



Deuda, liquidez global y los desafíos del proceso de salida

Jaime Caruana, Director General, Banco de Pagos Internacionales

VIII Conferencia Internacional de FLAR-CAF sobre

«Liquidez externa, política económica y estabilidad macroeconómica en el mundo emergente y en desarrollo»

Cartagena, Colombia, 8 de julio de 2013

Me gustaría agradecer a los organizadores su invitación a participar en la VIII Conferencia Internacional del FLAR-CAF y a dirigirme a esta distinguida audiencia. Es para mí un placer estar en Cartagena de Indias.

A pesar de todas medidas adoptadas por las autoridades económicas, a pesar de la recuperación de los últimos seis años, el crecimiento sigue siendo esquivo y desigual en la economía mundial. Las medidas adoptadas, particularmente por los bancos centrales, han reducido los riesgos extremos, pero no se ha conseguido normalizar la economía, ni se ha conseguido alcanzar un nuevo equilibrio que permita un crecimiento global más sólido y equilibrado, y las incertidumbres siguen siendo particularmente elevadas. La reciente sensibilidad de los mercados financieros nos recuerda que la distancia que resta para alcanzar la normalidad es grande y que persisten impedimentos al crecimiento y fragilidades en la economía y en el sistema financiero mundial. Si se quiere avanzar en la normalización hacia un crecimiento más sólido, es necesario no solo reconocer los progresos realizados, sino también examinar estas fragilidades. ¿De dónde surgen? ¿Cuáles son las implicaciones para las políticas? Me gustaría ofrecer algunas reflexiones a estas preguntas desde el punto de vista del título de esta conferencia, analizando la liquidez global y su relación con la estabilidad económica y financiera.

Adelantando las ideas que voy a exponer, propondré que persisten desequilibrios sin resolver a los que se unen nuevos riesgos. Sugeriré que la mejor manera de avanzar es concluir el saneamiento de los balances del sector privado y prepararse para la inevitable normalización de las condiciones de financiación; para ello, debe aumentarse la resistencia y solidez del sistema financiero y ganar margen de maniobra en otros frentes, como el de la política fiscal. Es muy probable que los desequilibrios existentes continúen complicando este proceso de salida y por ello es conveniente estar preparado. Un mayor crecimiento indudablemente ayudaría, pero no olvidemos que crecimientos basados en un aumento rápido del crédito ocultaron la pérdida generalizada de productividad y las distorsiones en la asignación de recursos generadas en los periodos de euforia. Este es un aspecto importante que no es objeto de la presentación de hoy, baste con decir que no se ha prestado suficiente atención a estos aspectos y que conseguir un crecimiento sólido y equilibrado requiere la aceleración de reformas para mejorar la flexibilidad de la economía.

1. La creciente deuda

El nerviosismo y volatilidad de los mercados han sido muy evidentes en las últimas semanas. Han aumentado considerablemente los rendimientos de la deuda y han caído las bolsas, si bien de forma



diferenciada. En las economías de mercado emergentes (EME), los tipos de cambio se han depreciado y los flujos de capital se han alterado y revertido.

Parece que los mercados están reaccionando ante un abandono de la acomodación monetaria anterior a lo previsto. Una explicación plausible de esta atípica sensibilidad y falta de convicción de los mercados es la preocupación de que los desequilibrios y distorsiones existentes, en particular la persistencia de elevados niveles de deuda, puedan provocar fuertes pérdidas cuando se abandonen años de acomodación monetaria. A mayores niveles de deuda, mucha de ella emitida a tipos de interés muy bajos, mayor es la sensibilidad de los mercados frente a variaciones del tipo de interés.

Desde la crisis financiera mundial, el endeudamiento de las economías del G-20 ha crecido significativamente. Como ilustra el Gráfico 1, los volúmenes de deuda en circulación, nacional e internacional, pública y privada, están muy por encima de sus niveles previos a la crisis en todas las regiones. En conjunto, los países del G-20 han visto aumentar su deuda total en más de un 30% desde el comienzo de la crisis. Este aumento de la deuda total refleja un fuerte crecimiento del endeudamiento público, especialmente en las economías avanzadas, que no se ha visto compensado por descenso alguno del endeudamiento privado agregado.

Comenzando con el *endeudamiento público*, el Cuadro 1 muestra que, para las economías avanzadas, aun cuando se prevé que al cierre de este ejercicio 2013 los déficits fiscales hayan disminuido significativamente desde sus niveles de 2009 y su esfuerzo fiscal haya aumentado (menores déficits primarios), todavía se espera que la deuda pública bruta crezca un promedio de 22 puntos porcentuales del PIB en el periodo 2007-13. La situación es más favorable en las economías emergentes, especialmente en las economías principales de América Latina, donde han decrecido en promedio tanto los déficits fiscales como la deuda pública. En estas economías, la deuda pública sobre PIB es en la mayoría de los casos cercana o muy inferior al umbral del 40% que suele considerarse relativamente seguro para lograr la sostenibilidad en los países emergentes. Asimismo, se han pronosticado considerables caídas en los cocientes de deuda sobre PIB en Colombia y, particularmente, en Perú.

En cuanto al *endeudamiento privado*, el crédito bancario muestra un crecimiento lento o negativo en Europa y modesto en Estados Unidos, pero vigoroso en países menos afectados por la crisis, como los de Asia y América Latina. (Gráfico 2).

Como resultado, cinco años después del estallido de la crisis, el crédito a hogares y empresas en las economías más afectadas ha disminuido menos de lo que cabría esperar tras la experiencia de crisis anteriores. En general, pese a una relajación sin precedentes de la política monetaria y pese a las medidas de apoyo fiscal que han elevado la deuda pública hasta niveles históricamente altos en las economías más afectadas, sigue pendiente completar el saneamiento de los balances del sector privado. Estados Unidos es, en parte, la excepción. Allí, los hogares han reducido su deuda mediante amortizaciones, cancelaciones y crecimiento de la renta. Como consecuencia, el cociente de deuda de los hogares estadounidenses sobre su renta disponible ha retrocedido a niveles de principios de la década anterior y el cociente de deuda privada total sobre PIB ha mejorado. En Europa, los países que experimentaron auges inmobiliarios y crediticios, como el Reino Unido y España, han experimentado cierta reducción en la deuda de los hogares. Sin embargo, el endeudamiento privado agregado en Europa apenas ha disminuido en relación con el PIB.

Los bancos han realizado un progreso significativo, palpable en la evolución de los niveles de capital bancario y en los diferenciales de los *swaps* de crédito (CDS), pero también aquí la tarea está incompleta; algunos bancos de algunos países tienen que hacer más por reconocer el deterioro de sus activos y estabilizar/alargar la financiación, para recuperar con ello la confianza de los inversores.

Entretanto, ha crecido el crédito concedido a las economías de mercado emergentes menos afectadas (Gráfico 2). En las economías asiáticas y latinoamericanas emergentes, el cociente de crédito privado sobre PIB continúa siendo, en promedio, muy inferior al de las economías avanzadas, si bien en ciertos casos se acerca o supera cotas máximas previas. Al mismo tiempo, se han observado fuertes



subidas de precios en los mercados inmobiliarios de algunos países. Todo ello plantea riesgos relevantes a los que luego me referiré.

2. Financiación internacional

Desde la perspectiva internacional, el volumen agregado de crédito bancario internacional concedido tanto a bancos como a entidades no bancarias ha dejado de crecer o incluso ha retrocedido. Esto refleja el desapalancamiento de los bancos, más intenso en el componente transfronterizo (Gráfico 3). Por sectores, la reducción del crédito bancario internacional se ha centrado en el mercado interbancario. Geográficamente, refleja sobre todo la debilidad del crecimiento del crédito en Europa y, en cierta medida, en Estados Unidos.

