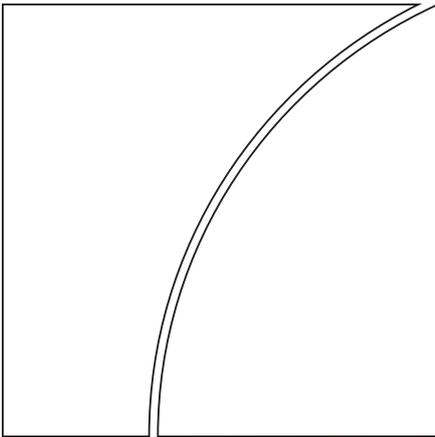




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



84° Informe Anual

1 de abril de 2013 – 31 de marzo de 2014

Basilea, 29 de junio de 2014



Este Informe puede consultarse en la página web del BPI
(www.bis.org/publ/arpdf/ar2014_es.htm).

Publicado también en alemán, francés, inglés e italiano.

© *Banco de Pagos Internacionales 2014. Reservados todos los derechos.
Se permite la reproducción o traducción de breves extractos, siempre que
se indique su procedencia.*

ISSN 1560-3024 (versión impresa)

ISSN 1682-7740 (en línea)

ISBN 978-92-9131-541-3 (versión impresa)

ISBN 978-92-9131-542-0 (en línea)

Índice

Carta de presentación	1
Resumen de los capítulos económicos	3
I. En busca de una nueva brújula	7
La economía mundial: ¿dónde estamos?	8
La economía mundial desde la óptica del ciclo financiero	11
Una recesión de balance y sus consecuencias	11
Riesgos macroeconómicos y financieros en la actualidad	13
Desafíos de política económica	15
Desafíos para el futuro inmediato: ¿qué hacer ahora?	15
Desafíos a largo plazo: ajuste de los marcos de política económica	19
Conclusión	22
II. Los mercados financieros mundiales obnubilados por la política monetaria	25
Resumen del año: la tortuosa senda de la búsqueda de rentabilidad	26
Las economías de mercado emergentes sufrieron abruptos cambios de tendencia ...	29
Recuadro II.A: Determinantes de las recientes depreciaciones de las monedas de las EME	32
Los bancos centrales dejaron su impronta en los mercados financieros	34
Los mercados financieros fijaron su atención en la política monetaria	34
Recuadro II.B: El episodio de ventas generalizadas de bonos del Tesoro estadounidense en 2013 desde una perspectiva histórica	35
Los bajos costes de financiación y la escasa volatilidad alentaron la búsqueda de rentabilidad	38
III. Crecimiento e inflación: catalizadores y perspectivas	45
Crecimiento: evolución reciente y tendencias a medio plazo	46
Una recuperación mundial más vigorosa, pero todavía desigual	46
La larga sombra de la crisis financiera	48
Recuadro III.A: La recuperación tras una recesión de balance	49
Inflación: factores nacionales y mundiales	52
Recuadro III.B: Cuantificación de las pérdidas de producto tras una recesión de balance	53

Recuadro III.C: Cuantificar el producto potencial y la holgura económica	57
¿Expectativas de inflación mejor ancladas?	58
¿Aumenta el peso de los factores internacionales?	59
La inversión y la productividad en una perspectiva de largo plazo	62
Tendencias bajistas del crecimiento de la productividad	64
IV. La deuda y el ciclo financiero a escalas nacional e internacional	71
Breve introducción al ciclo financiero	72
Recuadro IV.A: Medición de los ciclos financieros	73
Posición actual de los países en el ciclo financiero	75
Factores que influyen en el ciclo financiero en la actualidad	77
La liquidez mundial y las políticas nacionales estimulan los auges del crédito	78
Riesgos y necesidades de ajuste	81
Los indicadores señalan riesgos de dificultades financieras	81
Recuadro IV.B: Estimación de coeficientes de servicio de la deuda	83
Regresar a niveles sostenibles de endeudamiento	88
V. La política monetaria pugna por normalizarse	93
Evolución reciente de la política monetaria	93
Recuadro V.A: Orientación de expectativas con tasas de interés cercanas a cero	96
Principales desafíos de política monetaria	100
Reducida eficacia de la política monetaria	100
Recuadro V.B: Eficacia de la política monetaria tras recesiones de balance	102
Efectos indirectos de la política monetaria	102
Recuadro V.C: Efecto de la política monetaria de EEUU sobre las tasas de interés oficiales de las EME: pruebas basadas en las reglas de Taylor	105
Desinflación inesperada y riesgos de deflación	106
Recuadro V.D: Los costes de la deflación: antecedentes históricos	108
Normalización de la política monetaria	109
VI. El sistema financiero en la encrucijada	115
Resumen de las tendencias	115
Entidades bancarias	116
Recuadro VI.A: Reforma reguladora: elementos nuevos y aplicación	117
Recuadro VI.B: Tratamiento regulador de las exposiciones bancarias frente a soberanos	121
El sector asegurador	122
Financiación bancaria frente a financiación basada en el mercado	123
Ajustes estructurales en el sector financiero	125
Cambios en los modelos de negocio	125
Cambios en las prácticas de la banca internacional	127
El ascenso del sector de la gestión de activos	128
Recuadro VI.C: La financiación de la inversión en infraestructuras	130
¿Qué fortaleza tienen realmente los bancos?	131
La recuperación de los bancos tras la crisis	132

Bancos que se encuentran en una fase tardía del auge financiero	135
Recuadro VI.D: La eficacia de los instrumentos de política anticíclicos	136
Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2014	144
El BPI: misión, actividades, buen gobierno y resultado financiero	145
Bancos centrales miembros del BPI	184
Consejo de Administración	185
Estados financieros	191
Informe de los auditores independientes	265
Resumen gráfico de los últimos cinco años	266

Gráficos

I.1	Los niveles de deuda continúan aumentando	10
II.1	La política acomodaticia de las economías avanzadas mantiene bajos los rendimientos de la deuda	26
II.2	La acomodación monetaria estimula la asunción de riesgo	27
II.3	Las ventas generalizadas en el mercado de bonos provocan un endurecimiento temporal de las condiciones financieras	28
II.4	Las tensiones en los mercados financieros se contagian a las economías de mercado emergentes	30
II.5	Las economías de mercado emergentes responden a las presiones de los mercados	31
II.6	Las tasas de interés de EEUU dan las primeras muestras de normalización	37
II.7	Los anuncios sobre política monetaria en EEUU provocan un ajuste de precios ..	38
II.8	Los segmentos con menor calificación del mercado de deuda experimentan una intensa emisión	39
II.9	Los diferenciales de crédito se reducen a pesar del lento crecimiento	40
II.10	Los precios de las acciones suben, mientras que la volatilidad y las primas de riesgo bajan	41
II.11	La volatilidad en las principales clases de activos roza sus mínimos históricos ..	43
III.1	Las economías avanzadas impulsan el repunte del crecimiento mundial	46
III.2	El crecimiento del crédito continúa siendo fuerte en las EME	48
III.3	La recuperación del producto y la productividad ha sido lenta y desigual	51
III.4	La consolidación fiscal en las economías avanzadas todavía no se ha completado	52
III.5	La inflación mundial ha seguido contenida	55
III.6	Las curvas de Phillips de precios y salarios se han aplanado en las economías avanzadas	56
III.7	La inflación es un fenómeno mundial	60
III.8	La holgura de la capacidad productiva mundial influye en la inflación nacional ..	61
III.9	Las tendencias de la inversión son divergentes	63
III.10	Descenso del crecimiento de la productividad y la población en edad de trabajar	65
IV.1	Los auges del ciclo financiero suelen coincidir con crisis	75
IV.2	¿En qué fase del ciclo financiero se encuentran los países?	76
IV.3	Desapalancamiento desigual tras la crisis	78
IV.4	Los bajos rendimientos en economías avanzadas dirigen los fondos hacia las EME	79
IV.5	Las bajas tasas de interés oficiales coinciden con auges del crédito	80
IV.6	Las economías de mercado emergentes se enfrentan a nuevos patrones de riesgo	86
IV.7	Las ventajas demográficas para los precios de la vivienda se convierten en desventajas	89
IV.8	La sostenibilidad de la deuda exige un desapalancamiento a escala mundial ...	90
IV.9	Es probable que aumenten las cargas por servicio de la deuda	92

