo el FSB abordará estos problemas en el futuro.

Introducción

La Presidencia indonesia del G20 pidió al FSB que informara sobre las estrategias de salida que apoyan la recuperación equitativa para la estabilidad financiera. Este trabajo da seguimiento al Informe del FSB de abril de 2021 sobre las medidas de apoyo a la COVID-191 y al Informe de Lecciones Aprendidas sobre la COVID-19 del FSB de octubre de 2021,2 para lograr una recuperación mundial uniforme, sostenible e inclusiva. Este informe provisional se presentará a los ministros de Finanzas y gobernadores de bancos centrales del G20 en julio y el informe final a la Cumbre del G20 en noviembre de 2022.

Una respuesta política rápida, considerable y amplia ha sido clave para limitar las consecuencias económicas del shock de COVID-19. Como reflejo del impacto inmediato y severo del shock en la actividad económica mundial, las autoridades implementaron un paquete sin precedentes de medidas fiscales y monetarias en respuesta, ayudando a mitigar los efectos adversos del shock en la economía real y el sistema financiero. Estas medidas se complementaron con el uso de la flexibilidad regulatoria, destinada a sostener el suministro de financiamiento a la economía real guiado por los Principios COVID-19 del FSB que reforzaron el compromiso con los estándares internacionales. Las medidas fiscales, monetarias y reglamentarias se han apoyado mutuamente.

Las medidas de política adoptadas en respuesta a la conmoción de la COVID-19 tenían por objeto salvar la perturbación económica temporal. A medida que las economías se recuperaban de los efectos de la COVID-19 durante 2021, la cuestión de si, cuándo y cómo extender, enmendar o relajar las medidas de apoyo ganó cada vez más atención. Al mismo tiempo, surgió la preocupación de que la pandemia pudiera causar pérdidas a largo plazo en la producción. Tales efectos de cicatrización pueden ser el resultado del daño a los factores que determinan la producción agregada: capital, trabajo y productividad.3

En una situación en la que muchas jurisdicciones estaban en proceso de abandonar las medidas de apoyo, la invasión rusa de Ucrania ha exacerbado gravemente los desafíos recientes, o ha creado otros nuevos, para garantizar la resiliencia financiera y un flujo sostenido de financiamiento a la economía real. Estos reflejan un crecimiento económico mundial más débil y una inflación más alta, junto con condiciones macroeconómicas más divergentes entre las regiones y una mayor incertidumbre económica. De la misma manera, nuevas interrupciones en las cadenas de suministro globales han reforzado las preguntas sobre el impacto combinado a largo plazo de la pandemia y la guerra en el crecimiento global.

Este informe considera las estrategias de salida a través de la lente de la estabilidad financiera y la capacidad del sistema financiero para financiar un crecimiento fuerte y equitativo. Si bien las respuestas de política se guiarán por consideraciones más amplias, puede haber implicaciones para la estabilidad financiera. Por un lado, una retirada prematura de las medidas de apoyo podría producir efectos procíclicos, reduciendo permanentemente el potencial de crecimiento económico a través de insolvencias y desempleo innecesarios, así como afectando a los balances de los bancos. Además, podría crear efectos de contagio transfronterizos negativos. Por otro lado, si las medidas de apoyo permanecen en vigor durante demasiado tiempo, los riesgos para la estabilidad financiera pueden aumentar gradualmente, distorsionando la asignación de recursos y los precios de los activos, aumentando el riesgo moral, posponiendo el ajuste estructural necesario en la economía y drenando los recursos fiscales. Esto incluye la posible cicatrización a través del sobreendeudamiento, lo que deprime la inversión y el crecimiento.

Este informe provisional analiza las estrategias para salir o modificar las políticas extraordinarias al tiempo que se apoyan la recuperación equitativa y se abordan los efectos de las cicatrices de la COVID-19 en el sector financiero a la luz de los acontecimientos recientes. La primera sección prepara el escenario al discutir cómo la evolución de la pandemia y la invasión rusa de Ucrania han afectado los desafíos que enfrentan las autoridades financieras, y cómo estos se relacionan con las medidas relacionadas con COVID-19 tomadas hasta ahora. En las secciones siguientes se examinan con más detalle los problemas normativos específicos: garantizar la eficacia de las políticas nacionales (sección 2); contener los efectos de contagio transfronterizos (sección 3) y prevenir las cicatrices abordando las cuestiones relativas al sobreendeudamiento (sección 4). En la sección 5 se examina la función de las normas internacionales. La sección final presenta las conclusiones preliminares y los próximos pasos.

Este informe provisional servirá como base para el alcance de las partes interesadas y luego informará el informe final a la Cumbre del G20 en noviembre. Se basa en el intercambio de información por parte de los miembros del FSB y de sus Grupos Consultivos Regionales sobre sus medidas de política relacionadas con COVID-19, una encuesta entre los miembros del FSB sobre estrategias de salida para una recuperación equitativa y abordar los efectos de la cicatrización de COVID-19 en el sector financiero, así como los Principios del FSB que sustentan la respuesta oficial del sector a la pandemia.

**1. Cuestiones para promover una recuperación sólida y equitativa de la COVID-19**

Desde una perspectiva de estabilidad financiera, los problemas para promover una recuperación sólida y equitativa y, por lo tanto, para diseñar e implementar la salida de las medidas de apoyo a la COVID-19, han evolucionado significativamente durante el último año más o menos.

Durante 2021, la recuperación económica mundial, junto con las condiciones de financiación mundial relativamente acomodaticias y el progreso de la vacunación, han respaldado los pasos para salir de las medidas de COVID-19 sin grandes interrupciones en los mercados financieros. Sin embargo, el ritmo de la recuperación económica y el margen para reducir las medidas de apoyo han sido desiguales entre países y regiones. Por ejemplo, muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo (EMDE) han experimentado una recuperación más débil que las principales economías avanzadas (AE). Si bien esta divergencia refleja en cierta medida factores más allá de la COVID-19, como las diferentes posiciones en el ciclo económico y los factores estructurales a más largo plazo, las tasas de vacunación divergentes y las medidas de política sanitaria asociadas han seguido siendo un factor importante del desempeño económico. Las tasas de vacunación más bajas y las incertidumbres sobre la evolución futura de covid-19 pueden implicar efectos negativos prolongados en algunos EMDE. Además, una recuperación relativamente más débil en el contexto de un mayor apoyo fiscal ha limitado aún más el margen de maniobra de las EMDE.

En los últimos trimestres, los desafíos de política relacionados con condiciones de financiamiento global más estrictas han pasado a primer plano. La pandemia ha dejado a las economías con mayores cargas de deuda soberana y, en muchos casos, los ya altos niveles de deuda corporativa aumentaron aún más a medida que las empresas se endeudaron más para cubrir la pérdida de ingresos o aprovechar las tasas de interés históricamente bajas. A medida que la inflación comenzó a aumentar el año pasado, tras las interrupciones en las cadenas de suministro mundiales y un estímulo considerable de la demanda, las condiciones financieras mundiales comenzaron a endurecerse. La combinación de una elevada deuda del sector no financiero y unas condiciones financieras más estrictas pueden crear problemas relacionados con el aumento de los costos del servicio de la deuda y la reducción del espacio fiscal. Este es particularmente el caso de las EMDE cuyos costes de financiación pueden ser particularmente sensibles a los cambios en el apetito por el riesgo de los inversores.

