



---

**Las opiniones expresadas en los artículos monográficos corresponden a sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Si citan dichos artículos, no olviden atribuir el contenido a sus autores, no al BPI.**

## **Informe Trimestral del BPI, marzo de 2016: teleconferencia**

**Declaraciones oficiales (*on the record*) de Claudio Borio, Jefe del Departamento Monetario y Económico, y Hyun Song Shin, Asesor Económico y Jefe de Estudios, del Banco de Pagos Internacionales, viernes 4 de marzo de 2016**

### **Claudio Borio**

La tensa calma da paso a turbulencias

En nuestro anterior *Informe Trimestral* destacábamos la tensa calma que reinaba en los mercados financieros. Esta tensión entre la tranquilidad de los mercados y las vulnerabilidades económicas subyacentes tenía que resolverse en algún momento, y podría haber comenzado a hacerlo en este [último trimestre](#).

El año nuevo sorprendió a los mercados con uno de los peores episodios de ventas generalizadas hasta la fecha. Los inversores apenas tuvieron tiempo de darse un respiro tras lo que resultó un aumento sin incidentes —aunque histórico— en 25 puntos básicos del intervalo objetivo de la tasa de los fondos federales de Estados Unidos a mediados de diciembre, después de siete años en niveles cercanos a cero, lo que supone el periodo más largo de inmovilidad de la posguerra. Apenas dos semanas después, los mercados se convulsionaron. Al igual que el verano anterior, el detonante fue China, cuyos síntomas de desaceleración económica hacían temer el debilitamiento más amplio de las economías emergentes. Las bolsas de todo el mundo sufrieron abultadas caídas, las volatilidades se dispararon, los diferenciales crediticios se ampliaron, las monedas de economías emergentes se depreciaron —especialmente frente al dólar estadounidense— y el precio del petróleo cayó hasta nuevos mínimos, por debajo de sus niveles durante la Gran Recesión. Todo ello alimentó el pesimismo sobre otras economías, especialmente Estados Unidos, diseminando con ello la decepción a otros lugares.

A esta primera fase de turbulencias, le siguió una segunda a principios de febrero, más breve aunque tal vez más preocupante, centrada en la salud de los bancos internacionales. Sus valoraciones, que ya se habían visto presionadas durante bastante tiempo, cayeron hasta nuevos mínimos a la vez que se ampliaban los diferenciales de sus *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS). Las razones precio de mercado/valor contable del sector bancario alcanzaron niveles no vistos desde la fase más aguda de la crisis. Las decepcionantes perspectivas de crecimiento mundial y anuncios de resultados peores de lo previsto se sumaron a las preocupaciones específicas de cada jurisdicción, como por ejemplo el nivel obstinadamente alto de préstamos en mora y la inquietud, de origen regulador, ante la posibilidad de suspender el pago de cupones de las obligaciones contingentes convertibles (CoCo) en la zona del euro. Muy probablemente, las estrategias de cobertura dinámicas defensivas empeoraron la situación, al vender los inversores acciones y CDS bancarios para reducir sus pérdidas en las CoCo. No obstante, el principal motivo de inquietud fue la posibilidad de que las tasas de interés bajaran aún más en el futuro, más allá del horizonte previsto, afectando seriamente a [los márgenes de intermediación, la rentabilidad y la resiliencia de los bancos](#). La inquietud se acentuó y se propagó tras la decisión del Banco de Japón de adoptar tasas de interés oficiales negativas. En un momento dado, llegaron a negociarse títulos de deuda soberanos con rendimiento negativo por un valor superior a 6,5 billones de USD, desafiando una vez más los