V.1	La política monetaria aún es muy acomodaticia en todo el mundo	94
V.2	Las tasas de interés oficiales se mantienen bajas y los activos de bancos centrales elevados en las principales economías avanzadas	95
V.3	Las economías avanzadas pequeñas afrontan una inflación inferior al objetivo y una deuda elevada	98
V.4	Las EME responden a las tensiones en los mercados mientras crece la preocupación por la estabilidad	99
V.5	El endeudamiento mundial en moneda extranjera aumenta y las tasas de interés a corto plazo están correlacionadas	103
V.6	Expectativas de inflación bien ancladas	107
V.7	Las tasas de interés implícitas en la regla de Taylor apuntan a contratiempos persistentes	111
VI.1	La acumulación de capital impulsa los coeficientes reguladores de los bancos ..	118
VI.2	Tendencias divergentes de los préstamos bancarios	124
VI.3	Trabas a los préstamos bancarios	125
VI.4	Eficiencia y estabilidad de beneficios van de la mano	126
VI.5	Banca internacional: en la intermediación, la geografía importa	128
VI.6	Crece el sector de la gestión de activos y aumenta su concentración	129
VI.7	Las calificaciones de los bancos se mantienen bajas	132
VI.8	El escepticismo de los mercados varía entre sistemas bancarios	133
VI.9	Los préstamos en mora siguen sendas divergentes	134

Cuadros

III.1	Crecimiento del PIB, inflación y balanzas por cuenta corriente	68
III.2	Recuperación del PIB, el empleo y la productividad desde la última crisis	69
III.3	Posiciones fiscales	70
IV.1	Los indicadores tempranos de crisis bancarias nacionales alertan de riesgos futuros	82
V.1	Variación anual de las reservas de divisas	113
VI.1	El capital ordinario (CET1) de los bancos aumentó en relación con los activos ponderados por riesgo	116
VI.2	Rentabilidad de los principales bancos	119
VI.3	Rentabilidad del sector asegurador	123
VI.4	Modelos de negocio: la banca tradicional recobra popularidad	127

Los capítulos económicos de este Informe se enviaron a imprenta entre el 18 y el 20 de junio de 2014 utilizando los datos disponibles hasta el 6 de junio de 2014.

Convenciones utilizadas en este Informe

i., d.	escala de la izquierda, escala de la derecha
s.a.	desestacionalizado
pp.	puntos porcentuales
m	millón
mm	miles de millones
bn	billón (un millón de millones)
dólar	dólar de Estados Unidos, a menos que se especifique lo contrario
...	no disponible
.	no aplicable
–	nulo o insignificante

Los totales pueden no ser iguales a la suma de las partes debido a los redondeos.

A efectos del presente Informe, el término «país» incluye también entidades territoriales para las que se recopilan datos de forma individual e independiente, aunque no se consideren Estados con arreglo al derecho internacional.

84° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual
del Banco de Pagos Internacionales
reunida en Basilea el 29 de junio de 2014*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 84° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2014.

El beneficio neto del ejercicio ascendió a 419,3 millones de DEG, frente a los 895,4 millones de DEG del ejercicio anterior. Esta última cifra se ha reajustado para reflejar la modificación de los criterios contables aplicados a las obligaciones por prestaciones postempleo. Dicho cambio se explica en la sección «Criterios contables» (apartado 26) de los estados financieros en la página 204, y sus repercusiones financieras se describen en la nota 3 en las páginas 206–208. Los resultados pormenorizados del ejercicio 2013/14 pueden consultarse en las páginas 188–189 del presente Informe, en la sección «Beneficio neto y su distribución».

El Consejo de Administración propone, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos del Banco, que la Asamblea General destine la suma de 120,0 millones de DEG al pago de un dividendo de 215 DEG por acción, pagadero en cualquiera de las monedas que componen el DEG o en francos suizos.

El Consejo recomienda asimismo que se transfieran 15,0 millones de DEG al fondo de reserva general, y el remanente, que asciende a 284,3 millones de DEG, al fondo de reserva libre.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2013/14 será pagadero a los accionistas el 3 de julio de 2014.

Basilea, 20 de junio de 2014

JAIME CARUANA
Director General

Resumen de los capítulos económicos

I. En busca de una nueva brújula

La economía mundial ha dado síntomas alentadores durante el último año. Pero sus dolencias persisten, al seguir presente el legado de la gran crisis financiera y las fuerzas que condujeron a ella. Para superar este legado, la política económica debe ir más allá de la atención que tradicionalmente ha prestado al ciclo económico. En concreto, debe abordar la dinámica de largo plazo de acumulación y liberación de riesgos macroeconómicos que caracterizan el ciclo financiero, así como distanciarse del endeudamiento como principal motor de crecimiento. Restaurar un crecimiento sostenible exigirá aplicar políticas específicas en todas las economías principales, con independencia de si resultaron afectadas o no por la crisis. Los países más perjudicados por esta han de finalizar el proceso de saneamiento de balances e implementación de reformas estructurales. No debería desperdiciarse al respecto la valiosa oportunidad que brinda la actual mejora de la economía mundial. En varias economías que escaparon a los peores efectos de la crisis financiera, el crecimiento se ha visto impulsado por intensos auges financieros. En ellas, las medidas de política económica han de poner más énfasis en contener esos auges y reforzar la economía para afrontar una posible contracción. Estas economías tampoco pueden permitirse postergar las reformas estructurales. A más largo plazo, amortiguar los extremos del ciclo financiero exige mejoras en los marcos de política fiscal, monetaria y prudencial a fin de garantizar una respuesta más simétrica frente a auges y contracciones. En caso contrario, existe el riesgo de que la inestabilidad arraigue en la economía mundial y se agote el margen de maniobra de la política económica.

II. Los mercados financieros mundiales obnubilados por la política monetaria

Los mercados financieros han sido muy sensibles a la política monetaria, tanto por las medidas efectivas, como por las esperadas. A lo largo del año, la relajación de la política monetaria mantuvo estables las tasas de interés en niveles bajos, fomentando la búsqueda de rentabilidad. Las elevadas valoraciones de las acciones, los estrechos diferenciales de crédito, la baja volatilidad y la abundante emisión de bonos corporativos fueron reflejo del intenso apetito de los inversores por el riesgo. Hubo momentos el pasado año en que algunas economías de mercado emergentes demostraron vulnerabilidad ante cambios en las condiciones mundiales; aquellas cuyas variables fundamentales eran más sólidas corrieron mejor suerte, sin ser del todo inmunes a los episodios de turbulencia en los mercados. A mediados de 2014, los inversores volvieron a dar muestras de fuerte tolerancia al riesgo en su búsqueda de rentabilidad. La mayoría de las economías de mercado emergentes se estabilizaron, los mercados bursátiles mundiales alcanzaron nuevos máximos y los diferenciales de crédito continuaron estrechándose. En conjunto, resulta difícil evitar la sensación de desconcertante desconexión entre la pujanza de los mercados y la evolución subyacente de la economía mundial.

III. Crecimiento e inflación: catalizadores y perspectivas

El crecimiento económico mundial ha repuntado, impulsado sobre todo por las economías avanzadas, al tiempo que la inflación ha seguido contenida. Pese a su actual aceleración, el crecimiento en las economías avanzadas continúa por debajo de los promedios anteriores a la crisis. Esto no es ninguna sorpresa: el desplome tras un auge del sector financiero suele coincidir con una recesión de balance, y en estos casos la recuperación posterior es mucho más débil que en un ciclo económico típico. Esta debilidad es consecuencia de una serie de factores: distorsiones por el lado de la oferta y una asignación ineficiente de recursos, excesivos niveles de deuda y de stock de capital, deterioro del sector financiero y escaso margen de maniobra de las políticas económicas. En las economías avanzadas, la inversión como porcentaje del PIB continúa deprimida fundamentalmente por efecto de la corrección de anteriores excesos financieros y de fuerzas estructurales que operan a largo plazo. Por su parte, el crecimiento en las economías de mercado emergentes, en general vigoroso desde la crisis, se enfrenta a dificultades. El bajo nivel de la inflación en las economías avanzadas en la actualidad es reflejo no solo del lento crecimiento interno y de la baja utilización de los recursos internos, sino también de la influencia de factores mundiales. A largo plazo, lograr un crecimiento más robusto y sostenible pasará ineludiblemente por un incremento de la productividad.