Sin embargo, las anteriores tendencias agregadas encubren en parte la enorme laxitud de las condiciones financieras internacionales que han prevalecido en los últimos años. Un indicador es el crédito bancario, interno y transfronterizo, concedido a Asia y América Latina, que ha crecido con más fuerza (Gráfico 4).

Otro indicador de las condiciones de financiación expansivas es la actividad en los mercados de deuda mundiales. La deuda corporativa en circulación de mercados emergentes —básicamente denominada en las principales monedas— ha crecido rápidamente en los últimos años (Gráfico 5). Además, antes de la reciente reversión que mencioné anteriormente, las principales economías evidenciaron durante largos periodos de tiempo fuertes flujos de capital hacia fondos de renta variable y renta fija de mercados emergentes (Gráfico 6).

La financiación bancaria y otros flujos de capital han sido lo suficientemente elevados como para que muchos países juzgaran necesario introducir políticas macroprudenciales y controles de capital. Por ejemplo, en América Latina, varios países han aplicado políticas tendentes a limitar las entradas de moneda extranjera, incluidos impuestos sobre inversiones en instrumentos de renta fija o sobre ciertas posiciones en derivados por parte de extranjeros (como Brasil, que recientemente los ha reducido a cero) o coeficientes de reservas obligatorias en moneda extranjera (por ejemplo, Perú).

Tras los indicadores de cantidad, veamos ahora los de precio. Las condiciones de financiación expansivas se aprecian mejor en los indicadores de apetito por el riesgo y costes de financiación. De hecho, pese a la mayor volatilidad en los mercados y los cambios de valoración mencionados anteriormente, las condiciones de financiación continúan siendo laxas en su conjunto.

- La volatilidad en los mercados de acciones y bonos ha aumentado recientemente, pero todavía permanece muy por debajo de los máximos observados tras la quiebra de Lehman y se mantiene cercana a los reducidos niveles previos a la crisis. (Gráfico 7).
- El apetito por el riesgo se sitúa por encima de los niveles observados durante la crisis, aunque ha disminuido recientemente (Gráfico 8).
- Los rendimientos de la deuda corporativa y de mercados emergentes se mantienen reducidos (Gráfico 9), pese al reciente repunte alcista. Los reducidos costes de financiación en los mercados de deuda mundiales reflejan un excepcional grado de acomodación monetaria, que ha conllevado rendimientos nominales de la deuda pública muy bajos, un aspecto al que me referiré a continuación.



3. Los efectos de la acomodación monetaria

Los bancos centrales de las principales economías han reducido sus tasas de interés oficiales a niveles próximos a cero (Gráfico 10, panel izquierdo) y han incrementado además enormemente sus balances. Los activos de estos bancos centrales han aumentado desde unos 4 billones de dólares justo antes de la crisis hasta 10 billones de dólares en la actualidad (Gráfico 11).

Si bien los bancos centrales de las EME han seguido una trayectoria diferente, su política ha sido, en conjunto, acomodaticia pese a una situación económica más sólida. Los bancos centrales elevaron sus tasas de interés oficiales en 2010–11 conforme se recuperaba el comercio internacional y se manifestaban las presiones inflacionistas. Sin embargo, a partir del último semestre de 2012, redujeron sus tasas oficiales. Como resultado, las tasas de interés reales a corto plazo no solo son negativas en las economías avanzadas, sino que también se sitúan próximas a cero (y en algunos casos por debajo de cero) en las EME (Gráfico 10, panel derecho).

Los efectos han sido dispares. Por una parte, los agregados monetarios amplios —es decir, los depósitos bancarios respaldados por las carteras de préstamos y valores de los bancos— han crecido lentamente en las economías avanzadas. Concretamente, en consonancia con la evidencia de un reajuste de los balances, el multiplicador monetario se ha desplomado en Estados Unidos, al igual que en Japón a principios de la década anterior (Gráfico 12).

El descenso de los rendimientos nominales de la deuda ha sido muy acusado, manteniéndose de forma continuada sensiblemente por debajo del crecimiento previsto del PIB nominal. La brecha es llamativa en ambos casos, economías avanzadas y emergentes. En las economías avanzadas es superior a su nivel antes de la crisis (Gráfico 13). En el caso de las economías de mercado emergentes, la brecha también ha aumentado durante los últimos años y se ha visto influida por las cifras de rendimientos de la deuda de un solo dígito y crecimientos nominales de dos dígitos en China.

Para apreciar lo excepcional que ha sido la formación de precios en los mercados de deuda mundiales, hay que analizar la prima por plazo. Esta es la recompensa extraordinaria por adquirir deuda a largo plazo asumiendo mayores riesgos y normalmente es positiva. Sin embargo, en los principales mercados de deuda este año prevaleció una prima por plazo sustancialmente *negativa* (Gráfico 14). Así pues, la recompensa por mantener un bono a largo plazo se transformó en una penalización que el inversor debe pagar, una situación muy poco habitual que refleja la absorción por parte de los bancos centrales de la deuda en manos privadas a través de sus programas de compras de activos a gran escala. El Gráfico 14 también sugiere que al incrementar los rendimientos el mes pasado, la prima por plazo pasó a ser menos negativa. Estas estimaciones preliminares sugieren que a los principales mercados de deuda aún les queda camino por recorrer para lograr una prima por plazo positiva más normal. La trayectoria hacia la normalización de la prima de plazo es incierta y difícil de gestionar, lo que plantea un riesgo adicional.

4. Cuatro tipos de riesgos

Las condiciones mencionadas plantean cuatro tipos de riesgos interconectados. Primero, el saneamiento lento e insuficiente en los países más afectados por la crisis, que ha retrasado una recuperación fuerte y autosostenida. Segundo, han surgido indicios de una excesiva asunción de riesgos y un debilitamiento de los criterios de concesión de crédito. Tercero, en algunas economías de mercado emergentes y economías avanzadas (de menor tamaño), vienen manifestándose riesgos en la fase tardía del ciclo financiero. Cuarto, los desafíos del proceso de salida de las políticas monetarias acomodaticias complican estas vulnerabilidades.



Lento saneamiento de los balances

Históricamente, un saneamiento rápido y exhaustivo de los balances ha demostrado ser la mejor forma de restaurar el crecimiento y la estabilidad tras una crisis financiera. Por ejemplo, en respuesta a las crisis bancarias nórdicas de principios de los 90, las autoridades intervinieron rápida y exhaustivamente para lograr el reconocimiento total de las pérdidas, la recapitalización del sistema bancario, la separación de los activos dañados y la eliminación del exceso de capacidad bancaria. Estas medidas abordaron las causas de la recesión de balances y sentaron las bases de una recuperación sostenida tras la crisis. En el caso de Japón, la recuperación durante la década de los 90 fue sin duda más lenta debido a los retrasos en acometer el saneamiento de los balances.

Aunque una relajación monetaria agresiva puede facilitar el reajuste de balances tras una grave crisis financiera¹, conforme pasa el tiempo el balance entre costes y beneficios se deteriora y puede dificultar y retrasar su saneamiento y, en consecuencia, la recuperación económica. Los indicadores de una deuda en aumento y condiciones financieras laxas que he presentado apuntan hacia un posible problema en el entorno mundial actual. La relajación monetaria de forma prolongada puede haber entorpecido el reajuste de balances por diversas vías. En particular puede reducir la necesidad percibida de reconocer los activos deteriorados, puede rebajar el coste de oportunidad de mantener préstamos improductivos en el balance, fomentando así su refinanciación automática, puede también introducir distorsiones en los precios de los activos e inducir que los bancos sobrestimen la capacidad de reembolso a tasas de interés más normales y mantengan a flote negocios inviables e improductivos. Una curva de rendimientos plana también puede haber reducido los beneficios operativos del sector financiero.