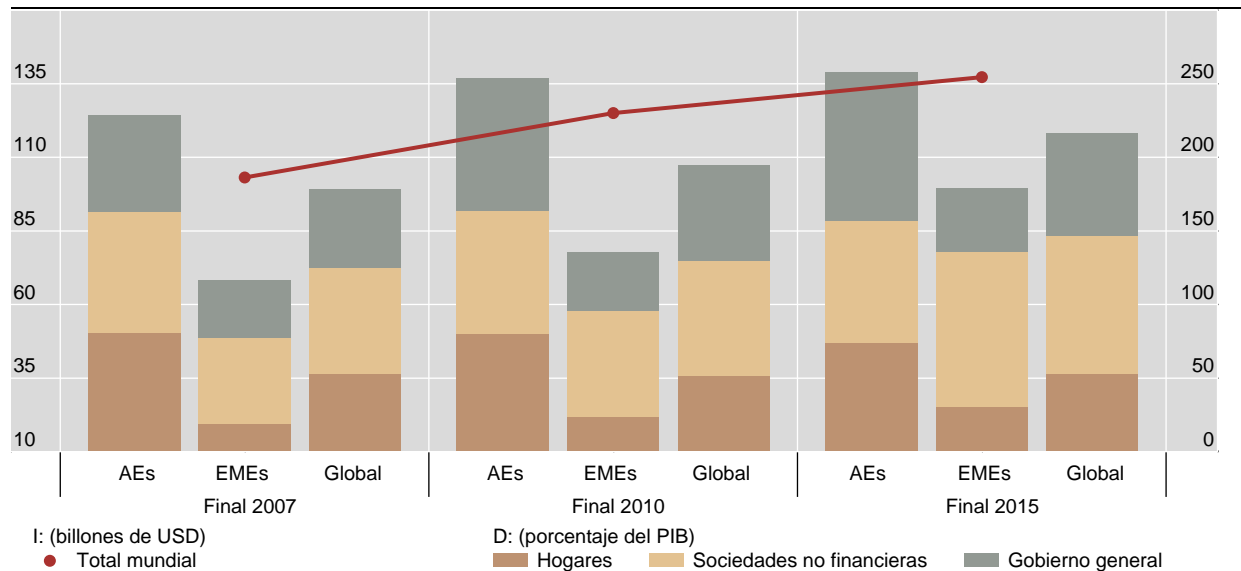


límites de lo impensable. No ha sido hasta hace poco cuando los mercados han logrado recuperar la compostura en cierta medida.

Ahora bien, para hallar realmente el origen de esta situación, tenemos que mirar más allá de la conocida oscilación de los mercados entre optimismo y pesimismo. Al hacerlo, se encuentran realmente las claves de lo que está ocurriendo. En un contexto de descenso prolongado del crecimiento de la productividad, exacerbado por la crisis, los niveles de deuda mundial han continuado creciendo mientras el margen de maniobra de las políticas han seguido estrechándose — una combinación de factores que podíamos bautizar como [«los tres malos»](#). Permítanme profundizar rápidamente en los dos últimos elementos: los crecientes niveles de deuda y el menguante margen de maniobra de las políticas.

La deuda estuvo en el origen de la crisis financiera y desde entonces ha aumentado aún más a nivel mundial en relación con el PIB (véase el gráfico). En las economías avanzadas situadas en el epicentro de la crisis, se ha producido cierto desapalancamiento del sector privado, mientras que el endeudamiento del sector público ha crecido sostenidamente. No obstante, el hecho más preocupantes ha sido el fuerte aumento de la deuda del sector privado en otros países, especialmente en numerosas economías de mercado emergentes (EME), incluidas las más grandes, que han sido los principales motores del crecimiento mundial tras la crisis. Dicho aumento ha sido más pronunciado en el sector corporativo, cuya rentabilidad ha ido menguando, y entre los exportadores de materias primas. A menudo, como indican nuestras [estadísticas más recientes](#) esto ha ido acompañado de fuertes auges de los precios inmobiliarios a raíz de una agresiva asunción de riesgos. Todo ello nos recuerda peligrosamente los auges financieros observados en diversas economías antes del estallido de crisis financieras.

### Continuo aumento de los niveles de deuda



Los países de la muestra son: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Francia, Grecia, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Japón, Malasia, México, Noruega, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica y Turquía.. AEs = economías avanzadas; EMEs = economías de mercado emergentes.

Fuentes: FMI; OCDE; datos nacionales; estadísticas del BPI sobre crédito total.



La deuda denominada en moneda extranjera ha jugado un papel destacado en todo ello; en las EME, se ha duplicado la proporción denominada en dólares estadounidenses desde 2009, hasta alcanzar 3,3 billones de dólares. Nuestros [indicadores de liquidez mundial](#) sugieren actualmente que el crecimiento de este componente se detuvo en el tercer trimestre de 2015. Por su parte, las estadísticas sobre títulos de deuda internacionales confirman que los prestatarios de EME han ido reduciendo sus emisiones desde entonces; en China, han ido amortizando sus deudas en moneda extranjera, lo que explica en parte la rápida caída de las reservas oficiales de divisas. Junto con la ampliación de los diferenciales crediticios y la depreciación de numerosas monedas frente al dólar, esta evolución es sintomática de un endurecimiento de las condiciones financieras externas para las EME, en un momento en el que los ciclos financieros internos han ido madurando o cambiando de signo. Es como si dos ondas con frecuencias distintas se hubieran encontrado para formar una más grande y destructiva.