IV. La deuda y el ciclo financiero a escalas nacional e internacional

Los ciclos financieros recogen las interacciones entre percepciones de valor y riesgo, asunción de riesgos y condiciones de financiación, que se traducen en fases de expansión y contracción. Los ciclos financieros suelen ser de mayor duración que los tradicionales ciclos económicos. Los países se encuentran actualmente en fases muy diferentes del ciclo financiero. En las economías más afectadas por la crisis financiera de 2007–09, hogares y empresas han comenzado a reducir sus niveles de endeudamiento con respecto a su renta, si bien esta relación permanece en niveles elevados en muchos casos. En cambio, algunas de las economías menos afectadas por la crisis se hallan en las últimas fases de intensos auges financieros, lo que las expone en mayor medida a una recesión de balance y, en algunos casos, a graves tensiones financieras. Al mismo tiempo, el crecimiento de nuevas fuentes de financiación ha cambiado la naturaleza de los riesgos. En esta segunda fase de liquidez mundial, empresas de economías de mercado emergentes están captando buena parte de su financiación en los mercados internacionales y, por tanto, se enfrentan al riesgo de quedarse sin financiación al primer indicio de problemas. Más en general, los países podrían verse sumidos en algún momento en la trampa de la deuda: tratar de estimular la economía aprovechando las bajas tasas de interés fomenta la asunción de más deuda y, por ende, agrava el problema que intenta resolver.

V. La política monetaria pugna por normalizarse

La política monetaria se ha mantenido muy acomodaticia mientras afrontaba varios retos complicados. En primer lugar, en las principales economías avanzadas, los bancos centrales se enfrentaron a una recuperación inusualmente lenta y a indicios de pérdida de eficacia de la política monetaria. En segundo lugar, las economías de

mercado emergentes y las pequeñas economías avanzadas abiertas lidiaron con episodios de turbulencia en los mercados y con los efectos secundarios de la política monetaria instrumentada en las principales economías avanzadas. Las autoridades nacionales de estas últimas aún disponen de margen para tener en cuenta los efectos externos de sus medidas, así como las correspondientes repercusiones de estos en sus propias jurisdicciones. En tercer lugar, varios bancos centrales tuvieron problemas para encontrar la mejor forma de abordar una desinflación inesperada. La respuesta de política ha de considerar detenidamente la naturaleza y persistencia de los factores en juego, así como la menor eficacia de las políticas y sus efectos secundarios. Por último, de cara al futuro sigue pendiente encontrar el mejor método para determinar el momento y el ritmo más adecuados para la normalización de la política monetaria. La transición probablemente será compleja y no estará exenta de contratiempos, pese a los esfuerzos de comunicación. Tampoco debería subestimarse el riesgo de normalizar la política demasiado tarde y de una forma excesivamente gradual.

VI. El sistema financiero en la encrucijada

El sector financiero ha recuperado tras la crisis parte de su solidez. Los bancos han reforzado su capital (fundamentalmente a través de beneficios no distribuidos) y muchos de ellos han reorientado sus modelos de negocio hacia la banca tradicional. No obstante, pese a la mejora de la rentabilidad agregada, los balances de muchos bancos entrañan una persistente fragilidad como resultado de la exposición directa a prestatarios excesivamente endeudados, al lastre del sobreendeudamiento para la recuperación económica y al riesgo de desaceleración en aquellos países que se hallan en las fases tardías de un auge financiero. En el entorno financiero actual, la intermediación basada en el mercado ha ido a más, en gran medida porque los bancos soportan mayores costes de financiación que algunos de sus clientes corporativos. En especial, las sociedades gestoras de activos han crecido con fuerza en los últimos años y actualmente constituyen una fuente importante de crédito. El mayor papel que desempeñan estas entidades, unido a la concentración del sector en pocas entidades de gran tamaño, puede influir en la dinámica del mercado y, con ello, en el coste y la disponibilidad de financiación para hogares y empresas.

I. En busca de una nueva brújula

La economía mundial continúa afrontando serios desafíos. Pese a un repunte del crecimiento, no se ha liberado de su dependencia de los estímulos monetarios. La política monetaria sigue aún pugnando por normalizarse tras muchos años de extraordinaria acomodación. A pesar de la euforia de los mercados financieros, la inversión sigue siendo débil. En lugar de añadir capacidad productiva, las grandes empresas prefieren recomprar acciones o embarcarse en fusiones y adquisiciones. Y a pesar de las deslucidas perspectivas de crecimiento a largo plazo, la deuda continúa aumentando. Se habla incluso de estancamiento secular.

¿A qué se debe? Para entender estas dinámicas hemos de remontarnos a la crisis financiera, que estalló en agosto de 2007 y tocó techo aproximadamente un año después, marcando un hito decisivo en la historia económica. Fue un punto de inflexión tanto en lo económico como en lo conceptual: ahora categorizamos de forma natural los acontecimientos en anteriores o posteriores a la crisis. La crisis proyectó una alargada sombra hacia el pasado: no surgió de la nada, sino que fue el resultado casi inevitable de intensas fuerzas que llevaban años operando, cuando no décadas. E igualmente la proyectó hacia el futuro: su legado aún perdura y determina el rumbo a seguir.

Comprender los actuales desafíos de la economía mundial exige adoptar una perspectiva de largo plazo, que trascienda con mucho del lapso temporal en que se producen las fluctuaciones del producto (los «ciclos económicos») que dominan la forma de pensar la economía. Según se definen y miden, estos ciclos completan su curso en periodos no superiores a ocho años. Este plazo constituye el marco temporal de referencia del grueso de la política macroeconómica, el que influye en la impaciencia de las autoridades ante la parsimonia de la recuperación económica y el que ayuda a saber con qué rapidez cabe esperar que retorne el producto a su valor normal o durante cuánto tiempo se desviará de su tendencia. Es el marco de tiempo en el que se analizan los últimos datos de producción industrial, los procedentes de las encuestas de confianza de consumidores y empresarios o las cifras de inflación, en busca de pistas sobre la economía.

Pero este marco temporal es demasiado corto. Las fluctuaciones financieras (los «ciclos financieros») que pueden acabar en crisis bancarias como la más reciente duran muchos más años que los ciclos económicos. Por irregulares que sean, suelen desarrollarse en promedio a lo largo de entre 15 y 20 años. Al fin y al cabo, para encender una gran hoguera hace falta mucha yesca. Aun así, los ciclos financieros pueden pasar en gran medida inadvertidos: su dinámica es simplemente demasiado lenta para las autoridades económicas y para los analistas cuya atención se centra en fluctuaciones a más corto plazo del producto.

Las consecuencias del ciclo financiero pueden ser devastadoras. Cuando los auges financieros se tornan en contracciones, las pérdidas de producto y empleo pueden ser enormes y extraordinariamente perdurables. En resumidas cuentas, las recesiones de balance pasan una factura mucho más onerosa que las recesiones normales. Las contracciones revelan la mala asignación de recursos y las deficiencias estructurales que los auges ocultaron temporalmente. Por ello, las respuestas de política que no adoptan una perspectiva de largo plazo corren el riesgo de atacar el problema inmediato a costa de generar uno mayor en el futuro. La acumulación de deuda a lo largo de sucesivos ciclos económicos y financieros se convierte en el factor decisivo.

El Informe Anual del BPI de este año explora esta perspectiva de largo plazo¹. Al hacer balance de la economía mundial, establece un marco en el que la crisis, las respuestas de política económica y su legado son los protagonistas. La perspectiva de largo plazo complementa el enfoque más tradicional basado en las fluctuaciones a más corto plazo del producto, el empleo y la inflación (en el que pueden influir los factores financieros, si bien de forma accesoria).

La conclusión es sencilla: la economía mundial ha ofrecido numerosas señales alentadoras en el transcurso del último año, pero sería imprudente pensar que ha finalizado ya su convalecencia tras la crisis. La vuelta a un crecimiento sostenible y equilibrado podría continuar siendo esquivada.

Retomar el crecimiento sostenible exige políticas de amplio espectro. En los países azotados por la crisis, es necesario acentuar el énfasis en el saneamiento de balances y las reformas estructurales, y por extensión, atenuarlo en los estímulos fiscales y monetarios: el lado de la oferta es fundamental. Una política correcta no es tanto una cuestión de buscar inflar el crecimiento a toda costa como de eliminar los obstáculos que lo retienen. La mejora de la coyuntura mundial brinda una valiosa oportunidad que no debería desperdiciarse. En las economías que escaparon a los peores efectos de la crisis financiera y que han estado creciendo apoyadas en intensos auges financieros, es preciso poner mayor énfasis en moderar esos auges y en reforzarse para afrontar una posible contracción. Especial atención requieren las nuevas fuentes de riesgos financieros vinculadas al rápido crecimiento de los mercados de capitales. En estas economías, además, las reformas estructurales revisten demasiada importancia como para postergarlas.