La invasión rusa de Ucrania se ha sumado a estos desafíos preexistentes, al causar un revés al crecimiento mundial, desencadenar una mayor inflación y aumentar la incertidumbre económica. Después de recuperarse del impacto de la pandemia de COVID-19 durante finales de 2021, las perspectivas de crecimiento a corto plazo se han deteriorado en los últimos meses. El FMI proyecta que el crecimiento mundial se desacelerará de un estimado del 6 por ciento en 2021 a alrededor del 3,5 por ciento en 2022 y 2023. Los EMDE a menudo se ven particularmente afectados, ya que el aumento de los precios de los alimentos y la energía pesa sobre los ingresos de los hogares, mientras que el espacio fiscal para contrarrestar tales impactos es limitado. De hecho, las previsiones del FMI indican que la divergencia en las tasas de crecimiento económico aumentará en los próximos años, lo que sugiere que una salida asincrónica es cada vez más probable (gráfico 1, panel izquierdo).

Las presiones inflacionarias han aumentado, en gran parte impulsadas por el papel de Rusia y Ucrania como principales exportadores de productos básicos y granos clave. Los aumentos de los precios de las materias primas exacerbados por la guerra y la ampliación de las presiones sobre los precios han llevado a proyecciones de inflación para 2022 de más del 5,5 por ciento en los AE y más del 8,5 por ciento en los EMDE. El resultado ha sido la consolidación de las expectativas de una eliminación de la acomodación monetaria y un endurecimiento de las condiciones financieras en todo el mundo (Gráfico 1, panel derecho).



El gran cambio en el contexto económico y la elevada incertidumbre también han afectado a la trayectoria actual y esperada de las políticas monetarias y fiscales. Antes del shock económico causado por la invasión, muchas jurisdicciones estaban comenzando a normalizar la configuración de la política fiscal y monetaria. El uso de programas de apoyo a la economía y al funcionamiento de los principales mercados financieros también había disminuido en estas jurisdicciones, y las facilidades se estaban reduciendo o se centraban en medidas más específicas (véase el anexo). Algunas jurisdicciones también han comenzado a ajustar sus medidas prudenciales. Dicha salida se había llevado a cabo sin problemas, ya que el posible efecto de precipicio al final de los paquetes de apoyo no se había materializado.

Sin embargo, una inflación marcadamente más alta en varios países ha llevado a aumentos reales y esperados en las tasas de política monetaria y a una reducción de los esquemas de compra de activos del banco central. Al mismo tiempo, la salida sin problemas de los programas de apoyo económico implementados para proteger a las economías de COVID-19 se ha visto obstaculizada por los impactos intermedios de la guerra en Ucrania. Varias jurisdicciones han adoptado nuevas medidas de apoyo fiscal para amortiguar el impacto del aumento de los precios de la energía y los alimentos en los ingresos de los hogares, por ejemplo, a través de impuestos más bajos sobre la energía y el combustible, límites de precios de la energía o subvenciones a los hogares de bajos ingresos.

El deterioro de las condiciones económicas y los cambios en las expectativas sobre la trayectoria futura de la política monetaria ya han inducido un aumento de las presiones en los mercados financieros. En medio de la alta volatilidad de los precios, los mercados de materias primas han experimentado tensiones, lo que refleja grandes llamadas de margen, apalancamiento no detectado, exposiciones concentradas y la opacidad de al menos algunas partes de la financiación de materias primas. Al perjudicar la financiación del suministro de energía, metales básicos y productos alimenticios clave, tales tensiones pueden tener un impacto macroeconómico desproporcionadamente grande.

En términos más generales, los precios de los activos de riesgo previamente elevados han comenzado a caer, los rendimientos de los bonos han aumentado, lo que aumenta el costo de financiar las mayores cargas de deuda resultantes del impacto de la pandemia de COVID19. En consecuencia, la emisión de bonos globales también ha caído bruscamente en 2022. El dólar estadounidense también se ha apreciado, especialmente frente a las monedas EMDE, aumentando el costo de los pagos de deuda en moneda extranjera en emDE.

El entorno actual plantea al menos tres desafíos adicionales a los responsables políticos en términos de salir de las medidas políticas extraordinarias de COVID-19 mientras continúan apoyando una recuperación fuerte, equitativa e inclusiva:

■ La necesidad de un estímulo político sostenido en medio de la eliminación de la acomodación monetaria. Un crecimiento más débil puede estar pesando sobre los ingresos y el empleo, y el rápido aumento de los precios de los combustibles y los alimentos está afectando en particular a los hogares y las empresas vulnerables, tanto en los EMDE como en los EAE. Al mismo tiempo, el aumento de la inflación, junto con unas condiciones de financiación mundiales más estrictas, pueden limitar aún más la política monetaria y fiscal interna.

■ Una recuperación mundial más desigual y una orientación divergente de la política monetaria y fiscal aumentan el riesgo de efectos de contagio transfronterizos negativos. Estos pueden surgir a través de los efectos del comercio y la cadena de suministro, sobre todo con respecto a los productos básicos clave; a través de vínculos financieros; y a través de posibles tensiones de liquidez en mercados de financiación clave.

■ Las vulnerabilidades que las medidas de apoyo a la COVID-19 impidieron que se materializaran ahora pueden pasar a primer plano. En particular, con condiciones de financiación más estrictas, las vulnerabilidades del sector empresarial, incluso debido al sobreendeudamiento, pueden cristalizar en algunas jurisdicciones. Al mismo tiempo, puede haber menos colchones financieros y espacio de políticas disponibles para cercar tales vulnerabilidades. El acceso a la financiación del mercado de capitales también puede verse limitado y la turbulencia del mercado también puede complicar la participación del sector privado en general.

Las consideraciones sobre el ajuste y la posible salida de las medidas de apoyo deben tener en cuenta estos desafíos, para apoyar la recuperación económica mundial a corto plazo, prevenir los impactos en la estabilidad financiera relacionados con el COVID y los efectos de cicatrización del crecimiento sostenible a largo plazo. Con este fin, las autoridades deberían considerar las siguientes cuestiones: i) cómo garantizar la eficacia de las políticas nacionales, hacer un buen uso del espacio normativo y volver a ganarlo, según proceda; ii) cómo contener los efectos de contagio transfronterizos; y iii) la forma de abordar las cuestiones relativas al sobreendeudamiento y otras posibles vulnerabilidades en los sectores no financieros que pueden crear efectos perjudiciales para el crecimiento a largo plazo.

Estas tres cuestiones se examinan sucesivamente en las siguientes secciones desde una perspectiva de estabilidad financiera. Un sistema financiero mundial resiliente es una condición previa necesaria para abordar los desafíos mencionados anteriormente. Apoya la financiación de la economía mediante un suministro constante de crédito a la economía y primas de riesgo bajas; garantiza una transmisión eficaz de la política monetaria y fiscal, permitiendo así un mayor margen de maniobra; ayuda a amortiguar posibles efectos de contagio externos y garantiza que los mercados financieros puedan seguir fijando el precio de los activos, permitir que se cubra el riesgo y proporcionar transparencia para ayudar a resolver la incertidumbre.