La política monetaria puede proporcionar tiempo para resolver problemas que no son monetarios, pero no puede sustituir otras actuaciones, del sector privado y público, encaminadas a sanear los balances y a corregir los desequilibrios sectoriales acumulados en la economía. Por ello, nuestro último informe anual lo hemos titulado 'Aprovechar el tiempo prestado'.

Excesiva asunción de riesgos

Recientemente venimos presenciado el deterioro de los criterios de concesión de crédito y síntomas de una excesiva asunción de riesgo por los inversores. Los inversores han asumido mayores riesgos y una menor protección ante resultados peores de lo esperado: los emisores de baja calidad crediticia han podido endeudarse a tasas históricamente bajas y la proporción de este tipo de emisiones respecto a la deuda total es inusualmente alta. En algunos países es ya mucho mayor que antes de la crisis. Los préstamos con «cláusulas laxas» son cada vez más frecuentes y el apalancamiento ha venido aumentando. Una serie de países considerados «frontera» de renta baja y con calificaciones crediticias muy bajas pudieron acceder a los mercados de deuda con un fuerte exceso de demanda.

Además, la acomodación monetaria a través de las compras de activos a gran escala puede haber distorsionando las señales del mercado, dificultando a los participantes de los mercados la evaluación de riesgos y de los precios de equilibrio.

¹ Apuntalando la actividad económica (en particular, estimulando la confianza) y generando rentas, así como permitiendo una refinanciación sin coste que reduce el exceso de deuda.



Riesgos financieros en la fase tardía del ciclo

Largos periodos de acomodación monetaria pueden venir asociados a auges del crédito y de los precios de los activos, seguidos de una desaceleración crediticia, caídas de precios de los activos, y fuertes alteraciones en los flujos. El resultado puede ser la generación de importantes tensiones financieras. Algunos países que han experimentado este tipo de auges pueden correr el riesgo de sufrir dichas tensiones (Gráfico 15). Es cierto que las economías emergentes gozan de mejores parámetros en cuanto a crecimiento y sostenibilidad de la deuda y que, por tanto, buena parte de los flujos reflejan esta tendencia a la mejora de sus fundamentos económicos. Además, las autoridades de estos países han venido contrarrestando estos riesgos en la fase tardía del ciclo, en muchos casos a través de políticas macroprudenciales. Aun así, estos riesgos no pueden subestimarse, las incertidumbres son elevadas, y se pueden presentar escenarios complejos cuando los desequilibrios financieros se combinan con otras perturbaciones como pueden ser condiciones financieras externas más difíciles y volátiles, caídas de precios de las materias primas y menor crecimiento global. Por ello sería conveniente que aprovecharan las actuales condiciones para continuar reforzando sus sistemas financieros y ganar margen de maniobra en otras políticas para hacer frente a posibles situaciones adversas.

Los desafíos del proceso de salida

Los desafíos que plantea el abandono de la acomodación monetaria se añaden y complican la gestión de los riesgos mencionados. Por mucho que el proceso de normalización sea deseable, es importante conocer los desafíos que puede plantear el proceso de salida. Un punto importante es que el éxito mismo de haber impulsado la prima por plazo hasta territorio negativo para apoyar la recuperación económica entraña el riesgo de su aumento súbito cuando desaparezca o simplemente se cuestione la acomodación monetaria. Un aumento de la pendiente de las curvas de rendimientos en todo el mundo podría afectar negativamente los balances de las instituciones financieras, en la medida en que poseen deuda pública de sus gobiernos, y empeorar la sostenibilidad de la deuda pública. Los balances de las instituciones financieras podrían verse afectados y cuestionados de nuevo. El periodo más reciente de volatilidad en los mercados subraya este riesgo, al haber subido súbitamente la prima por plazo, a pesar de seguir siendo negativa.

En los mercados emergentes, un endurecimiento de las condiciones financieras más estricto y rápido de lo previsto podría provocar ventas masivas de activos, reversiones de las entradas de capital y el ajuste desordenado en los mercados de crédito. El creciente apalancamiento de los últimos años en los sectores privado y empresarial de diversas EME acentúa la preocupación por el impacto de una repentina subida de las tasas de interés. Ante estos riesgos, la incertidumbre sobre el proceso de salida puede en parte explicar la volatilidad en el mercado que se ha observado recientemente. El problema no es la subida de tipos de interés que es parte del deseable proceso de normalización, sino que el riesgo está en la resistencia de los sistemas financieros a rápidas subidas, dada la dependencia creada por el prolongado periodo de bajos tipos de interés.

Para lograr una salida sin sobresaltos a la acomodación monetaria, las autoridades de las economías avanzadas se enfrentan a dos tipos de desafíos. El primero es cómo gestionar las expectativas de fijación de las tasas de interés oficiales. ¿Cuándo comenzarán a subir esas tasas? ¿A qué velocidad lo harán? O mejor aún, ¿cómo dependerá la subida de las tasas de la situación macroeconómica?

El segundo desafío es el desconocido aspecto de cómo gestionar el abandono de las compras de activos a gran escala, que han tenido efectos de primer orden sobre la prima por plazo. La experiencia reciente sugiere que la incertidumbre acerca de cuánto tiempo se mantendrán las compras de activos a gran escala puede inducir volatilidad y súbitos cambios de valoración. Esta preocupación es ahora especialmente relevante en Estados Unidos, debido a la continua mejora de la situación



económica durante el presente año. Aunque las autoridades han manifestado su pretensión de mantener la acomodación monetaria siempre que exista una atonía económica significativa, algunos participantes en los mercados temen que dicha acomodación pueda abandonarse antes de lo que actualmente se anticipa. La comunicación es muy importante y los bancos centrales están hoy mejor preparados que en episodios anteriores, pero conviene prepararse para un proceso de salida accidentado.

5. Resumen e implicaciones de política

Permítanme resumir y plantear **tres** implicaciones generales de política, aun reconociendo la existencia de diferencias sustanciales entre países. En general, el volumen de deuda continúa siendo elevado, lo que implica que el desapalancamiento del sector privado no se ha completado aún en las principales economías avanzadas más afectadas por la crisis. Además, el creciente apalancamiento en otras economías avanzadas y en economías de mercado emergentes, así como los recientes episodios de volatilidad en los mercados, sugieren que las vulnerabilidades acumuladas en algunas regiones pueden ser sustanciales.

Al mismo tiempo, los indicadores de condiciones de financiación y apetito por el riesgo sugieren que esas condiciones han sido muy laxas como resultado de una acomodación monetaria sostenida y sin precedentes. Esta acomodación global ha impulsado a la baja los rendimientos en los mercados de deuda mundiales hasta el punto de que los inversores están *pagando* una prima por plazo en vez de *recibirla*. Asimismo, puede haber contribuido a retrasar el saneamiento de los balances en las economías más afectadas y a favorecer auges crediticios y la generación de riesgos en la fase tardía del ciclo financiero. Estos riesgos se ven acentuados por los desafíos que plantea el abandono de la acomodación monetaria.

En materia de **política económica**, tengo tres sugerencias generales. Primera, el desapalancamiento del sector privado y el saneamiento de los balances deben continuar en las economías afectadas por la crisis, y las autoridades deben perseverar en sus reformas estructurales. Las recesiones de balance son especiales, requiriéndose más medidas en este frente (sanear y reformar) para lograr una recuperación equilibrada. Además, estas medidas permitirán a los bancos centrales normalizar la política monetaria para retornar al crecimiento sostenible y equilibrado.