Existe un elemento común en cuanto antecede. En buena medida, las causas del malestar posterior a la crisis son las de la propia crisis; a saber, un fallo colectivo para hacerse cargo del ciclo financiero. Eliminar este fallo exige ajustes en los marcos de política económica —fiscal, monetaria y prudencial— para garantizar una respuesta más simétrica ante expansiones y contracciones. Y exige prescindir de la deuda como principal motor de crecimiento. En caso contrario, el riesgo es que la inestabilidad arraigue en la economía mundial y se agote el margen de maniobra de la política económica.

La sección a continuación toma el pulso a la economía mundial. La segunda interpreta los acontecimientos desde la óptica del ciclo financiero y evalúa los riesgos futuros. La tercera analiza las implicaciones de política económica.

La economía mundial: ¿dónde estamos?

La buena noticia es que el crecimiento ha repuntado durante el último año y el consenso sugiere que seguirá haciéndolo (Capítulo III). De hecho, se prevé que el crecimiento del PIB mundial se aproxime a las tasas registradas en la década anterior a la crisis. Las economías avanzadas (EA) han cobrado impulso aun cuando las emergentes lo han perdido en parte.

Sin embargo, en conjunto, el periodo posterior a la crisis ha sido decepcionante. Por el patrón de ciclos económicos normales, la recuperación ha sido lenta y débil en los países azotados por la crisis. En ellos el desempleo todavía se sitúa, pese a su reciente reducción, en niveles muy superiores a los previos a la crisis. Las economías de mercado emergentes (EME) han destacado como los principales motores del

¹ Véanse también J. Caruana, «Global economic and financial challenges: a tale of two views», conferencia en la Harvard Kennedy School en Cambridge, Massachusetts, 9 de abril de 2014, y C. Borio, «The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?», *BIS Working Papers*, n° 395, diciembre de 2012 (de próxima aparición en *Journal of Banking & Finance*).

crecimiento tras la crisis, de la que se recobraron con fuerza, antes de experimentar recientemente un debilitamiento. En general, si bien el *crecimiento* del PIB mundial no está lejos de las tasas de la pasada década, persiste la caída de la *senda* del PIB. No hemos recuperado el terreno perdido.

Además, las perspectivas de crecimiento a largo plazo distan de ser brillantes (Capítulo III). En las EA, especialmente en las azotadas por la crisis, el crecimiento de la productividad ha decepcionado durante la recuperación, acentuando una tendencia ya descendente a largo plazo. Hasta ahora, la productividad ha resistido mejor en las economías menos afectadas por la crisis y sobre todo en las EME, donde por lo general no se observa esa tendencia descendente a largo plazo. Con esto y con todo, los problemas demográficos no dejan de acrecentarse, y no solo en las economías más maduras.

¿Y la inflación? En una serie de EME sigue siendo un problema. Pero, en líneas generales, ha permanecido reducida y estable, lo que constituye una buena noticia. Al mismo tiempo, en algunas jurisdicciones afectadas por la crisis, así como en otras regiones, la inflación se ha situado sistemáticamente por debajo del objetivo. En algunos casos han surgido nuevos temores de deflación, especialmente en la zona del euro. Esto plantea la cuestión, abordada más adelante, de cuánto deberíamos preocuparnos.

Desde la perspectiva financiera, el panorama presenta fuertes contrastes.

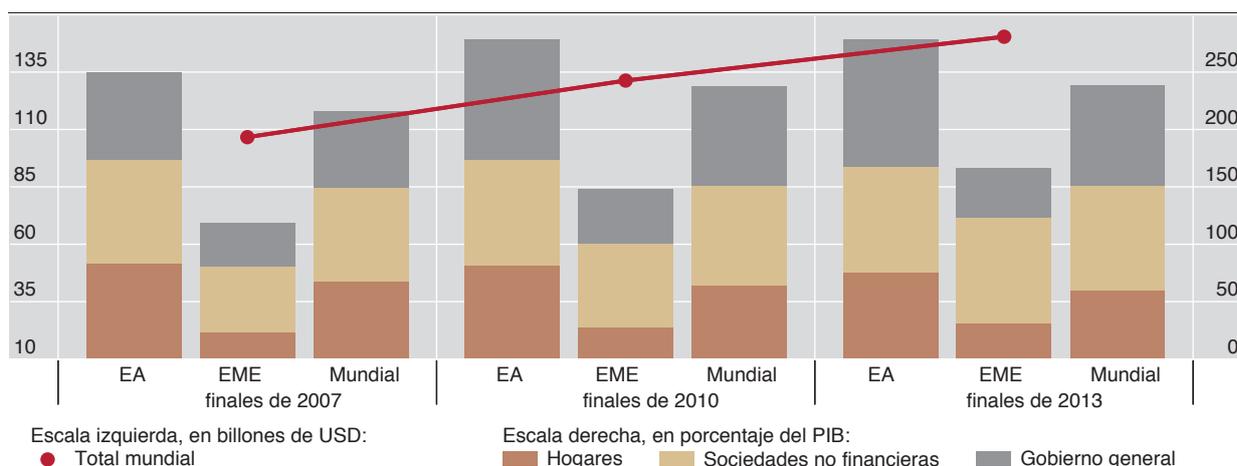
Al menos en las EA, los mercados financieros exhibieron una extraordinaria pujanza el último año, moviéndose principalmente al ritmo de las decisiones de los bancos centrales (Capítulo II). La volatilidad en los mercados de renta variable, renta fija y divisas se ha desplomado hasta mínimos históricos. Obviamente, los participantes en los mercados apenas están incorporando los riesgos en los precios. En las EA se ha intensificado una potente búsqueda generalizada de rentabilidad, al tiempo que se han estrechado los diferenciales de rendimiento. La periferia de la zona del euro no ha sido una excepción. Los mercados de renta variable se han movido al alza. Sin duda, la subida ha sido mucho más irregular en las EME. Al primer indicio en mayo del año pasado de una posible normalización de la política de la Reserva Federal, los mercados emergentes sufrieron presiones, al igual que sus tipos de cambio y los precios de sus activos. Tensiones análogas reaparecieron en enero, impulsadas más esta vez por cambios en el clima de confianza sobre la situación de las propias EME, pero desde entonces la confianza de los mercados ha mejorado gracias a decididas medidas de política económica y a una renovada búsqueda de rentabilidad. En general, es difícil evitar una sensación de desconcertante desconexión entre la pujanza de los mercados y la evolución subyacente de la economía mundial.

La salud del sector financiero ha mejorado, aunque permanecen las secuelas (Capítulo VI). En las economías azotadas por la crisis, los bancos han progresado en la captación de capital, básicamente a través de beneficios no distribuidos y nuevas emisiones, bajo presiones sustanciales de mercados y reguladores. Dicho esto, en algunas jurisdicciones persisten las dudas sobre la calidad de los activos y el grado de saneamiento de los balances. No es sorprendente que la relativa debilidad de los bancos haya alentado una considerable expansión de los mercados de deuda corporativa como una fuente alternativa de financiación. En otras partes, como en numerosos países menos afectados por la crisis y apoyados en un rápido crecimiento del crédito, los balances parecen más sólidos, si bien han comenzado a deteriorarse en ciertos casos.

Los balances del sector privado no financiero se han visto profundamente afectados por la crisis y por las tendencias anteriores a la misma (Capítulo IV). En las economías afectadas por la crisis, la expansión del crédito al sector privado ha sido lenta, pero los cocientes de deuda sobre PIB, aun habiendo caído en algunos

Los niveles de deuda continúan aumentando

Gráfico I.1



Entre los países que integran la muestra mundial se encuentran: Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea, Estados Unidos, zona del euro, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Japón, Malasia, México, Polonia, Reino Unido, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica y Turquía. EA = economías avanzadas; EME = economías de mercado emergentes.

Fuentes: FMI; datos nacionales; cálculos del BPI.

países, se han mantenido por lo general altos. En el otro extremo del espectro, varias economías no afectadas por la crisis, especialmente EME, han registrado auges crediticios y del precio de los activos que solo recientemente han comenzado a moderarse. A escala mundial, la deuda total del sector privado no financiero ha aumentado alrededor de un 30% desde la crisis, elevando su cociente sobre PIB (Gráfico I.1).

El limitado margen de maniobra en materia de política macroeconómica resulta especialmente preocupante.