La deuda, por tanto, es lo que nos ayuda a entender esta [serie de acontecimientos en apariencia inconexos](#). También arroja luz sobre la desaceleración en las EME y sobre el preocupante círculo vicioso entre la apreciación del dólar estadounidense y el endurecimiento de las condiciones financieras para empresas y países muy endeudados en dólares. Además, ayuda a entender los bajos precios del petróleo, a medida que países como China demandan menos y que las petroleras altamente endeudadas se ven obligadas a mantener su producción para poder hacer frente al pago de sus deudas. E incluso puede explicar la incógnita de la desaceleración del crecimiento de la productividad: [estudios recientes del BPI](#) encuentran que los auges crediticios drenan el crecimiento de la productividad a medida que van tomando impulso, sobre todo asignando recursos a los sectores equivocados. El impacto de estas asignaciones ineficientes se prolonga y toma fuerza si a continuación se produce una crisis financiera. A su vez, la pérdida de productividad hace más difícil hacer frente a la carga de la deuda. En otras palabras, es posible que no estemos presenciando hechos aislados, sino señales de que se avecina una tormenta que ha estado gestándose durante mucho tiempo.

A todo ello se une el menor margen de maniobra de las políticas. Con las últimas turbulencias, ha saltado a la palestra el mensaje de que los bancos centrales han estado sobrecargados durante demasiado tiempo después de la crisis, aun cuando el margen fiscal se ha reducido y han faltado medidas estructurales. A pesar de las condiciones monetarias excepcionalmente favorables, el crecimiento en las principales economías ha sido decepcionante y la inflación ha permanecido obstinadamente baja. Los participantes en los mercados han tomado nota y su confianza en los «poderes curativos» de los bancos centrales se ha reducido, tal vez por primera vez. Ahora es el turno de las autoridades de tomar nota.

## Hyun Song Shin

El debate sobre las vulnerabilidades económicas y financieras derivadas del prolongado periodo de estímulo por los bancos centrales ha cobrado impulso ante las nuevas señales que indican un punto de inflexión en las condiciones de liquidez mundial. Este fue uno de los asuntos debatidos en la reciente cumbre de Shanghai del G-20.

La edición de marzo de nuestro *Informe Trimestral* presenta recientes análisis y estudios del BPI sobre aspectos clave de la reversión de la liquidez mundial. [En un recuadro sobre salidas de capitales desde China](#), Bob McCauley y Chang Shu muestran la importancia de los depósitos bancarios en renminbi fuera de China para explicar los recientes movimientos de los tipos de cambio. Cuando hablamos de «salidas de capitales» da la impresión que solo nos referimos a los flujos financieros entre países, cuando en realidad los flujos entre monedas a menudo explican mejor las tensiones en los mercados de divisas, tanto si los fondos atraviesan las fronteras como si no. Tras la reciente crisis financiera mundial, el renminbi se fue apreciando durante meses frente al dólar. Este entorno induce la actividad de «*carry trade*», operaciones en las que una empresa con acceso al crédito en dólares toma prestada dicha moneda en otro país para convertirla en renminbi con el fin de sacar partido de la



sostenida apreciación de la moneda china, así como de las mayores tasas de interés de los depósitos en dicha moneda. Una manera de mantener los ingresos en renminbi procedentes de *carry trade* sería depositar los fondos en bancos en el extranjero.

Nótese sin embargo que tanto el crédito en dólares como los depósitos en renminbi se sitúan fueran de China, por lo que prácticamente no se produce ningún préstamo en dólares transfronterizo. Ahora bien, el fortalecimiento del dólar incita a los prestatarios a amortizar su deuda en esa moneda, de tal manera que al deshacer sus posiciones *carry trade*, se reducen también los depósitos en renminbi. El recuadro de McCauley y Shu estima estas oscilaciones entre monedas a partir de las estadísticas bancarias del BPI. La reducción de los depósitos en renminbi fuera de China, unida a la amortización de la deuda en divisas de las empresas chinas, refleja el cierre de operaciones *carry trade* y explica la presión bajista sobre el renminbi. Esta combinación también explica por qué la tasa de interés del renminbi *offshore* se negocia con un descuento sobre la tasa *onshore* durante periodos de tensión.

Al igual que el préstamo en dólares fuera de Estados Unidos creció durante el periodo de relajación de la política monetaria en Estados Unidos, observamos ahora un aumento del endeudamiento en euros fuera de la zona del euro. El Gráfico 2 del capítulo «[Aspectos más destacados de los flujos de financiación internacionales](#)» muestra que el componente del crédito denominado en euros que más ha crecido, a una tasa anual del 15%, ha sido el concedido a no residentes, especialmente los bonos denominados en euros emitidos por sociedades no financieras fuera de la zona del euro. Las emisiones por parte de sociedades no financieras de Estados Unidos han sido tan pronunciadas que incluso se les han asignado su propio nombre: «*reverse yankees*». En cambio, el crédito en euros a prestatario dentro de la zona del euro ha crecido a un ritmo más lento, el 2,1% anual, pese a las medidas de política monetaria del BCE, incluida la introducción de tasas de interés negativas, destinadas a estimular el préstamo dentro de la zona.