**2. Garantizar la eficacia de las políticas nacionales**

Las medidas de política adoptadas en respuesta a la conmoción de la COVID-19 tenían por objeto salvar la perturbación económica temporal. Con este fin, las autoridades suelen utilizar una combinación de medidas financieras y de liquidez (por ejemplo, recortes de tipos de interés, inyecciones de liquidez, ampliación de los servicios de repos, compras de bonos, moratorias de pago, garantías de préstamos). Además, para apoyar el flujo de crédito a la economía real y liberar capital bancario, las autoridades utilizaron medidas de política prudencial (por ejemplo, liberación de colchones de capital y liquidez, restricción de las distribuciones de dividendos, relajación temporal de las ponderaciones de riesgo y orientación sobre la clasificación de activos). La combinación y las características de diseño de estas medidas variaron entre jurisdicciones en función de la situación sanitaria (estado de pandemia), el espacio de políticas variable (por ejemplo, la existencia de amortiguadores, la capacidad fiscal) y la capacidad para implementar medidas. (Para más detalles, véase el anexo.)

Tras el levantamiento gradual de las restricciones de salud pública en todas las jurisdicciones en 2021 y la primera mitad de 2022, la actividad económica podría recuperarse y la utilidad de continuar con las medidas de "puente" disminuyó. Muchas jurisdicciones mantuvieron una postura acomodaticia en sus políticas al principio, cambiando el enfoque de sus respuestas de política para apoyar una fuerte recuperación y cerrar la brecha del producto. Dado que algunos sectores económicos se vieron mucho más afectados que otros, algunas jurisdicciones mantuvieron medidas específicas según fuera necesario, por ejemplo, a nivel regional o sectorial o para las PYME. Más recientemente, algunas jurisdicciones han puesto en marcha medidas de apoyo fiscal para amortiguar el impacto del aumento de los precios de la energía y los alimentos en los ingresos de los hogares. La medida en que las jurisdicciones han podido apoyar una fuerte recuperación dependió en parte de su espacio fiscal.

Con respecto a las medidas prudenciales, algunas jurisdicciones están aumentando sus tasas de colchón de capital anticíclico en vista de las crecientes vulnerabilidades en el sistema financiero, y muchas autoridades también han desenrollado gradualmente la flexibilidad temporal en los coeficientes de capital y liquidez. En muchos EMDE, el espacio de políticas, la capacidad para implementar medidas y la situación de la atención médica eran relativamente limitadas. En algunos casos, esto puede haber llevado a un endurecimiento o desmantelamiento más temprano de las medidas de apoyo. El endurecimiento o la liquidación gradual de los EMDE se realizaron, por ejemplo, mediante i) la reducción del alcance de las medidas de apoyo y ii) el endurecimiento de las condiciones en que se presta la ayuda5.

Teniendo en cuenta los avances en la salida de las medidas relacionadas con la COVID-19, por un lado, y los nuevos desafíos y limitaciones de política en el entorno actual (véase el análisis en la sección anterior), por otro lado, los responsables de la formulación de políticas pueden considerar lo siguiente para promover la eficacia de las políticas nacionales.

**2.1. Determinar y utilizar el margen para orientar las medidas políticas y calendario adecuado**

Los acontecimientos recientes han subrayado la importancia de garantizar que las combinaciones de políticas de las jurisdicciones evolucionen con las circunstancias económicas, proporcionando las herramientas e incentivos adecuados según sea necesario, sin dejar de ser financieramente sostenibles. Esto puede incluir esfuerzos para orientar las medidas de manera adecuada. Otra es tomar medidas para gestionar posibles compensaciones inter-temporales. El informe de abril de 2021 del FSB sobre la ampliación, modificación y finalización de las políticas de apoyo a la COVID-19 hizo hincapié en la necesidad de gestionar la disyuntiva entre retirar las medidas demasiado pronto, lo que podría tener efectos adversos sobre el crecimiento, y retirar el apoyo a las políticas demasiado tarde y dejar que se acumulen las vulnerabilidades financieras.

Una condición previa básica para el diseño de tales políticas es evaluar cuidadosamente si los ajustes (o la expiración de) las medidas de apoyo están alineados con las perspectivas económicas.6 Por lo tanto, las autoridades deben monitorear cuidadosamente las condiciones económicas y juzgar si los desarrollos cambian las evaluaciones de los efectos de las medidas de política vigentes de manera significativa. Dada la experiencia reciente de otro shock exógeno importante, las autoridades también pueden considerar cuidadosamente los costos potenciales para la resiliencia a mediano plazo asociados con una salida pospuesta de las medidas de política.

Los mercados financieros pueden desempeñar un papel particularmente importante para evaluar los efectos (esperados) de los ajustes de política en el entorno incierto actual. En el entorno, un amplio conjunto de indicadores basados en el mercado puede ayudar a medir las evaluaciones de los participantes en los mercados financieros sobre las condiciones económicas y económicas actuales y esperadas (y sus cambios), para informar las decisiones sobre los cambios en la configuración de la política financiera. Es fundamental garantizar la transparencia y la información que puedan utilizar los participantes en el mercado para evaluar la viabilidad de una empresa. Los mercados de capitales también pueden desempeñar un papel fundamental a la hora de facilitar las determinaciones de viabilidad de los prestamistas, los inversores y otras partes interesadas, mediante una transparencia y divulgación adecuadas, así como un funcionamiento eficiente de los mercados. Un corolario es que las autoridades deben garantizar que los mercados financieros permanezcan abiertos y ordenados.

La evaluación de la evolución de la calidad crediticia de los prestatarios y su dependencia de las medidas de apoyo público reviste especial importancia en este contexto. En algunas jurisdicciones, ciertos prestatarios se han beneficiado de moratorias de préstamos o moratorias de pago durante más de dos años. Esto puede oscurecer la evaluación adecuada de la solvencia crediticia general de los prestatarios por parte de los prestamistas, poniendo en peligro su gestión de riesgos. Del mismo modo, aunque las políticas acomodaticias hacia los préstamos bancarios han apoyado el flujo de financiación a la economía real, también han aumentado los balances de los bancos y el riesgo de crédito derivado de la parte no garantizada de los préstamos, lo que podría afectar la resiliencia de los bancos a medio plazo. Como parte de su gestión de riesgos, es clave que los prestamistas sigan monitoreando los signos de reducción en la calidad del crédito. Esto puede ayudar a identificar y abordar la calidad crediticia y los problemas de sobreendeudamiento antes de que se vuelvan potencialmente sistémicos. En el mismo sentido, los préstamos pendientes vinculados a moratorias vencidas deben ser monitoreados para determinar si muestran un deterioro en su calidad crediticia frente a aquellos que no gozaron de moratoria.

Las autoridades también deberían considerar más a fondo si las medidas de apoyo podrían orientarse más específicamente y de qué manera. Varias jurisdicciones han tomado medidas en esta dirección, centrándose en las empresas o sectores más vulnerables y aplicando criterios más estrictos para la prestación de apoyo. Cuando las medidas de apoyo eran inicialmente medidas generales que garantizaban una rápida distribución de la financiación, más recientemente las jurisdicciones han modificado los procesos o los términos de la ayuda.7 En muchas jurisdicciones también la ayuda crediticia se ha vuelto más específica al hacer que la ayuda esté sujeta al prestatario que la solicita.8 Este enfoque, cuando el prestatario solicita estos cambios, ayuda a garantizar que solo aquellas empresas que necesitan la ayuda la soliciten y la reciban.