Segunda sugerencia, en las economías de mercado emergentes y en ciertas economías avanzadas que se han visto menos afectadas por la crisis, pero que han experimentado auges crediticios, el ciclo financiero puede estar alcanzando fases críticas. En esos países, las autoridades y los participantes en los mercados pueden aprovechar la actual situación para continuar reforzando sus sistemas financieros. Ello supone reparar balances, mejorar la estabilidad de la financiación y continuar avanzando en la implantación de la reforma de la regulación financiera.

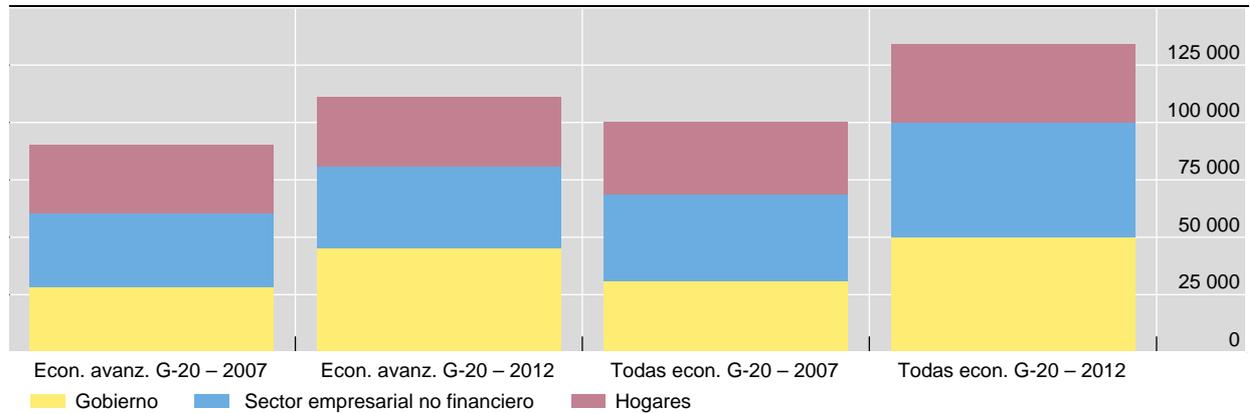
Por último, y en un plano más general, las autoridades y los participantes en los mercados, incluidos los de las EME, deben reconocer los desafíos inherentes a la inevitable y deseable normalización de las tasas de interés. Ello incluye adoptar medidas para adquirir o mantener margen de maniobra en otros frentes como el de la política fiscal. Estas medidas pueden contribuir a calmar y estabilizar los mercados conforme se aplican las políticas de salida.



Endeudamiento total de los sectores no financieros

En miles de millones de dólares estadounidenses

Gráfico 1



Solo se incluyen las economías del G-20 para las que se dispone de datos de endeudamiento privado. También se incluyen las economías de la zona del euro no pertenecientes al G-20. Las economías avanzadas del G-20 incluidas son: Australia, Canadá, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y zona del euro. El conjunto de economías del G-20 también incluye China, India, Indonesia, México y Turquía.

Fuentes: FMI; cálculos del BPI.

Posiciones fiscales¹

Cuadro 1

	Saldo general ²			Saldo primario estructural del gobierno ³			Deuda bruta ²		
	2009	2013	Varia-ción	2009	2013	Varia-ción	2009	2013	Varia-ción
Economías avanzadas	-9,5	-5,2	4,2	-5,9	-2,2	3,6	103,7	126,0	22,4
Estados Unidos	-11,9	-5,4	6,6	-7,9	-3,1	4,8	88,8	109,1	20,3
Zona del euro	-6,4	-3,0	3,4	-2,6	1,6	4,2	88,3	106,4	18,0
Japón	-8,8	-10,3	-1,4	-7,0	-8,5	-1,6	188,7	228,4	39,7
Países emergentes asiáticos	-5,2	-4,1	1,2	-3,3	-1,5	1,8	35,6	35,4	-0,2
China	-3,1	-2,1	0,9	-2,2	-0,3	1,9	17,7	21,3	3,6
India	-10,1	-8,3	1,8	-5,8	-4,3	1,5	75,0	66,4	-8,6
Países emergentes latinoamericanos	-3,7	-1,6	2,0	0,6	1,4	0,8	50,7	49,8	-0,9
Brasil	-3,1	-1,2	1,9	2,8	3,3	0,4	66,9	67,2	0,2
Chile	-4,1	0,1	4,2	-4,3	-0,5	3,8	5,8	11,1	5,3
Colombia	-2,8	-1,0	1,8	-0,1	0,5	0,6	36,1	32,0	-4,2
México	-4,7	-3,1	1,6	-1,2	-0,5	0,7	44,5	43,5	-1,0
Perú	-2,1	1,8	3,9	0,6	2,3	1,7	28,4	17,5	-11,0

¹ Del gobierno general. ² En porcentaje del PIB. Estimaciones de la OCDE para las economías avanzadas y Corea; para el resto, FMI.

³ En porcentaje del PIB potencial, excluidos los pagos de intereses netos. Estimaciones de la OCDE para las economías avanzadas y Corea; para el resto, FMI. Las estimaciones de la OCDE se ajustan por el ciclo y por las medidas excepcionales; las estimaciones del FMI se ajustan por el ciclo.

Fuentes: FMI; OCDE.

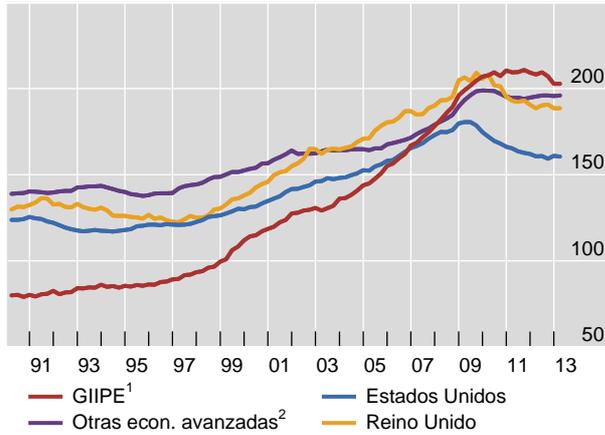


Crédito al sector privado

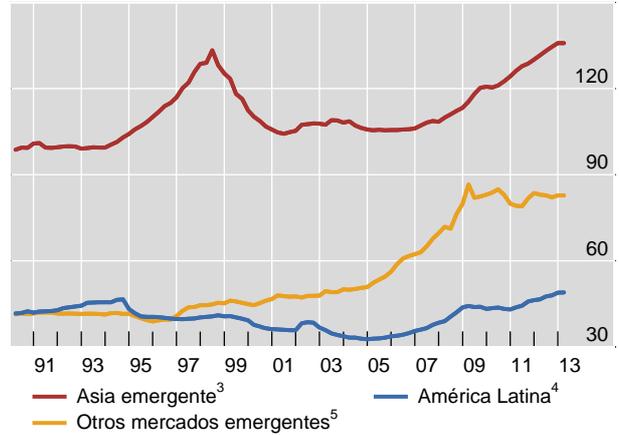
En porcentaje del PIB; medias no ponderadas