La política fiscal continúa por lo general bajo presión (Capítulo III). En las economías azotadas por la crisis, el déficit presupuestario se disparó con el colapso de los ingresos, el estímulo de emergencia a las economías y, en algunos casos, el rescate de bancos por las autoridades. Más recientemente, diversos países han tratado de consolidar sus cuentas. Aun así, los cocientes de deuda pública sobre PIB han seguido creciendo; en varios casos, su senda parece insostenible. En los países no afectados por la crisis, el panorama es más heterogéneo, con cocientes de deuda sobre PIB de hecho cayendo en algunos casos y aumentando en otros, solo que en este último caso desde niveles mucho más bajos. La deuda agregada del sector público de las economías del G-7 ha crecido en el periodo posterior a la crisis cerca de 40 puntos porcentuales, hasta alrededor del 120% del PIB, siendo un factor clave que explica el aumento en 20 puntos porcentuales de los cocientes de deuda total (pública y privada) sobre PIB a escala mundial (Gráfico I.1).

La política monetaria está poniendo a prueba sus límites (Capítulo V). En las economías afectadas por la crisis y en Japón, la política monetaria ha sido extraordinariamente acomodaticia. Con tasas oficiales iguales o próximas al límite inferior cero en las principales monedas internacionales, los bancos centrales han acentuado esa laxitud pronunciándose sobre la futura orientación de la política monetaria y adoptando agresivas políticas de balance, como compras de activos a gran escala y préstamos a largo plazo. Nunca antes habían lanzado los bancos centrales una ofensiva de tal calibre. La normalización del tono de la política monetaria apenas ha comenzado. En otros países, las tasas de interés posteriores a la crisis también han sido bastante reducidas y los bancos centrales han ampliado

vigorosamente sus balances, en este caso a través de intervenciones en los mercados de divisas. Principalmente a raíz de turbulencias en los mercados, algunos bancos centrales de EME elevaron sus tasas en el último año.

La impresión general es que la economía mundial se está recuperando pero continúa desequilibrada. El crecimiento ha repuntado, pero las perspectivas a largo plazo no son tan prometedoras. Los mercados financieros están eufóricos, pero los progresos en el saneamiento de los balances bancarios han sido desiguales y la deuda privada sigue creciendo. La política macroeconómica cuenta con escaso margen de maniobra para afrontar cualquier sorpresa desagradable que pudiera surgir, incluso una recesión normal.

La economía mundial desde la óptica del ciclo financiero

¿Cómo hemos llegado hasta aquí? ¿Y cuáles son los riesgos macroeconómicos futuros? Para entender la travesía, es necesario estudiar la naturaleza de la última recesión y la posterior respuesta de política económica.

Una recesión de balance y sus consecuencias

El prólogo de la Gran Recesión es bien conocido. Se produjo una gran expansión financiera en un contexto de inflación baja y estable, sobrealimentado, como muy a menudo en el pasado, por innovaciones financieras. El crédito y los precios de los activos inmobiliarios se dispararon, sorteando una leve recesión a principios de la pasada década y fomentando nuevamente el crecimiento económico (Capítulo IV). Los ánimos estaban exultantes. Se habló de una Gran Moderación: la sensación general de que las autoridades habían finalmente domado el ciclo económico y descubierto todos los secretos de la economía.

La recesión subsiguiente destrozó esta ilusión. Al tornarse el auge financiero en contracción estalló una crisis financiera de inusitadas proporciones. El producto y el comercio mundial se desplomaron. El espectro de la Gran Depresión se alzó amenazador.

Ese espectro moldeó la respuesta de política económica. Sin duda, los primeros síntomas de problemas se malinterpretaron. Cuando los mercados interbancarios se bloquearon en agosto de 2007, la opinión predominante fue que las tensiones se mantendrían contenidas. Pero las tornas se volvieron cuando aproximadamente un año después quebró Lehman Brothers y la economía mundial sufrió una repentina sacudida. Se hizo un uso agresivo de las políticas monetarias y fiscales para evitar una repetición de la experiencia de la década de los 30. Este uso trascendió los países directamente azotados por la crisis, embarcándose China en una expansión masiva impulsada por el crédito.

Al principio, la medicina pareció funcionar (no es fácil saber qué hubiera pasado de no aplicarse esas medidas). Pero, sin duda, la rápida respuesta de política económica amortiguó el golpe y evitó lo peor. En particular, una agresiva relajación de la política monetaria en los países azotados por la crisis restauró la confianza y evitó que el sistema financiero y la economía cayeran en picado. Precisamente para eso está la gestión de crisis.

Aun así, al desarrollarse los acontecimientos, el alivio dio paso al desencanto. La economía mundial no se recuperó como se esperaba, con repetidas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento, al menos en las economías afectadas por la crisis. La expansión de la política fiscal no logró reactivar la economía. De hecho, aparecieron enormes déficits en las finanzas públicas. Y en la zona del euro, debido en parte a sus singularidades institucionales, estalló una crisis de deuda soberana

de gran intensidad, que amenazó con crear un «círculo vicioso» entre bancos débiles y soberanos. En todo el mundo, la inquietud por la insostenibilidad fiscal indujo una corrección parcial en el rumbo de las finanzas públicas. Mientras tanto, en un intento por alentar la recuperación, la política monetaria continuó experimentando con medidas cada vez más imaginativas. Al mismo tiempo, por su parte, las autoridades reguladoras pugnaban por reconstruir la solidez del sistema financiero. La economía mundial no se estaba recuperando.

Al menos en retrospectiva, esta secuencia de acontecimientos no debería sorprendernos. La recesión no fue la típica recesión de posguerra para contener la inflación. Fue una recesión de balance, asociada a la fase contractiva de un enorme ciclo financiero. Como resultado, los excesos de deuda y de stock de capital fueron mucho mayores, los daños infligidos al sector financiero fueron mucho más importantes y el margen de maniobra de la política económica fue mucho más limitado.

Las recesiones de balance presentan dos rasgos fundamentales.

En primer lugar, son muy costosas (Capítulo III). Suelen ser más profundas, dar paso a recuperaciones más débiles y generar pérdidas permanentes de producto: el producto puede volver a su anterior *tasa* de crecimiento a largo plazo, pero difícilmente a su anterior *senda* de crecimiento. Sin duda, operan varios factores. Los auges propician una sobrestimación del producto y el crecimiento potenciales, así como una deficiente asignación de capital y trabajo. Y durante la contracción, los excesos de deuda y stock de capital pesan sobre la demanda, mientras un sistema financiero deteriorado se debate por engrasar el motor económico, dañando la productividad y menoscabando más las perspectivas a largo plazo.

En segundo lugar, conforme sugieren cada vez más evidencias, las recesiones de balance son menos sensibles a las medidas tradicionales de gestión de la demanda (Capítulo V). Un motivo es que los bancos necesitan sanear sus balances. Mientras la calidad de los activos sea baja y el capital escaso, los bancos tenderán a limitar la oferta de crédito a la economía y, aún peor, a asignarlo deficientemente. Mientras curan sus heridas, contraerán de forma natural su actividad. Pero continuarán prestando a deudores problemáticos (para evitar el reconocimiento de pérdidas), mientras reducen el crédito o lo encarecen a aquellos en mejor situación. Un segundo motivo, e incluso más importante, es que los agentes excesivamente endeudados querrán pagar sus deudas y ahorrar más. Si se les facilita una unidad adicional de renta, como haría la política fiscal, la ahorrarán, no la gastarán. Si se les incentiva a endeudarse más reduciendo las tasas de interés, como haría la política monetaria, declinarán la oferta. Durante una recesión de balance, la *demand*a de crédito es necesariamente endeble. El tercer motivo está relacionado con los fuertes desequilibrios sectoriales y agregados en el sector real acumulados durante el auge financiero precedente (por ejemplo, en la construcción). Estimular la demanda agregada de forma indiscriminada apenas contribuye a resolverlos. E incluso podría empeorar las cosas si, por ejemplo, unas tasas de interés muy bajas favoreciesen a sectores en los que ya existe demasiado capital invertido.

En realidad, solo algunos países registraron una genuina recesión de balance (Capítulo III). Los países que la sufrieron experimentaron desproporcionados ciclos financieros *internos*, como sucedió en Estados Unidos, el Reino Unido, España e Irlanda, junto con numerosos países de Europa central y oriental y la región báltica. Allí, los excesos de deuda en los sectores de hogares y empresas no financieras fueron acompañados de problemas bancarios sistémicos. Otros países, como Alemania, Francia y Suiza, experimentaron graves tensiones bancarias sobre todo por la exposición de sus bancos a contracciones financieras en otros lugares. Los balances de sus sectores privados no financieros resultaron mucho menos afectados. Otros incluso, como Canadá y numerosas EME, quedaron expuestos a la

crisis básicamente a través de sus relaciones comerciales, no de sus bancos; sus recesiones no fueron de balance. Lo mismo ocurrió en el caso de Japón, un país que ha venido debatiéndose bajo el peso de una prolongada insuficiencia de demanda vinculada a razones demográficas; su propia recesión de balance se produjo en la década de 1990, por lo que difícilmente explica las tribulaciones más recientes del país. Y solo en la zona del euro se manifestó un «círculo vicioso» entre bancos y soberanos.