Los enfoques específicos y la eliminación gradual pueden ayudar a mitigar los efectos adversos de la elevada deuda y evitar la cicatrización. A tal fin, las jurisdicciones prestan atención a la coordinación de la reducción y eliminación gradual de las medidas de apoyo con la creación y provisión de mecanismos eficaces para hacer frente al sobreendeudamiento resultante de estas medidas de apoyo (véase la sección 4), teniendo en cuenta al mismo tiempo la necesidad de modificar las medidas de apoyo a la luz de los acontecimientos recientes.

De manera más general, las autoridades también deberían considerar la posibilidad de realizar nuevos esfuerzos para mejorar la base de la información disponible a fin de evaluar la eficacia de las políticas. Algunas jurisdicciones han invertido en aumentos significativos en la capacidad de datos y la infraestructura de TI para el análisis económico, también debido a la débil confiabilidad de las estadísticas tradicionales durante la pandemia, lo que fomentó el uso de datos no convencionales, incluido el big data.

**2.2. Consideración de la interacción y las compensaciones entre las medidas de política**

El caso y la capacidad de coordinar los ajustes en las medidas de apoyo dirigidas al sector financiero pueden depender del tipo de política de que se trate. Esto puede ser más obvio cuando existe un vínculo directo entre las diferentes medidas políticas. Por ejemplo, la liquidación de los subsidios al crédito puede tener un impacto directo (y mensurable) en la situación fiscal. La relajación de las políticas fiscales también tendría un impacto en la solvencia de los prestatarios. En otros casos, la interacción puede ser menos directa. Por ejemplo, la eliminación de las medidas que requieren que los prestamistas proporcionen alivio crediticio a los prestatarios puede aliviar las restricciones del balance de los prestamistas y, como consecuencia, puede ayudar a aliviar las condiciones del mercado de financiación y facilitar la liquidación de las medidas de liquidez (con sujeción a otras consideraciones de política prevalecientes).

La evolución de las condiciones económicas puede afectar a la forma en que interactúan las diferentes medidas de apoyo y a las posibles compensaciones a las que se enfrentan las autoridades al emplearlas. En el período actual de alta incertidumbre económica y aumento de la inflación, los precios de los activos pueden caer en medio de una provisión de liquidez aún amplia. Las recientes tensiones en los mercados de productos básicos también han centrado la atención en los nuevos canales de interacción. El aumento de la participación financiera puede haber aumentado la correlación entre las materias primas y otros activos, lo que puede propagar eventos de volatilidad.

Las interconexiones entre las medidas de política también pueden emplearse para reforzar la eficacia de las medidas de política. En el ámbito de la política prudencial, algunas autoridades proporcionaron flexibilidad en los coeficientes de apalancamiento de los bancos para aumentar la eficacia de la política monetaria acomodaticia de sus jurisdicciones. En Indonesia, se han aplicado algunas políticas macroprudenciales acomodaticias para los bancos con ratios adecuados de capital y morosidad, en un esfuerzo por alentarlos a prestar más a sectores específicos muy afectados que de otro modo tendrían un acceso insuficiente a la financiación bancaria (MIPYME, personas de bajos ingresos y otros sectores prioritarios). Por ejemplo, los bancos que cumplen con un determinado coeficiente de financiación macroprudencial inclusiva ("RPIM") pueden beneficiarse de hasta 100 pb de reducciones de reservas obligatorias.

En este contexto, el uso de herramientas analíticas para evaluar las interacciones y las compensaciones de las políticas que afectan al sector financiero puede apoyar la eficacia de las políticas en el entorno actual. Esto puede incluir el uso de pruebas de resistencia para medir el impacto del endurecimiento de las condiciones financieras en la calidad crediticia. Además, una mejor comprensión del uso del apalancamiento "oculto" en el sistema financiero, como lo ponen de relieve una serie de episodios recientes de estrés en los mercados financieros, como el evento Archegos y la agitación de los mercados de productos básicos, también debería informar la toma de decisiones.

**2.3. Comunicación y divulgación eficaces**

La comunicación efectiva en el futuro puede basarse en las experiencias adquiridas durante la pandemia. Para garantizar la eficacia de la aplicación de las políticas nacionales, la comunicación y la transparencia sobre las políticas de las autoridades, incluidas las consideraciones contingentes del Estado cuando sea necesario, ha demostrado ser un elemento importante de la formulación de políticas a lo largo de la pandemia. La información clara y oportuna a una variedad de audiencias (incluidas otras agencias gubernamentales / públicas relevantes) ha sido fundamental para anclar las expectativas de los actores económicos tanto como sea posible.

Muchos EMDE, en particular, destacaron la importancia de la comunicación y la transparencia para mitigar los posibles efectos de precipicio asociados con el fin de las medidas de apoyo y garantizar la idoneidad en la identificación de los segmentos de prestatarios objetivo. También lo utilizaron para garantizar la coherencia de las medidas de política y la eficacia continua de las medidas a lo largo de su desmantelamiento. Por ejemplo, algunas jurisdicciones anunciaron públicamente los objetivos y plazos de sus medidas de apoyo inmediatamente después de su introducción, de modo que las partes interesadas comprendieran los objetivos políticos y se prepararan para la retirada de la medida pertinente. Esto también dio flexibilidad a las autoridades, ya que aún podían ampliar las medidas si fuera necesario. El Brasil también se comunicó estrechamente en tiempo real con el organismo de rendición de cuentas de la legislatura sobre sus medidas de política para garantizar la rendición de cuentas a fin de acelerar cualquier proceso legislativo y aliviar posibles problemas en el futuro.

La India hizo participar a las partes interesadas en la determinación del alcance de las medidas de apoyo. Estableció un comité de expertos externos para recomendar parámetros financieros y sus rangos de referencia específicos del sector para que dichos parámetros (es decir, las directrices de clasificación de activos) se tuvieran en cuenta en los planes de resolución. El comité de expertos recomendó ratios financieras para diferentes sectores que podrían ser considerados por los prestamistas al finalizar un plan de reestructuración de la deuda para un prestatario. Estos parámetros se publicaron para ayudar a los bancos y prestatarios a establecer sus expectativas.

**3. Contención de los efectos de contagio transfronterizos**

La perspectiva de una recuperación económica mundial desigual puede aumentar el riesgo de efectos de contagio negativos y la importancia de las políticas para contener los efectos de contagio negativos. Sin embargo, el objetivo de tales políticas no debe ser tratar de diseñar una salida totalmente sincronizada entre jurisdicciones. De hecho, es crucial que las estrategias de salida reflejen las condiciones y necesidades económicas nacionales específicas. Esto sugiere que un objetivo más apropiado es evitar reacciones excesivas de los mercados financieros, que podrían materializarse, por ejemplo, a través de fuertes aumentos de las primas de riesgo o reacciones procíclicas del mercado, durante lo que probablemente sea una salida asíncrona.