Gráfico 2

Economías avanzadas



Economías de mercado emergentes

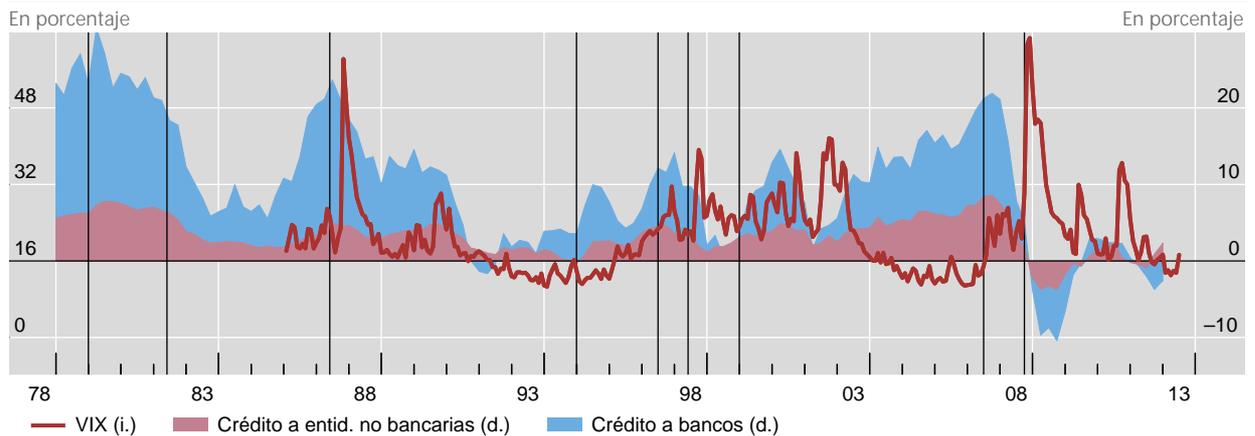


¹ Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España. ² Alemania, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Francia, Japón, Noruega, Países Bajos y Suecia.
³ China, Corea, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁴ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
⁵ Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: datos nacionales; cálculos del BPI.

Tasa de crecimiento interanual de los activos internacionales¹

Gráfico 3



Las líneas verticales indican: 1979, segunda crisis del petróleo; 1982, suspensión de pagos de México; 1987, corrección del mercado bursátil; 1994, devaluación del peso mexicano; 1997, crisis financiera asiática; 1998, suspensión de pagos de Rusia y episodio de Long-Term Capital Management; 2000, máximo del Nasdaq; 2007, comienzo de la crisis financiera mundial; y 2008, quiebra de Lehman Brothers. VIX = Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index, una medida de la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice S&P 500.

¹ Incluye el crédito transfronterizo y el crédito interno en moneda extranjera concedido por todos los bancos declarantes al BPI.

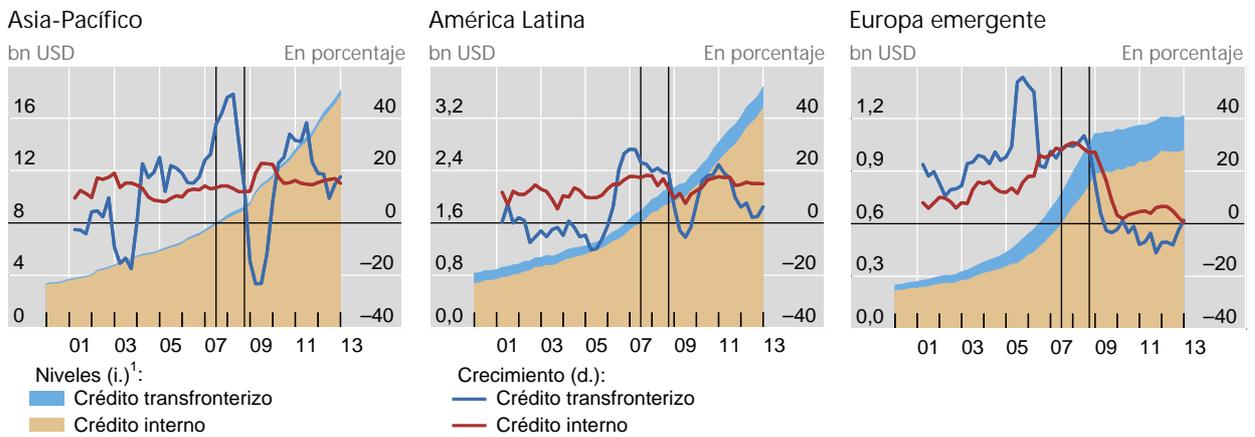
Fuentes: Bloomberg; estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia.



Volúmenes agregados de crédito bancario internacional, por región prestataria

A tipos de cambio constantes de finales del cuarto trimestre de 2012

Gráfico 4



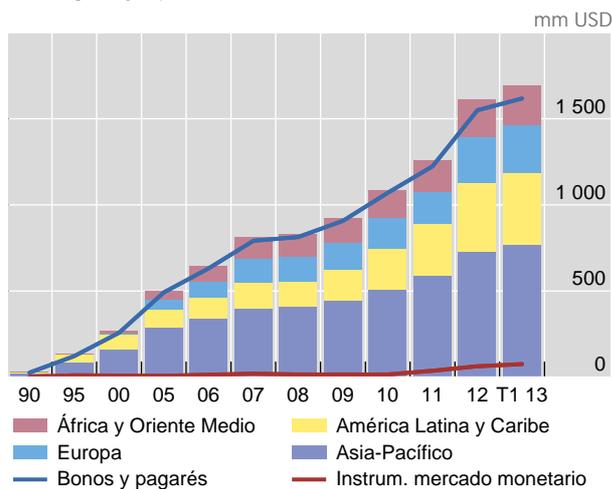
Las líneas verticales indican el comienzo de la crisis financiera mundial y la quiebra de Lehman Brothers, respectivamente.

¹ Crédito bancario total concedido a prestatarios no bancarios (incluidos gobiernos), ajustado utilizando diversos componentes de las estadísticas bancarias del BPI para generar un desglose por monedas del crédito transfronterizo y del crédito interno.

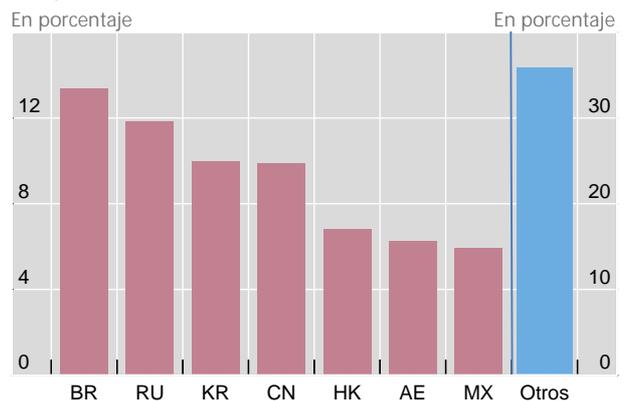
Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; estadísticas bancarias internacionales del BPI; cálculos del BPI.Empréstitos internacionales en circulación emitidos por empresas de EME¹

Gráfico 5

Por región y tipo de instrumento



Por país, a finales de 2012



AE=Emiratos Árabes Unidos BR=Brasil; CN=China; HK=Hong Kong RAE; KR=Corea; MX = México; RU=Rusia; Otros=otras EME.