Esta diversidad también explica por qué los países se encuentran ahora en diferentes posiciones dentro de sus propios ciclos financieros (Capítulo IV). Los que experimentaron genuinas recesiones de balance se han esforzado por reducir sus excesos de deuda privada en un entorno de caída de los precios de los inmuebles. Ahora bien, algunos de ellos ya están registrando nuevos aumentos de los precios inmobiliarios aunque los niveles de deuda aún son altos, y crecientes en algunos casos. En otros lugares, el panorama varía, pero el crédito y los precios inmobiliarios han continuado por lo general al alza después de la crisis, al menos hasta fechas recientes. En algunos países, el ritmo de expansión financiera se ha mantenido en los rangos históricos habituales. En otros, en cambio, ha ido mucho más allá y ha generado intensos auges financieros.

A su vez, los auges financieros en este último conjunto de países reflejan, en no poca medida, la interacción de las respuestas de política monetaria (Capítulos II, IV y V). Las condiciones monetarias extraordinariamente laxas en las economías avanzadas se han propagado al resto del mundo, fomentando allí auges financieros. Esta propagación ha sido directa, porque el uso de las divisas trasciende las fronteras del país emisor. En concreto, el volumen de crédito denominado en dólares fuera de Estados Unidos asciende a unos 7 billones, y ha venido creciendo con fuerza tras la crisis. También ha sido indirecta, mediante el arbitraje entre divisas y activos. Por ejemplo, la política monetaria tiene potentes efectos sobre el apetito por el riesgo y la percepción de éste (el «canal de asunción de riesgos»). Influye en los indicadores de apetito por el riesgo, como el VIX, así como en las primas por plazo y de riesgo, que presentan una fuerte correlación en todo el mundo, en lo que constituye un factor que ha cobrado importancia a medida que las EME han desarrollado sus mercados de renta fija. Y también han influido las respuestas de la política monetaria en los países no afectados por la crisis. Las autoridades de estas economías se han encontrado con la dificultad de maniobrar con tasas de interés significativamente superiores a las de las mayores jurisdicciones azotadas por la crisis, por temor a una sobrerreacción del tipo de cambio y a atraer oleadas de flujos de capital.

En consecuencia, la política monetaria *para el mundo en su conjunto* ha sido extraordinariamente acomodaticia durante un periodo inusualmente prolongado (Capítulo V). Aun omitiendo el impacto de las políticas de balance de los bancos centrales y sus prácticas de comunicación orientativa, las tasas de interés oficiales han permanecido muy por debajo de los valores de referencia tradicionales durante bastante tiempo.

Riesgos macroeconómicos y financieros en la actualidad

Desde la óptica del ciclo financiero, la actual configuración macroeconómica y financiera plantea una serie de riesgos.

En los países que han venido experimentando enormes auges financieros, el riesgo es que éstos se tornen en contracciones y ocasionen problemas financieros (Capítulo IV). A tenor de indicadores adelantados que se han revelado útiles en el pasado, como la evolución del crédito y de los precios inmobiliarios, las señales son inquietantes. Los cocientes de servicio de la deuda parecen menos preocupantes,

pero la experiencia sugiere que pueden elevarse en anticipación de tensiones. Tal sería especialmente el caso si las tasas de interés repuntasen, lo que podría ser necesario para defender tipos de cambio tensionados por grandes exposiciones a moneda extranjera no cubiertas o por la normalización de la política monetaria en las EA.

Además, en comparación con el pasado, las vulnerabilidades particulares pueden haber cambiado de forma insospechada (Capítulo IV). Durante los últimos años, las sociedades no financieras de un grupo de EME se han endeudado intensamente en los mercados de capitales a través de sus filiales en el extranjero, con deuda denominada principalmente en moneda extranjera. A esto se ha llamado la «segunda fase de liquidez mundial» para diferenciarla de la etapa anterior a la crisis, básicamente centrada en la expansión de las operaciones transfronterizas de los bancos. La correspondiente deuda podría no figurar en las estadísticas de deuda externa o, si los fondos se repatriasen, podría aparecer como inversión extranjera directa. Podría constituir una vulnerabilidad oculta, especialmente si está respaldada por flujos de efectivo en moneda nacional derivados de sectores sobreendeudados, como el inmobiliario, o si se utiliza para operaciones de *carry trade* u otras formas de inversiones especulativas.

Igualmente, la creciente presencia del sector de gestión de activos en las EME podría amplificar la dinámica de los precios de los activos en contextos de tensión (Capítulos IV y VI). Esto es particularmente cierto en los mercados de renta fija, que han crecido con fuerza en la última década, aumentando la exposición de los países afectados a las fuerzas que operan en los mercados mundiales de capitales. La enorme disparidad de tamaño entre las carteras de los inversores internacionales y los mercados receptores puede amplificar las distorsiones. No es tranquilizador en absoluto el hecho de que estos flujos hayan aumentado como resultado de una búsqueda agresiva de rentabilidad: intensamente procíclicos, fluyen con fuerza en un sentido u otro conforme varían las condiciones y el clima de confianza.

Sin duda, muchas EME han adoptado medidas muy oportunas a lo largo de los años para aumentar la resiliencia. A diferencia del pasado, estos países registran superávits por cuenta corriente, han acumulado reservas de divisas, han aumentado la flexibilidad de sus tipos de cambio, se han esforzado por fortalecer sus sistemas financieros y han adoptado toda una gama de medidas macroprudenciales. De hecho, en los dos episodios de tensión en los mercados de mayo de 2013 y enero de 2014, fueron los países con condiciones macroeconómicas y financieras más sólidas los que salieron mejor parados (Capítulo II).

Aun así, la experiencia pasada invita a la cautela. Las tensiones en los mercados observadas hasta ahora aún no han coincidido con contracciones financieras; más bien se han asemejado a las usuales tensiones de balanza de pagos. Los superávits por cuenta corriente pueden contribuir a amortiguar contracciones financieras, pero sólo hasta cierto punto. De hecho, algunos de los auges financieros históricamente más dañinos ocurrieron en países con sólidas posiciones externas. Estados Unidos en la década de los 20, antes de la Gran Depresión, y Japón en la década de los 80 son solo dos ejemplos. Y las medidas macroprudenciales, aunque útiles para reforzar bancos, se han demostrado incapaces por sí mismas de limitar eficazmente la acumulación de desequilibrios financieros, en especial allí donde las condiciones monetarias se han mantenido acomodaticias (Capítulos V y VI). Una y otra vez, tanto en países avanzados como en economías de mercado emergentes, ha resultado que unos balances bancarios en apariencia sólidos enmascaraban vulnerabilidades insospechadas que solo salieron a relucir una vez que el auge financiero se hubo tornado ya en contracción (Capítulo VI).

Esta vez sería poco probable que, ante graves tensiones financieras en las EME, las EA saliesen indemnes. El peso de las EME ha aumentado sustancialmente desde

su última gran crisis, la crisis asiática de 1997. Desde entonces, su participación en el PIB mundial se ha ampliado, a paridad de poder adquisitivo, desde alrededor de un tercio a la mitad. Y otro tanto ha ocurrido con su peso en el sistema financiero internacional. Las consecuencias serían particularmente graves si China, que registra un enorme auge financiero, flaquease. Especialmente en riesgo estarían los países exportadores de materias primas que han experimentado fuertes aumentos del crédito y de los precios de los activos, y en los que las ganancias en los términos de intercambio tras la crisis han apuntalado la elevada deuda y los precios inmobiliarios. Igual sucedería en aquellas áreas del mundo donde el saneamiento de balances aún no hubiese finalizado.