**3.1. Consideración de los efectos indirectos en las decisiones de salida y otras decisiones políticas**

Una forma en que los responsables de la formulación de políticas pueden trabajar hacia este objetivo es considerar los posibles efectos de contagio y los efectos de contagio en sus decisiones de ajustar o abandonar las medidas de política en la medida en que sus mandatos lo permitan. Los efectos de contagio más importantes parecen surgir en la política monetaria y el apoyo a la liquidez del mercado, que afectan a los mercados de capitales, los flujos de capital y los tipos de cambio. Si bien las autoridades establecen principalmente las políticas de acuerdo con sus mandatos internos y las condiciones económicas internas, los efectos de contagio y los efectos de contagio pueden ser consideraciones pertinentes, por ejemplo, cuando afectan a las condiciones internas.

Los efectos de contagio también pueden producirse como resultado de la salida de las medidas de apoyo financiero. Por ejemplo, la eliminación de las garantías públicas sobre los préstamos comerciales puede tener un efecto negativo en el capital bancario y reforzar el sesgo interno; y poner fin a las moratorias de pagos puede aumentar abruptamente los préstamos dudosos en el extranjero. Aquí existe la necesidad de coordinación internacional e intercambio de información a medida que las jurisdicciones consideran cómo diseñan e implementan las estrategias de salida.

El FSB ha desempeñado un papel crucial en este intercambio de información, junto con su monitoreo de la flexibilidad en los estándares que las jurisdicciones pueden haber utilizado temporalmente como parte de su combinación de políticas para apoyar la economía real. También se ha llevado a cabo una recopilación de datos más detallada sobre los efectos de las medidas y un análisis cuantitativo, por ejemplo, entre 30 miembros de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), y ha sido útil para comprender y abordar así los efectos de contagio transfronterizos.13 El éxito de tales ejercicios depende fundamentalmente de la disponibilidad de datos granulares oportunos y estandarizados y del intercambio eficiente de esos datos. que pueden requerir acuerdos de confidencialidad u otros acuerdos de cooperación entre los bancos centrales asociados.

La comunicación adecuada también puede ayudar a contener los efectos de contagio. En particular, los mensajes claros y coherentes sobre las acciones de los bancos centrales pueden ayudar a los participantes en el mercado a apreciar la motivación y los impulsores de las diferencias en la normalización de las políticas entre jurisdicciones. De hecho, los comentarios de los miembros del FSB sugieren que los mensajes consistentes ayudaron a gestionar los efectos indirectos al comienzo del ciclo de ajuste y probablemente evitaron grandes salidas de capital de EMDE.

**3.2. Abordar la excesiva prociclicidad en los flujos de capital**

Los efectos de contagio transfronterizos también pueden mitigarse abordando la excesiva prociclicidad de los flujos de capital. El comportamiento procíclico puede amplificar un shock externo, como se evidenció durante marzo de 2020, incluso a través de la dinámica de "carrera por el efectivo". En marzo de 2020, los fondos de inversión emergentes experimentaron grandes reembolsos a medida que los inversores liquidaban sus posiciones. Algunos de estos fondos tuvieron que realizar grandes ventas de activos para hacer frente a los reembolsos, lo que se sumó a las presiones en los mercados y a las salidas de capital de las economías de mercados emergentes. Muchos fondos de bonos vendieron más activos de los estrictamente necesarios para cumplir con los reembolsos. Aunque esto fue probablemente un paso de precaución, a la espera de nuevos retiros, las ventas pueden haber amplificado las presiones en los mercados.

El trabajo reciente del FSB ha demostrado que los intermediarios financieros no bancarios han desempeñado un papel cada vez mayor en la financiación de la deuda externa de la EMDE (gráfico 2, panel izquierdo). Parte de esta financiación de las IFNB ha sido de fondos de inversión con carteras de activos de EME. Sin embargo, la mayor dependencia de las IFNB puede haber contribuido a nuevos desafíos para las EME. Existe un creciente cuerpo de literatura que sugiere que la inversión de las IFNB en EME puede verse afectada por los cambios en las condiciones financieras mundiales. Esto puede haber introducido una prociclicidad adicional en los flujos de inversión que puede amplificar la volatilidad de los flujos de capital hacia las EME. Esta sensibilidad a los factores globales puede haber sido estimulada por el aumento de los inversores impulsados por los índices de referencia. Estos inversores utilizan índices de referencia para guiar la asignación de su cartera, que varían en el grado en que rastrean los índices de referencia subyacentes. Los activos comparados con los principales índices de los mercados emergentes se han triplicado desde 2010 (gráfico 2, panel derecho).



Los bancos centrales intervinieron con una escala y un alcance sin precedentes para estabilizar y mitigar las tensiones en los mercados financieros mundiales. En ausencia de estas intervenciones, las tensiones del mercado y la volatilidad de los flujos de capital podrían haber intensificado y puesto a prueba la resiliencia del sistema financiero, lo que podría conducir a efectos negativos en cadena para la economía real. Esto sugiere que se necesitan políticas para mejorar la resiliencia de las IFNB, en particular los fondos de composición abierta, a futuras perturbaciones y para resolver los descalces subyacentes de divisas y liquidez.

La labor para hacer frente a las vulnerabilidades de las IFNB debe seguir siendo una prioridad a nivel internacional. Dado que los fondos emergentes ubicados en los mercados emergentes tienen un impacto en los mercados y los flujos de capital en los mercados emergentes en los mercados emergentes en momentos de tensión, cualquier medida de política adoptada para los fondos de inversión también tendrá implicaciones para los emDE. El FSB está evaluando la efectividad de las recomendaciones de política existentes para mitigar los desajustes de liquidez en los OEF a nivel mundial e informará sobre sus hallazgos, incluido si estas recomendaciones deben mejorarse, en la Cumbre del G20 de noviembre.

El exceso de prociclicidad también puede desarrollarse a partir de otras características del sistema financiero. Un ejemplo es la dependencia mecanicista de las calificaciones crediticias externas, que sigue siendo un problema en algunas partes del sistema financiero mundial. Las rebajas de las calificaciones crediticias podrían tener un impacto en la disposición y la capacidad de los inversores externos para financiar la deuda, particularmente cuando un país pierde su calificación de grado de inversión. Esto podría conducir a un aumento de los costos de financiamiento para las empresas nacionales, incluidas las viables. Los inversores deben seguir utilizando la diligencia debida con respecto a su dependencia de las calificaciones crediticias, y puede ser beneficioso explorar cómo los proveedores de índices podrían reducir su uso mecanicista de las calificaciones crediticias, por ejemplo, evitando un reequilibrio de los índices durante los períodos de estrés. Otro ejemplo en el que podría haber prociclicidad es en la contabilidad de pérdidas crediticias esperadas, donde aún no tenemos la experiencia de un ciclo crediticio completo.

**4. Prevenir la cicatrización y lidiar con el sobreendeudamiento**

Durante la pandemia de COVID-19, los niveles de deuda de las empresas no financieras han alcanzado niveles sin precedentes. Si bien la situación de la deuda varía considerablemente de un país a otro (por ejemplo, en varios países las tenencias de efectivo han aumentado junto con los niveles de deuda, o los sobreendeudamientos se han moderado por una rápida recuperación de la economía), los posibles efectos de cicatrización son una preocupación en varias jurisdicciones.