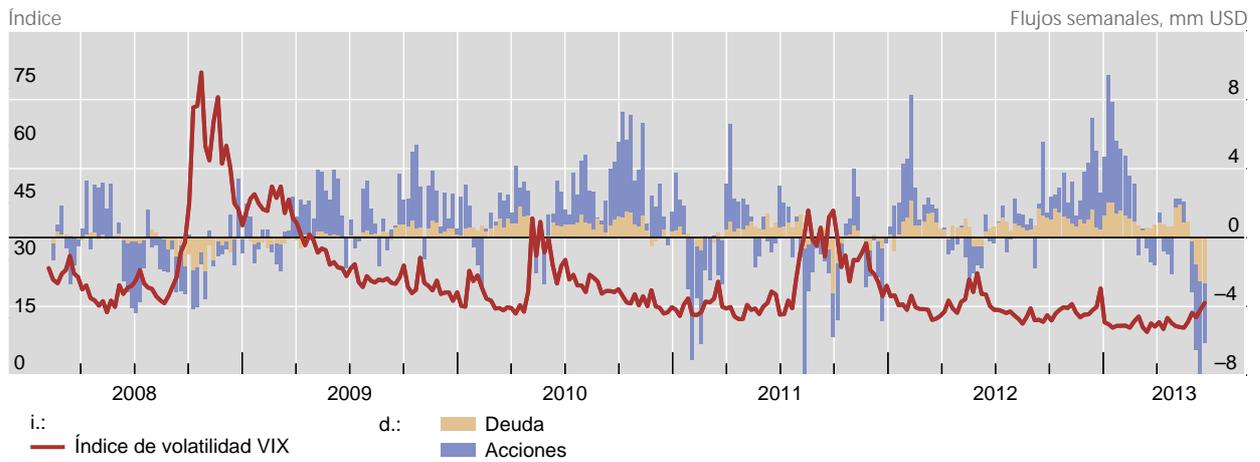
¹ Los emisores son sociedades financieras y no financieras cuyos propietarios son residentes en determinadas economías de mercado emergentes (EME) agrupadas por regiones: África y Oriente Medio (Arabia Saudita, Bahrein, Catar, Egipto, Israel, Kuwait, Nigeria, Omán, Sudáfrica y Emiratos Árabes Unidos); Europa (Croacia, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Turquía y Ucrania); América Latina y el Caribe (Argentina, Barbados, Brasil, Chile, Colombia, El Salvador, Jamaica, México, Perú, República Dominicana y Venezuela); y Asia-Pacífico (China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Kazajistán, Macao RAE, Malasia, Mongolia, Singapur, Tailandia y Taipei Chino).

Fuentes: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; cálculos del BPI.



Volatilidad VIX¹ y flujos de fondos en los mercados de renta variable y renta fija de las EME

Gráfico 6



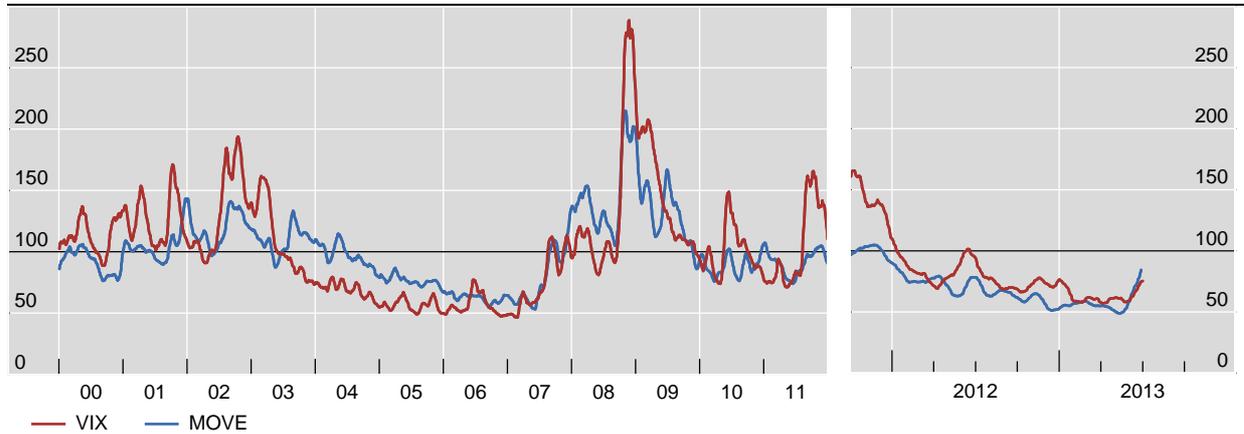
¹ VIX = Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index, una medida de la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice S&P 500.

Fuentes: Bloomberg; EPFR.

Índices VIX y MOVE¹

1 de enero de 1991 = 100

Gráfico 7



¹ VIX = Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index, una medida de la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice S&P 500. MOVE = índice ponderado por la curva de rendimientos de la volatilidad implícita normalizada en las opciones a un mes sobre valores del Tesoro.

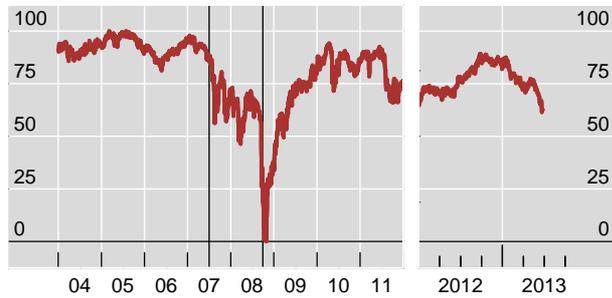
Fuente: Bloomberg.



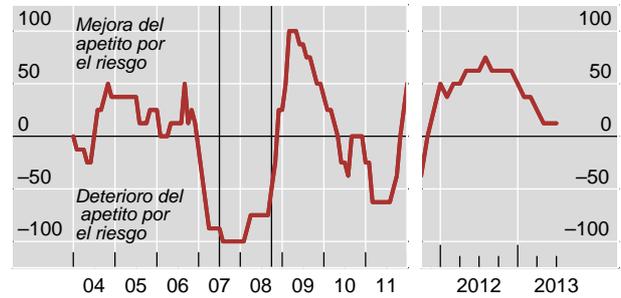
Apetito por el riesgo, posicionamiento en el mercado y valoración¹

Gráfico 8

Indicador compuesto de apetito por el riesgo²



Índice de difusión del apetito por el riesgo³



Las líneas verticales indican el comienzo de la crisis financiera mundial y la quiebra de Lehman Brothers, respectivamente.

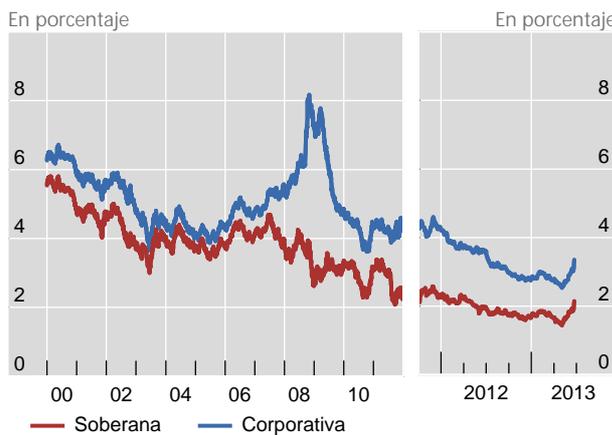
¹ Componente principal de los indicadores del apetito por el riesgo. Un movimiento ascendente indica una mejora del apetito por el riesgo. ² Componentes principales de los siguientes indicadores de precios: VIX; volatilidad implícita del DAX; diferenciales entre las acciones del sector financiero del S&P y las acciones del sector público del S&P; acciones de empresas estadounidenses de pequeña capitalización; índice MSCI de mercados emergentes; volatilidad implícita del dólar estadounidense y del dólar australiano frente al yen; volatilidad implícita del euro frente al franco suizo; diferenciales de los swaps en Estados Unidos, Europa y Japón; diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa de grado especulativo en Estados Unidos y Europa; diferenciales TED en Estados Unidos y Europa; y diferenciales de la deuda de economías de mercado emergentes. ³ Valores positivos (negativos) indican que más de la mitad de los indicadores del apetito por el riesgo incluidos están mejorando (empeorando).