En las economías afectadas por la crisis, el riesgo es que el ajuste de los balances quede incompleto, tanto en el sector privado como en el público. Esto aumentaría su vulnerabilidad ante cualquier nueva desaceleración de la actividad económica, independientemente de su origen, y obstaculizaría la normalización de la política económica. De hecho, en las principales economías más adelantadas en el ciclo económico, especialmente Estados Unidos y el Reino Unido, resulta un tanto inquietante contemplar patrones de crecimiento similares a los observados en etapas más tardías de los ciclos financieros, aunque la deuda y los precios de los activos aún no se hayan ajustado plenamente (Capítulo IV). Por ejemplo, los precios inmobiliarios han exhibido una pujanza extraordinaria en el Reino Unido, y en Estados Unidos la efervescencia de segmentos del mercado de crédito corporativo, como las operaciones apalancadas, ha sido incluso mayor que antes de la crisis (Capítulo II). En ambos casos, como reflejo de un ajuste incompleto, la carga del servicio de la deuda del sector privado parece muy sensible a subidas de las tasas de interés (Capítulo IV). Mientras tanto, en especial en la zona del euro, persisten dudas sobre la solidez de los balances bancarios (Capítulo VI). Y todo esto está ocurriendo en un momento en el que, en casi todo el mundo, las posiciones fiscales continúan siendo frágiles si se las evalúa desde una perspectiva de largo plazo.

Desafíos de política económica

Con base en este análisis, ¿qué habría de hacerse ahora? Diseñar la respuesta de política económica para el futuro inmediato requiere tener en cuenta la evolución del ciclo económico y la inflación, lo que podría plantear incómodas disyuntivas. ¿Y cómo deberían ajustarse los marcos de política económica a más largo plazo?

Desafíos para el futuro inmediato: ¿qué hacer ahora?

Como siempre, las respuestas idóneas de política económica a corto plazo varían en función de cada país. Aun así, y a riesgo de simplificar en exceso, es posible ofrecer algunas consideraciones generales dividiendo los países en dos conjuntos: los que han sufrido una contracción financiera y aquellos que han experimentado auges financieros. Vale pues la pena explorar un reto que afecta a ambos grupos: qué hacer cuando la inflación ha estado persistentemente por debajo de los objetivos.

Países que han experimentado una contracción financiera

En estos países, la prioridad es el saneamiento de balances y las reformas estructurales. Esta es la consecuencia lógica de tres rasgos de las recesiones de balance: el daño de las distorsiones en el lado de la oferta, la menor sensibilidad a las políticas de demanda agregada y el margen de maniobra mucho más estrecho

de la política económica, ya sea fiscal, monetaria o prudencial. El objetivo es sentar las bases de una recuperación autónoma y sólida, eliminar los obstáculos al crecimiento y elevar su potencial. Esta es la mejor manera de evitar una debilidad crónica. Las autoridades económicas no deben desperdiciar la oportunidad que brinda el fortalecimiento de la economía.

La prioridad número uno es culminar el saneamiento de los balances bancarios y reforzar los balances de los sectores no financieros más afectados por la crisis. Lamentablemente, pese a todos los esfuerzos hasta el momento, las calificaciones crediticias intrínsecas de los bancos —que excluyen el apoyo externo— se han deteriorado de hecho tras la crisis (Capítulo VI). Sin embargo, aquellos países cuyas autoridades económicas se han implicado más en promover el reconocimiento de pérdidas y la recapitalización, como Estados Unidos, se han recuperado con más vigor. Esto no es nuevo: antes de la reciente crisis, las formas antagónicas en que los países nórdicos y Japón abordaron sus crisis bancarias a principios de los 90 se consideraban un importante factor explicativo de sus divergentes evoluciones económicas posteriores. Las evaluaciones de la calidad de los activos y las pruebas de resistencia que próximamente se realizarán en la UE son esenciales para lograr este objetivo. Con carácter más general, debe alentarse a los bancos a seguir reforzando su capital, pues constituye la base más sólida para la posterior concesión de crédito (Capítulo VI). Es crucial culminar las reformas financieras posteriores a la crisis, de las que Basilea III es un componente fundamental.

Esto sugiere que el fracaso en sanear los balances puede debilitar el producto y el crecimiento potenciales a largo plazo de una economía (Capítulo III). Dicho de otra forma, lo que los economistas denominan «histéresis» —el impacto sobre el potencial productivo si persisten condiciones transitorias— se presenta en distintas formas y dimensiones. Existe la percepción de que los efectos de histéresis suelen manifestarse a través de una insuficiencia crónica de la demanda agregada. En concreto, los desempleados pierden destrezas, reduciéndose su productividad y capacidad de encontrar un empleo. Pero también existen efectos importantes, probablemente preponderantes, que operan a través de asignaciones deficientes del crédito y de otros recursos, así como de una falta de flexibilidad en los mercados de bienes, trabajo y capital. Si bien la literatura económica apenas los menciona, merecen más atención. Como corolario, tras una recesión de balance, la *asignación* del crédito importa más que su cuantía *agregada*. Dados los excesos de deuda, no es sorprendente que, según indica la evidencia empírica, las recuperaciones posteriores a las crisis suelen producirse «sin crédito». Pero incluso si, en términos netos, el crédito agregado no lograra crecer con fuerza, es importante que lo obtengan los buenos prestatarios en vez de los malos.

Junto al saneamiento de los balances, también será importante acometer determinadas reformas estructurales. Las reformas estructurales desempeñan una triple función (Capítulo III). Primero, pueden facilitar las necesarias transferencias de recursos entre sectores, tan esenciales tras las recesiones de balance, contrarrestando así la debilidad económica y acelerando la recuperación (véase el *Informe Anual* del pasado año). Por ejemplo, probablemente no sea coincidencia que la recuperación de Estados Unidos, cuyos mercados de trabajo y de bienes son bastante flexibles, haya sido más vigorosa que la de Europa continental. Segundo, las reformas contribuirán a elevar la tasa de crecimiento sostenible de la economía a más largo plazo. Habida cuenta de las adversas tendencias demográficas, y al margen de unos mayores porcentajes de población activa, aumentar el crecimiento a largo plazo pasa necesariamente por incrementar la productividad. Y, por último, en virtud de ambos mecanismos, las reformas estructurales pueden garantizar a las empresas que habrá demanda en el futuro, impulsándola con ello en el presente. Aunque la inversión empresarial en capital fijo no es débil a escala mundial, allí

donde lo es, la limitación no procede de condiciones financieras restrictivas. La combinación de políticas estructurales variará necesariamente según el país, pero frecuentemente incluirá desregular sectores protegidos, como el sector servicios, aumentar la flexibilidad del mercado laboral, elevar los porcentajes de población activa y recortar los excesos del sector público.

Un mayor énfasis en sanear y reformar implica hacer un hincapié relativamente menor en una gestión expansiva de la demanda.

Este principio es aplicable a la política fiscal. Tras el impulso fiscal inicial, se ha redescubierto en parte la necesidad de garantizar la sostenibilidad a largo plazo. Esto es positivo: es imperativo poner en orden las cuentas públicas y, a tal fin, ha de resistirse toda tentación de desviarse de esta senda. Cualquier margen de maniobra que exista, por limitado que sea, deberá utilizarse antes que nada para contribuir a sanear balances, recurriéndose a fondos públicos únicamente en última instancia. Cuando la necesidad acucie, cabría además utilizar ese margen de maniobra para catalizar recursos financieros del sector privado hacia proyectos de infraestructuras cuidadosamente seleccionados (Capítulo VI). Podría ser necesario ahorrar en otras partidas presupuestarias para hacer hueco a estas prioridades.

Y este mismo principio se aplica también a la política monetaria. Unos mayores esfuerzos de saneamiento y reforma también contribuirían a aliviar la enorme presión sobre la política monetaria. Aunque cierto grado de acomodación monetaria es sin duda necesario, tras la crisis se le ha exigido demasiado. Las limitaciones de la política monetaria se tornan especialmente graves cuando las tasas de interés se aproximan a cero (Capítulo V). En ese punto, la única forma de aportar estímulos adicionales es gestionar las expectativas sobre la senda futura de la tasa oficial y utilizar el balance del banco central para influir en las condiciones financieras trascendiendo la tasa de interés a corto plazo. Estas políticas tienen un impacto sobre los mercados y los precios de activos, pero tienen límites claros y los beneficios que aportan son cada vez menores. El estrechamiento de las primas por plazo y de riesgo tiene un límite, y en los últimos años éstas ya han alcanzado o rondado sus mínimos históricos. Indiscutiblemente, depreciar la propia moneda puede ayudar. Pero, como se explica más adelante, también plantea delicadas cuestiones internacionales, especialmente si se entiende como una política de «empobrecimiento del vecino».