Los acontecimientos ocurridos durante el año pasado pueden aumentar el riesgo de cicatrices por el sobreendeudamiento, al menos en algunos sectores. El aumento de las tasas de interés y un crecimiento más débil pueden, con el tiempo, aumentar la carga de las tasas de interés y pesar sobre la capacidad de servicio de la deuda. Al mismo tiempo, una inflación más alta tendería a reducir la carga real de la deuda. Dadas las recientes perturbaciones de las cadenas de suministro mundiales y de los precios de las materias primas y la energía, los posibles efectos de la COVID-19 pueden agravarse en sectores y empresas caracterizados por una combinación de vulnerabilidades corporativas elevadas antes de la pandemia (por ejemplo, apalancamiento, rentabilidad), impacto adverso de la pandemia (después de tener en cuenta las medidas extraordinarias de apoyo a la COVID-19) y alta intensidad energética (es decir, insumos de energía como proporción de la producción total).

Abordar los riesgos de cicatrización requiere resolver el sobreendeudamiento heredado de COVID, al tiempo que se reduce el riesgo de cargas de deuda recién generadas debido a medidas de apoyo adicionales relacionadas con la guerra. La eliminación gradual de las medidas de apoyo a la COVID-19 puede estar respaldada por medidas para abordar directamente el sobreendeudamiento, como condiciones adaptadas para el reembolso de los préstamos de apoyo («pague a medida que crece»), la creación de mecanismos de liquidación de la deuda, garantizando el apoyo mediante regímenes de insolvencia y liquidación eficientes y que funcionen correctamente y, con vistas a los prestamistas, una gestión de riesgos más estricta y requisitos prudenciales, incluida la clasificación de los préstamos en dificultades.

**4.1. Gestión del sobreendeudamiento**

Aparte de las posibles políticas de apoyo cuidadosamente calibradas para mitigar los efectos de cicatrización, un objetivo clave para los responsables de la formulación de políticas debe seguir siendo el funcionamiento eficiente de los regímenes de insolvencia y liquidación y las posibilidades de reestructuración de la deuda para las empresas viables en dificultades. En última instancia, esto respaldará la asignación eficiente de recursos y la inversión, y reducirá las vulnerabilidades a mediano plazo relacionadas con el sobreendeudamiento corporativo después de la pandemia de COVID-19. Las renegociaciones extrajudiciales representan la alternativa a los procedimientos de insolvencia formales completos y pueden ser una vía procesal eficaz para reestructurar la deuda a fin de restablecer la solidez financiera de una empresa deudora sin interrumpir su actividad. Los OCW son generalmente menos costosos y más flexibles, y pueden desempeñar un papel útil en el tratamiento de un mayor número de casos, especialmente si la participación de los tribunales es mínima.

La reciente revisión por pares del FSB sobre las renegociaciones extrajudiciales de la deuda corporativa concluye que las jurisdicciones del FSB han adoptado varios enfoques para complementar los procedimientos de insolvencia en los tribunales y facilitar las reestructuraciones a través de los marcos de OCW, incluso más recientemente en respuesta a COVID-19. La mayoría de las jurisdicciones tienen varios marcos de OCW en su lugar que pueden ser beneficiosos ya que los diferentes marcos de OCW pueden servir para diferentes propósitos.

La mayoría de los marcos de OCW han estado en vigor desde antes de COVID-19. Algunas jurisdicciones han introducido nuevos marcos o modificado los existentes para hacer frente a las consecuencias de la pandemia, en particular para apoyar a las pequeñas y medianas empresas (PYME). Algunos de estos marcos son temporales. Si bien algunas jurisdicciones han reformado recientemente los procedimientos de insolvencia en los tribunales, el establecimiento o la reforma de los OCM suele ser más fácil de lograr porque las enmiendas a los procedimientos judiciales en la mayoría de las jurisdicciones requieren procedimientos jurídicos y constitucionales más complejos.

Dado que la mayoría de las empresas suelen ser PYME, es especialmente pertinente proporcionar acceso a los procedimientos de OCW a las PYME y tener la capacidad de tramitar un gran número de reestructuraciones de deuda. Aproximadamente la mitad de las jurisdicciones del FSB tienen marcos de OCW dedicados para las PYME o facilitan los OCW para las PYME mediante la simplificación del marco de reestructuración existente. La revisión por pares de la OCW recomienda a las jurisdicciones que consideren la posibilidad de revisar si existen barreras significativas para el uso de sus marcos de OCW por parte de las PYME, y que tomen medidas, según sea necesario, para reducir dichas barreras. Con ese fin, las jurisdicciones deben considerar la recopilación de datos y desarrollar las métricas necesarias para evaluar la eficiencia de los marcos de OCW existentes, trabajando con el sector privado y el mundo académico cuando sea apropiado.

Cuando los procedimientos de OCW tienen por objeto tramitar un gran número de reestructuraciones, estos pueden mantener ciertos elementos normalizados, como conjuntos de resultados predefinidos. Esto facilita las negociaciones y reduce los costos, aunque los procedimientos simplificados pueden limitar la flexibilidad de las negociaciones entre deudores y acreedores y pueden justificar salvaguardias para proteger los derechos del deudor y del acreedor y evitar abusos.

**4.2. Distinción de empresas viables e inviables**

Evaluar la viabilidad del negocio ayuda a orientar mejor las medidas de apoyo y a gestionar el sobreendeudamiento. Las medidas de base amplia, como las políticas de moratoria de préstamos, pueden haber afectado la capacidad de evaluar la viabilidad y medir y abordar el sobreendeudamiento. Si bien los programas de base amplia eran importantes y apropiados al comienzo de la pandemia, las medidas más específicas podrían ayudar a proporcionar a los prestamistas del sector privado incentivos adecuados para distinguir entre empresas viables e inviables. La selección de los deudores sigue siendo competencia básica de los prestamistas del sector privado. No distinguir entre las empresas viables que necesitan reestructurar su balance y las inviables -que necesitan salir del mercado para que sus recursos puedan ser utilizados de manera más productiva- puede tener externalidades sistémicas negativas. Estos son los costos de peso muerto de la liquidación innecesaria de empresas viables, por un lado, y la permanencia de las empresas zombis en la economía, por el otro.

El aumento actual de la incertidumbre macroeconómica hace que las evaluaciones de la viabilidad de las empresas no financieras sean un reto, y en particular para las PYME, dado que la información al respecto ya es más escasa debido a las limitaciones de los requisitos de información. Podrían facilitarse conjuntos de información comunes para los acreedores a fin de aprovechar las economías de escala. Por ejemplo, los acreedores pueden aprovechar la cooperación con las agencias de crédito o buscar una mancomunación de recursos entre los acreedores para este propósito. Los gobiernos pueden generar y mejorar la disponibilidad de datos, como datos de impuestos o pagos.

La acción efectiva de los prestamistas juega un papel crítico en este sentido. Por lo general, realizan una evaluación integral del riesgo de crédito, teniendo en cuenta las métricas financieras, el modelo de negocio y el rendimiento de la gestión de la empresa. Los bancos acreedores podrían ser incentivados a evaluar activamente la viabilidad y trabajar en opciones de reestructuración con sus clientes estableciendo expectativas supervisoras u objetivos para las evaluaciones de viabilidad que deben realizar los bancos supervisados para nuevas exposiciones subproductivas o improductivas, o exigiendo requisitos de provisión más altos en ausencia de evaluación de viabilidad y medidas de ejecución o reestructuración de la deuda aplicadas. Las autoridades financieras pueden llamar la atención de los bancos sobre la necesidad de aumentar sus recursos y conocimientos especializados en materia de reestructuración de la deuda, incluida la creación de un grupo de expertos para realizar evaluaciones de viabilidad con miras a la reestructuración de la deuda en un gran número de casos.