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

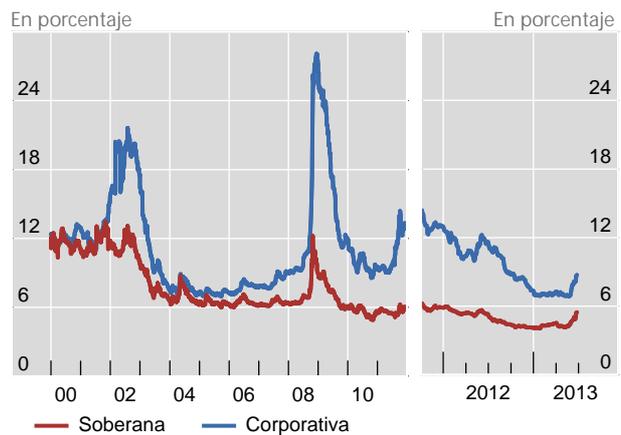
Condiciones de financiación: rendimientos de la deuda soberana y corporativa

Gráfico 9

Rendimientos de la deuda con grado de inversión de las economías avanzadas (vencimiento de siete a 10 años)



Rendimientos de las economías de mercado emergentes



Fuente: Bank of America Merrill Lynch.

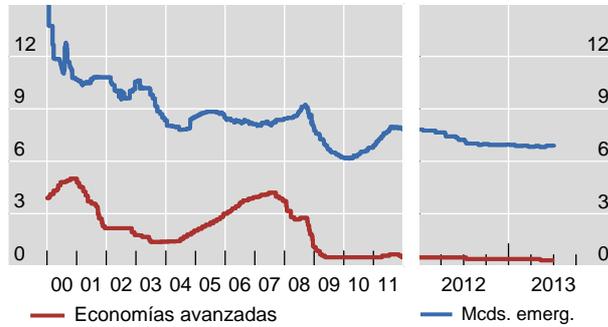


Tasas de interés en las economías avanzadas y de mercado emergentes

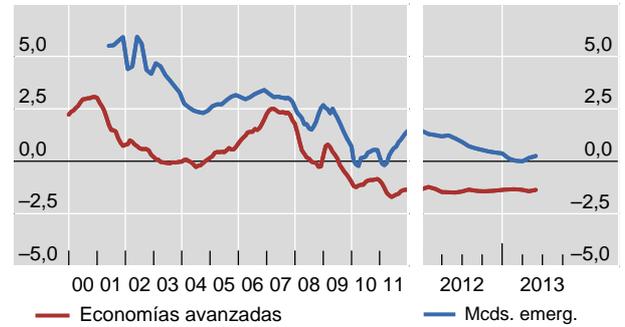
En porcentaje

Gráfico 10

Tasas de interés oficiales



Tasas de interés reales a corto plazo en el mundo¹



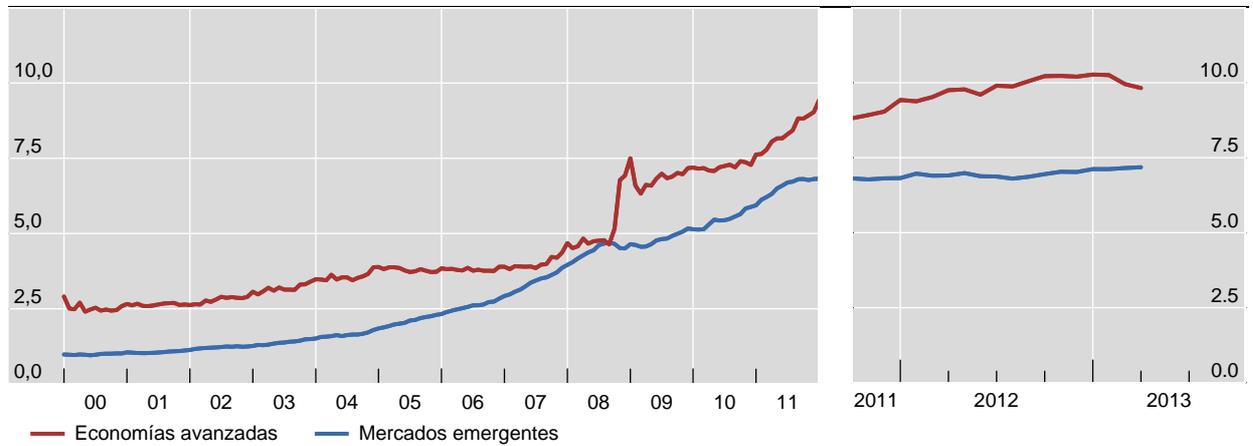
¹ Basadas en promedios de expectativas de inflación a 12 meses vista.

Fuentes: Bloomberg; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Activos de los bancos centrales

En billones de dólares de EEUU

Gráfico 11



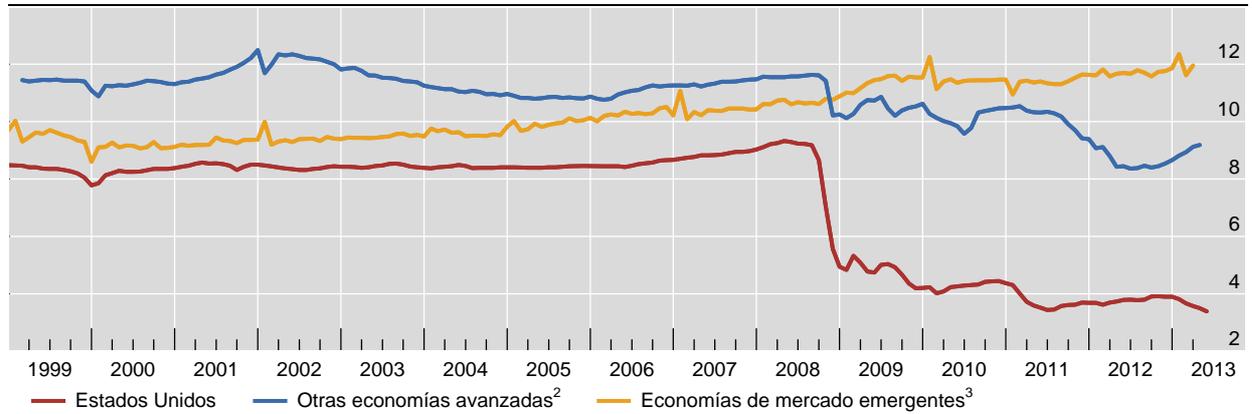
Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Datastream; cálculos del BPI.



Multiplicador monetario¹

Cociente del agregado monetario amplio sobre la base monetaria

Gráfico 12



¹ Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ² Canadá, Japón, Reino Unido y zona del euro.

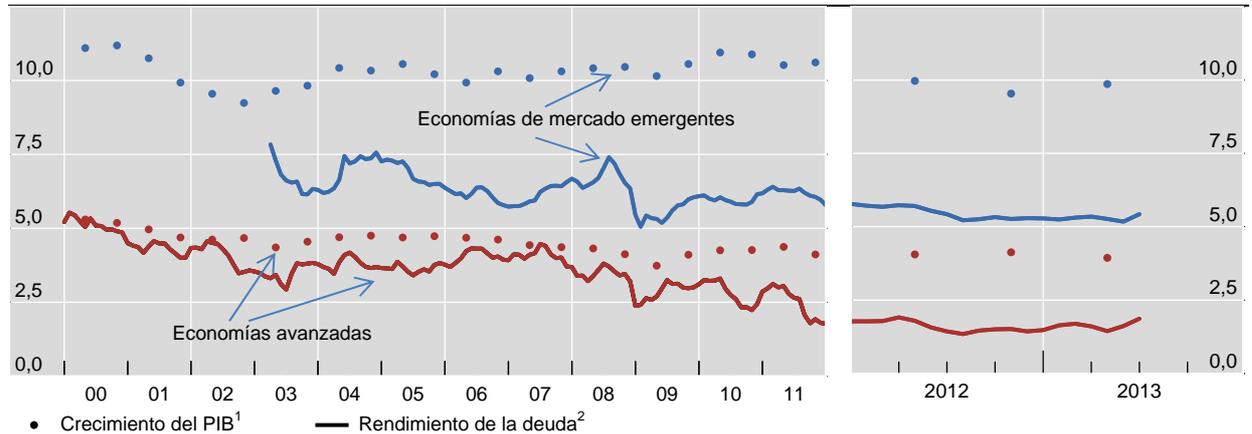
³ Arabia Saudita, Brasil, China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales.