Precisamente las tasas de interés negativas son objeto de un artículo monográfico de nuestro Informe Trimestral, por ser un tema del que mucho se ha hablado recientemente. Morten Bech y Aytel Malkhozov examinan la implementación de tasas de interés por debajo de cero por algunos bancos centrales. En concreto, se centran en cuatro bancos centrales que tenían al menos una tasa oficial negativa a finales de 2015: el BCE y los bancos centrales de Dinamarca, Suecia y Suiza (el Banco de Japón quedó fuera del estudio al haber adoptado en enero de este año una tasa negativa aplicable a parte de las reservas bancarias). Los autores dejan a un lado cuestiones más amplias como la *conveniencia* de dichas tasas para centrarse en si éstas se han transmitido a otras tasas de interés de la economía, y en ese caso, cómo lo han hecho.

Al implementar las tasas negativas, los bancos centrales han intentado mitigar la carga para las entidades bancarias. Por ejemplo, de los cuatro bancos analizados, todos menos el de Suecia aplicaron tasas negativas solo a las reservas bancarias en el banco central por encima de un determinado umbral.

En todos los casos, las tasas moderadamente negativas se trasladaron hacia las tasas del mercado monetario y hacia plazos más largos de la curva de rendimientos, mientras que su impacto en otras tasas, especialmente las bancarias, fue mucho menos patente. Crucialmente, las tasas sobre los depósitos bancarios a clientes minoristas no han caído por debajo de cero y de hecho las tasas hipotecarias en Suiza han crecido en los últimos meses, en un intento de los bancos por preservar sus beneficios. Todo ello invita a cuestionarse cómo ha cambiado el mecanismo de transmisión monetaria en estos países, cómo lo hará en el futuro y, en general, cómo funcionaría el sistema financiero si los costes de endeudamiento de referencia entraran aún más en terreno negativo o permanecieran negativos durante un periodo prolongado.

En otro artículo monográfico, Dietrich Domanski, Michela Scatigna y Anna Zabai estudian el posible impacto de la política monetaria sobre la desigualdad de la riqueza en los hogares



desde la crisis financiera, contribuyendo así a un tema de debate candente en los círculos económicos y de política. Dado que aún no disponemos de datos internacionales fiables sobre la evolución de dicha desigualdad desde la crisis, los autores estiman mediante una simulación cómo ha cambiado la riqueza de los hogares a partir de la evolución del valor de los activos, asumiendo una composición constante de sus carteras. El estudio concluye que esta desigualdad probablemente ha aumentado en la mayoría de países, como reflejo de la rápida recuperación de los precios de las acciones (que beneficia a los estratos más altos), la recuperación más lenta de los precios de la vivienda (que habría favorecido a los estratos más bajos) y el elevado grado de endeudamiento familiar (que perjudica más a los estratos bajos).

No queda claro si las medidas adoptadas por los bancos centrales han favorecido o no esta desigualdad, pero algunos indicadores arrojan luz en este sentido. Normalmente, la política monetaria tiende a aumentar la desigualdad al elevar el precio de los títulos de renta variable y la reduce al elevar el precio de la vivienda. Este impacto relativo y la composición de las carteras son claves en este sentido, mientras que su impacto sobre los precios de la deuda es menos importante. En cualquier caso, las lecciones que podemos extraer al respecto no se prestan a una generalización simplista, por lo que habrá que seguir prestando atención a estos temas.

Patrick McGuire y Goetz von Peter escriben sobre los determinantes de la contracción del crédito bancario durante y después de la crisis financiera. Para ello, utilizan un conjunto de datos único, a partir de las estadísticas bancarias del BPI, que refleja las posiciones de grupos de bancos de una determinada nacionalidad en un país dado (por ejemplo bancos alemanes en el Reino Unido). Su artículo monográfico coincide en gran medida con las conclusiones de estudios anteriores, especialmente el hecho de que los bancos extranjeros que se financian localmente suelen mantener relaciones crediticias más estables que aquellos que se financian en otros países. Al mismo tiempo, describe con mayor detalle cómo se dejaron sentir estos efectos durante la crisis.

Por último, Morten Bech, Anamaria Illes, Ulf Lewrick y Andreas Schrimpf estudian el reciente aumento de la negociación electrónica y automatizada en los mercados de renta fija, a partir de informes recientes publicados por [el Comité de los Mercados](#) y [el Comité sobre el Sistema Financiero Global](#). Mientras que los indicadores de «calidad de mercado» (liquidez y costes de negociación) se han mostrado en general fuertes, las condiciones de mercado siguen siendo susceptibles a una repentina evaporación de la liquidez. Es necesario seguir profundizando en este tema para comprender el impacto de la negociación electrónica sobre la solidez de estos mercados, especialmente en condiciones de tensión.