Cuando un gran número de evaluaciones de viabilidad, posiblemente de pymes, deban realizarse en poco tiempo, los gobiernos o los prestamistas pueden tratar de desarrollar enfoques estructurados para facilitar un camino más rápido hacia la aplicación de medidas de apoyo o herramientas de reestructuración a las necesidades correspondientes. Por ejemplo, en primer lugar podrían identificarse los sectores con cicatrices permanentes, seguidos de la evaluación de los posibles modelos de negocio de las empresas individuales en cuestión. Las propuestas exploradas en un reciente documento de debate del FSB combinan una clasificación sistemática de las empresas en dificultades y soluciones de reestructuración estandarizadas.

**4.3. Aliviar la carga de la deuda de las empresas viables**

En el caso de las empresas viables, la reducción del apalancamiento de las empresas, así como la nueva oferta de capital a largo plazo para la transición a modelos de negocio sostenibles a más largo plazo, pueden lograrse mediante la reducción de la deuda a un nivel sostenible de acuerdo con la capacidad de reembolso y/o la inyección de dinero fresco en forma de capital o instrumentos similares al capital.24 Dado que una gran parte de los préstamos corporativos concedidos en el contexto de covid-19 están respaldados por sistemas de garantía pública, los prestamistas pueden tener menos incentivos para proporcionar capital, incluso a través de canjes de deuda por capital, especialmente en el caso de prestatarios más riesgosos.

Al eliminar gradualmente las medidas de apoyo a la COVID-19, los gobiernos pueden, dependiendo del espacio fiscal, utilizar una serie de medidas para fomentar los balances de las empresas no financieras y trabajar en conjunto con el sector privado para ayudar a apoyar la transición hacia un sistema económico menos apalancado.

Las opciones que hasta ahora han sido exploradas por diferentes jurisdicciones o propuestas por la literatura incluyen canjes de deuda por capital para proporcionar a las empresas la liquidez requerida sin aumentar su apalancamiento (conversión de préstamos en subvenciones), reembolso de préstamos contingentes estatales (por ejemplo, vinculado a rendimientos comerciales y en forma de impuestos futuros), inyecciones de capital y cuasicapital patrocinadas públicamente, como acciones preferentes y préstamos convertibles (posiblemente contra recortes de deuda tributaria, créditos de seguridad social u otra deuda frente a manos públicas), e incentivos fiscales destinados a reducir la preferencia fiscal por la deuda.26 Una variante de la política antes mencionada es subsidiar la reestructuración voluntaria mediante créditos fiscales a los acreedores que consienten en el recorte. Los fondos de capital privado y los fondos de crédito pueden desempeñar un papel importante en términos de suministro de dinero nuevo y facilitar los procesos de renegociación. Sin embargo, las condiciones más desafiantes en los mercados de capitales pueden hacer que algunas de estas soluciones sean más difíciles de lograr. Los mercados de capitales ofrecen una gama de opciones financieras para el dinero nuevo y para garantizar la provisión adecuada de nuevos fondos sin aumentar los niveles de deuda, se vuelve más importante abordar cualquier incentivo que cree un sesgo hacia la deuda en lugar del capital.

Dado que las inyecciones de capital exclusivamente del gobierno, incluidos los canjes de deuda por capital y los canjes de deuda por deuda de préstamos de crisis, pueden ir acompañadas de pérdidas de peso muerto, los responsables de la formulación de políticas pueden incentivar la provisión de dinero de riesgo de los inversores privados utilizando fondos públicos como catalizador o desarrollando cofinanciados de capital.27 Algunas jurisdicciones miembros del FSB tienen un marco para la cofinanciación en el que los fondos gubernamentales proporcionan capital en condiciones de mercado. conjuntamente con inversionistas privados o instituciones financieras afiliadas al gobierno, otorgan préstamos subordinados para atraer préstamos de instituciones financieras privadas. Al utilizar un esquema de cofinanciación, la evaluación de la viabilidad puede aprovechar la experiencia del sector privado, ya que los gobiernos generalmente no tienen la experiencia o la capacidad para realizar evaluaciones de viabilidad.

La evidencia disponible sugiere que los esquemas de recapitalización introducidos en diferentes países tuvieron una aceptación menor de lo esperado. Esto podría deberse a la renuencia de, en particular, los accionistas de las PYME a abrir y diluir el capital de la empresa, o a la conveniencia relativa de los préstamos subvencionados o garantizados en comparación con la emisión de capital. Es importante que cualquier medida de recapitalización de este tipo incluya características de diseño para fomentar su demanda.

**5. El papel de las normas internacionales durante la salida y más allá**

El sistema financiero mundial resistió el estrés de la pandemia gracias a una mayor resiliencia, respaldada por las reformas del G20 y las respuestas políticas rápidas y audaces. La implementación efectiva de esas reformas significó que partes centrales del sistema entraron en la pandemia en un estado más resistente que durante la crisis financiera de 2008.

Los Principios del FSB respaldan la importancia de la resiliencia financiera mundial como condición para una recuperación equitativa, al tiempo que reconocen la necesidad de utilizar la flexibilidad incorporada en las normas internacionales. Entre otras cosas, estos Principios incluyen que las autoridades utilizarán la flexibilidad incorporada en las normas financieras existentes, pero también actuarán de manera coherente con las normas internacionales, y no revertirán las reformas ni comprometerán los objetivos subyacentes de las normas internacionales existentes. Los beneficios para la estabilidad financiera de la implementación plena, oportuna y consistente de las reformas del G20 siguen siendo tan relevantes como cuando se acordaron inicialmente. El monitoreo y la coordinación, guiados por los Principios COVID-19 del FSB, han desalentado las acciones unilaterales que podrían distorsionar la igualdad de condiciones y conducir a una fragmentación perjudicial del mercado. Mantener una estrecha vigilancia y cooperación es fundamental dados los impactos de la pandemia y la necesidad de apoyar la resiliencia del sistema financiero mundial y abordar los desarrollos estructurales a largo plazo en el sistema financiero. Por ejemplo, al trabajar hacia un marco regulador coherente para abordar las vulnerabilidades de las NBFI, esto también ayudará a abordar algunas de las externalidades transfronterizas descritas en la sección 3.