Previsiones de crecimiento del PIB nominal a largo plazo y rendimientos de la deuda pública a 10 años¹

En porcentaje

Gráfico 13



¹ Suma de las previsiones de crecimiento del PIB a largo plazo y de los precios de consumo. ² En el caso de Brasil, deuda pública a tres años.

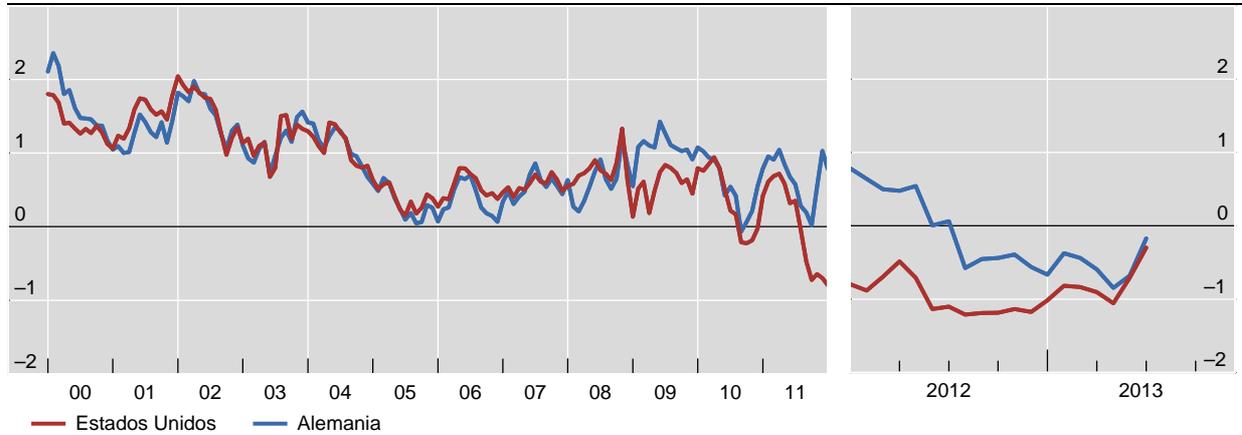
Fuentes: Bloomberg; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.



Prima por plazo nominal a 10 años¹

En porcentaje

Gráfico 14



¹ Prima por plazo nominal a 10 años (la suma de la prima de riesgo real y de la prima por riesgo de inflación) derivada a partir de modelos econométricos de la estructura temporal de las tasas de interés. Las observaciones de junio de 2013 se basan parcialmente en estimaciones.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

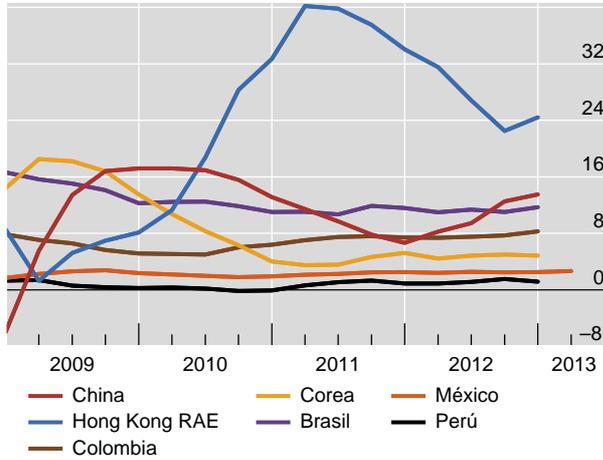


Riesgos en la fase tardía del ciclo

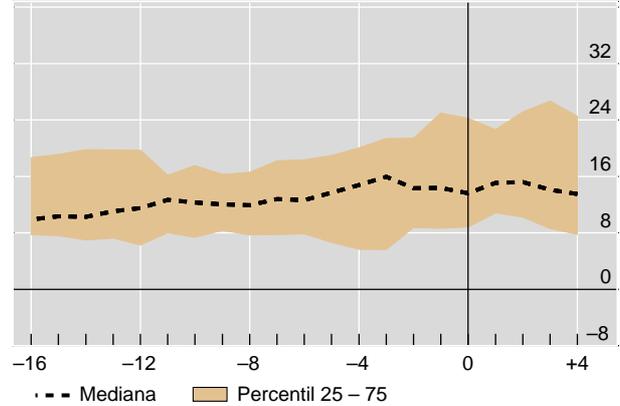
Gráfico 15

Brecha del crédito sobre el PIB¹

Evolución actual

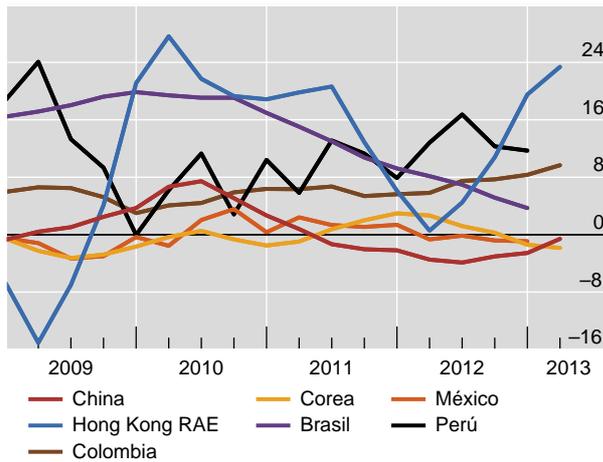


Evolución típica previa a la crisis²

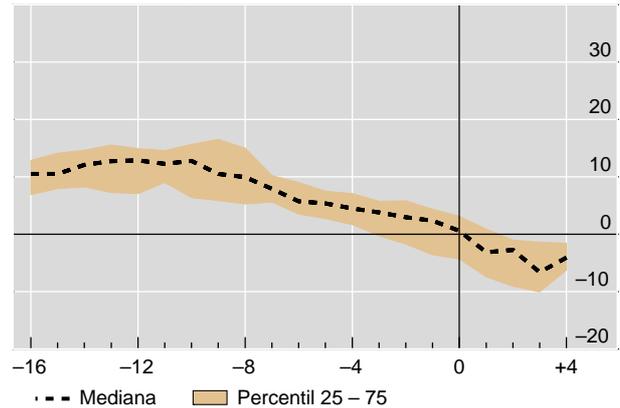


Crecimiento real de los precios de la propiedad inmobiliaria

Evolución actual



Evolución típica previa a la crisis²



¹ Calculada con arreglo a la metodología de Basilea III para el colchón de capital anticíclico. Se utiliza el crédito total al sector privado no financiero, que puede incluir posiciones crediticias mediante las que las empresas se endeudan en un país pero invierten en otro, sin reflejar estrictamente las vulnerabilidades internas. Sin embargo, estos tipos de posiciones crediticias no suelen ser relevantes. ² El eje de abscisas representa los 16 trimestres anteriores y los cuatro trimestres posteriores a una crisis, la cual se indica mediante la línea vertical. La dispersión histórica de la pertinente variable se calcula en el trimestre concreto previo a anteriores episodios de crisis financieras, a partir de una muestra que incluye 17 episodios de crisis en 27 economías avanzadas y economías de mercado emergentes acaecidos desde 1980.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; datos nacionales; cálculos del BPI.