**5.1. Utilización de la flexibilidad de las normas internacionales**

Las normas internacionales adoptadas a través de las reformas del G20 en general proporcionaron suficiente flexibilidad para apoyar una respuesta política eficaz durante la COVID-19. Reflejando las circunstancias y necesidades específicas de la jurisdicción, las autoridades utilizaron ampliamente la flexibilidad de las normas internacionales para apoyar la financiación de la economía real. Tal fue el caso de las normas del FSB sobre regímenes de resolución y prácticas de compensación; el marco BCBS Basilea III; los Principios de la CPMIIOSCO para las infraestructuras de los mercados financieros; las recomendaciones de la OICV para los fondos de inversión y los fondos del mercado monetario (FMM); compromisos del G20 sobre reformas del mercado de derivados extrabursátiles (OTC); y las normas IAIS. Por ejemplo, la mayoría de las medidas de regulación y supervisión para el sector bancario estaban relacionadas con el capital o la liquidez y la gran mayoría de ellas hacían uso de la flexibilidad incorporada en el marco de Basilea III. La mayoría de estos eran temporales y habían terminado o estaban programados para terminar antes de 2022. Algunas de las medidas se adaptaron para permitir a los bancos continuar prestando a sectores y tipos específicos de empresas, proporcionar indulgencia al consumidor y apoyar programas gubernamentales específicos. Las autoridades de resolución han continuado la recuperación y la planificación de la resolución de manera coherente con los atributos clave del FSB de los regímenes de resolución eficaces para las instituciones financieras. Las medidas de regulación y supervisión adoptadas por las autoridades en relación con los FMM y los fondos de inversión indican que las normas de alto nivel de la OICV proporcionaron flexibilidad para ajustar el uso de dichas normas a las especificidades de la turbulencia.

En algunos casos, las medidas temporales individuales han ido más allá de la flexibilidad disponible en las normas para responder a las condiciones financieras extremas y proporcionar flexibilidad operativa adicional a las instituciones financieras. Por ejemplo, algunas medidas que fueron más allá de la flexibilidad de Basilea III incluyen la reducción de ciertos requisitos de capital de riesgo de crédito, ratio de apalancamiento o liquidez; y aplazar la entrada en vigor del marco de grandes exposiciones. La mayoría de estas medidas son de carácter temporal y varias ya han expirado.

El FSB y los SSB están trabajando para extraer lecciones sobre la motivación, el momento y los efectos de las medidas que van más allá de la flexibilidad incorporada en las normas internacionales, ya que tales lecciones pueden tener implicaciones para el funcionamiento efectivo de las normas internacionales.

**5.2. Papel de las normas internacionales en el diseño y el desmantelamiento de las medidas**

Las normas internacionales afectaron el diseño y la implementación de medidas de política nacional en respuesta a covid-19. Varias jurisdicciones señalaron que esas normas ayudaban en el diseño de sus medidas, y algunas jurisdicciones utilizaban las normas internacionales como una especie de ancla para garantizar que las medidas no se desviaran demasiado.

Cuando las jurisdicciones han utilizado la flexibilidad de las normas internacionales y comienzan a relajarse en un retorno a la aplicación de las normas internacionales antes de COVID, varias no están enfrentando ningún desafío. Algunas jurisdicciones que han desenrollado sus medidas (o están en proceso de hacerlo) señalan la importancia de eliminar gradualmente estas medidas excepcionales y comunicar el momento de dicha liquidación a los mercados financieros.

En el informe sobre las lecciones aprendidas del FSB se señalaron varias áreas que merecen atención en el futuro, como el funcionamiento de los colchones de capital y liquidez30, la necesidad de fortalecer la resiliencia en el sector nbfi y las cuestiones relacionadas con la posible prociclicidad excesiva en el sistema financiero (como la prociclicidad en las prácticas de margen, el uso mecanicista de las calificaciones de las agencias de calificación crediticia y la posible prociclicidad de la interacción de las normas de contabilidad de pérdidas esperadas con los requisitos de capital).

El FSB y los SSB están progresando en cada una de estas áreas al actualizar el análisis del informe del BCBS de julio de 2021 sobre las primeras lecciones de la pandemia, que se incluirá en un informe de evaluación más completo que se publicará a fines de 2022; promover el programa de trabajo integral para mejorar la resiliencia de las NBFI preservando al mismo tiempo sus beneficios;31 y llevar adelante el trabajo sobre la prociclicidad en las prácticas de marginación.

**6. Conclusión y próximos pasos**

La recuperación de los impactos económicos de la pandemia de COVID-19 ha sido divergente entre jurisdicciones, en parte debido a diferentes factores cíclicos y estructurales y en parte debido a las restricciones relacionadas con las políticas de salud que han permanecido vigentes en algunas regiones durante más tiempo que en otras. La capacidad limitada para proporcionar apoyo político adicional, en particular en forma de estímulo fiscal, ha sido un factor que ha detrás de una recuperación relativamente más débil en muchos EMDE que en los AE.

La invasión rusa de Ucrania se ha sumado significativamente a estos desafíos preexistentes, al causar un revés al crecimiento mundial, desencadenar una mayor inflación y aumentar la incertidumbre económica. Los elevados precios de los productos básicos aumentan los costos de la industria y, con los altos precios de los alimentos y la energía, pesan sobre los ingresos de los hogares, particularmente en los EMDE.

Esto exacerba varios desafíos para los responsables de la formulación de políticas en el apoyo a una recuperación sólida, equitativa e inclusiva. Por ejemplo, es posible que se necesite un apoyo político sostenido en varias jurisdicciones, mientras que las vulnerabilidades de la crisis de COVID-19 pueden materializarse en un momento en que el espacio de políticas es limitado y las empresas y los hogares tienen menos amortiguadores financieros. Además, una recuperación mundial más desigual aumenta el riesgo de efectos de contagio internacionales negativos.

En conjunto, estos reveses pueden implicar que los efectos cicatrizantes de la pandemia tienen un mayor potencial en el futuro para dañar el crecimiento. La combinación de condiciones de financiación más estrictas y condiciones macroeconómicas menos favorables, incluidos los precios elevados y volátiles de los productos básicos, puede poner en tela de juicio la provisión de financiación para los usos más productivos y sostenibles. Los riesgos de cicatrización pueden ser particularmente significativos en las EMDE que pueden experimentar grandes cambios en las condiciones de financiamiento externo mientras tienen un espacio de política limitado para apoyar la provisión fluida de financiamiento a la economía real.

Un sistema financiero mundial resiliente es una condición previa necesaria para hacer frente a estos nuevos desafíos. Al mismo tiempo, la prevención de los impactos en la estabilidad financiera relacionados con la COVID y la prevención efectiva de los efectos de la cicatrización del crecimiento sostenible a largo plazo requieren la eficacia de las políticas nacionales, que contengan los efectos de contagio transfronterizos y aborden los problemas de sobreendeudamiento. La estrecha cooperación y el intercambio de información se vuelven más críticos para las autoridades a la hora de garantizar respuestas políticas y estrategias de salida adecuadas y adaptadas.

Cuando se encargó a fines de 2021, este informe al G20 tenía la intención de discutir las políticas posteriores a un shock pasado. Desde entonces, la situación económica y financiera del mercado ha evolucionado considerablemente. Y la situación evolucionará aún más en los meses entre este informe provisional y el informe final en noviembre. Teniendo esto en cuenta, el FSB invita a las partes interesadas a recibir comentarios sobre el informe, tanto por escrito como en forma de un evento de divulgación dedicado (virtual).

El informe final, que se entregará al G20 en noviembre de 2022, considerará los desarrollos económicos relevantes y las aportaciones de las partes interesadas con miras a presentar conclusiones sobre los problemas de estabilidad financiera relacionados con los efectos de la COVID-19, y cómo el FSB abordará estos problemas en el futuro.