El riesgo es que, con el tiempo, la política monetaria pierda tracción mientras proliferan sus efectos secundarios. Estos son de sobra conocidos (véanse Informes Anuales anteriores). La política monetaria podría contribuir a posponer ajustes en los balances, por ejemplo fomentando la refinanciación indefinida de deudas problemáticas. Podría, de hecho, dañar la rentabilidad y la solidez financiera de las instituciones al comprimir sus resultados de intermediación financiera. Podría favorecer formas equivocadas de asumir riesgos y propagar efectos indeseados hacia otras economías, especialmente cuando los ciclos financieros no están sincronizados. Es revelador que el crecimiento haya sido decepcionante incluso con unos mercados financieros extraordinariamente pujantes: la cadena de transmisión parece estar gravemente dañada. La incapacidad para estimular la inversión pese a unas condiciones financieras extremadamente acomodaticias es un buen ejemplo (Capítulo III).

Esto plantea la cuestión del balance de riesgos relativos a cuándo y con qué rapidez normalizar la política monetaria (Capítulo V). A diferencia de lo que suele aducirse, los bancos centrales deben prestar especial atención a los riesgos de una salida demasiado tardía y demasiado gradual. Esto refleja las consideraciones económicas que acaban de señalarse: el balance de beneficios y costes se deteriora conforme se perpetúan unas condiciones excepcionalmente acomodaticias. Las consideraciones de economía política también desempeñan un papel esencial.

Como indican experiencias pasadas, habrá enormes presiones de índole financiera y de economía política para tratar de posponer y prolongar la salida. Las ventajas de unas políticas monetarias excepcionalmente laxas pueden parecer bien tangibles, especialmente juzgados a tenor de la respuesta de los mercados financieros; los costes, lamentablemente, solo se pondrán de manifiesto con el paso del tiempo y en retrospectiva. Esto ha sucedido bastante a menudo en el pasado.

Y con independencia de los esfuerzos de comunicación de los bancos centrales, es poco probable que la salida sea apacible. Preparar a los mercados especificando los fines perseguidos podría involuntariamente infundir más confianza en el público de la que el banco central desearía transmitir. Esto podría alentar una mayor asunción de riesgos, sembrando las semillas de una reacción incluso más brusca. Además, aun cuando el banco central fuese consciente de los factores en juego, podría verse coartado por temor a precipitar el brusco ajuste que está procurando evitar. Puede generarse así un círculo vicioso. A la postre, podrían ser los mercados quienes primero reaccionasen, si empezasen a entender que el banco central no lleva la iniciativa. Esto sugiere, además, la conveniencia de prestar especial atención al riesgo de retrasar la salida. El nerviosismo de los mercados no debería ser motivo para ralentizar el proceso.

Países en los que se está gestando o corrigiendo un auge

En los países menos afectados por la crisis y que han venido experimentando auges financieros, la prioridad es abordar la acumulación de desequilibrios que podrían amenazar la estabilidad financiera y macroeconómica. Esta tarea es irrenunciable. Como se demostró en mayo del año pasado, la definitiva normalización de la política monetaria en Estados Unidos podría ocasionar renovadas tensiones en los mercados (Capítulo II). No debería desperdiciarse esta oportunidad.

El reto para estos países consiste en encontrar fórmulas para contener el auge y reforzar las defensas frente a una eventual contracción financiera. En primer lugar, la política prudencial deberá ser más estricta, especialmente utilizando instrumentos macroprudenciales. La política monetaria debería operar en la misma dirección, mientras que las medidas fiscales deberían preservar un margen de maniobra suficiente para hacer frente a cualquier inflexión del ciclo. Y, como en otras partes, las autoridades deberían aprovechar el clima actual, relativamente favorable, para acometer las necesarias reformas estructurales.

El dilema al que se enfrenta la política monetaria es especialmente grave. Hasta ahora, las autoridades económicas han recurrido principalmente a medidas de tipo macroprudencial para contener los auges financieros. Estas medidas han mejorado sin duda la resiliencia del sistema financiero, pero su eficacia en la contención de los auges ha sido dispar (Capítulo VI). Las cargas de la deuda han aumentado, al igual que la vulnerabilidad de la economía a tasas oficiales más altas. Después de haber permanecido las tasas tan bajas durante tanto tiempo, el margen de maniobra se ha reducido (Capítulo IV). En especial en los países que transitan por las últimas etapas de auges financieros, la disyuntiva actual se sitúa entre el riesgo de adelantar la fase bajista del ciclo y el de sufrir una contracción mayor más adelante. Los ajustes más tempranos y graduales resultan preferibles.

Interpretando la reciente desinflación

En los últimos años, diversos países han experimentado una inflación inusual y persistentemente baja, o incluso auténticas caídas de precios. En algunos casos, esto ha coincidido con un crecimiento sostenido del producto e incluso preocupantes señales de acumulación de desequilibrios financieros. Un ejemplo de

ellos es Suiza, donde los precios han disminuido gradualmente mientras el mercado hipotecario experimentaba un auge. Otro ejemplo son algunos países nórdicos, en los que la inflación se ha situado por debajo de los objetivos y la evolución del producto ha sido algo más débil. El ejemplo más notorio de descenso duradero de los precios es Japón, donde comenzaron a caer tras la contracción financiera de la década de 1990 y han continuado a la baja hasta fechas recientes, si bien la caída acumulada solo ha sido de 4 puntos porcentuales. En los últimos tiempos, la baja inflación de la zona del euro ha sido motivo de preocupación.

A la hora de decidir una respuesta, es importante evaluar detenidamente los factores que determinan los precios y su persistencia, así como analizar con ojos críticos la eficacia y los posibles efectos secundarios de los instrumentos disponibles (Capítulos III y V). Por ejemplo, hay motivos para creer que las fuerzas de la globalización siguen ejerciendo una presión bajista favorable sobre la inflación. Antes de la crisis, esta circunstancia facilitó a los bancos centrales el control de la inflación pese al desarrollo de auges financieros. Cuando las tasas oficiales han descendido al efectivo límite inferior cero y persisten las secuelas de una recesión de balance, la política monetaria no es el mejor instrumento para impulsar la demanda y, consecuentemente, la inflación. Además, pueden formarse percepciones dañinas sobre depreciaciones competitivas, dado que en un contexto de debilidad generalizada el canal más eficaz para impulsar el producto y los precios es la depreciación de la moneda.

Con carácter más general, es esencial evaluar con imparcialidad los riesgos y costes de los descensos de precios. El término «deflación» tiene connotaciones muy fuertes, al evocar inmediatamente el espectro de la Gran Depresión. En realidad, la Gran Depresión fue la excepción más que la regla en lo que respecta a la intensidad tanto de las caídas de precios como de las concomitantes pérdidas de producto (Capítulo V). Históricamente, los periodos de descensos de precios han tendido a coincidir con crecimientos sostenidos del producto, y la experiencia de las décadas más recientes no es una excepción. Además, la situación ha cambiado sustancialmente desde los años 30, sobre todo en cuestión de flexibilidad salarial a la baja. No es éste un motivo para ser complaciente sobre los riesgos y costes de las caídas de precios: deben vigilarse y evaluarse cuidadosamente, especialmente cuando los niveles de deuda son elevados. Pero es una razón para evitar respuestas reflejas desatadas por emociones.

Desafíos a largo plazo: ajuste de los marcos de política económica

El principal desafío a largo plazo es ajustar los marcos de política económica para promover un crecimiento saludable y sostenible. Esto implica dos retos relacionados entre sí.

El primero es reconocer que la única fórmula para fortalecer el crecimiento de manera sostenible es acometer reformas estructurales que eleven la productividad y aumenten la resiliencia de la economía. Estamos ante un viejo y conocido problema (Capítulo III). Como se ha mencionado, la caída del crecimiento de la productividad en las economías avanzadas viene manifestándose desde hace mucho tiempo. En realidad, al madurar las economías, parte de esa caída podría ser resultado natural de cambios en los patrones de demanda hacia sectores donde el indicador de productividad es menor, como el sector servicios. Pero a buen seguro otra parte es resultado de no acometer reformas ambiciosas. La tentación de posponer el ajuste puede resultar irresistible, y más en épocas de bonanza en las que los auges financieros fomentan riquezas ilusorias. La consecuencia es un modelo de crecimiento excesivamente dependiente de la deuda, tanto privada como pública, y que con el tiempo siembra las semillas de su propia destrucción.

El segundo reto, más novedoso, consiste en ajustar los marcos de política para dar un tratamiento más sistemático al ciclo financiero. Los marcos incapaces de colocar el ciclo financiero en su punto de mira podrían sobrerreaccionar de forma inadvertida a dinámicas a corto plazo del producto y la inflación, generando problemas mayores en el futuro. Más en general, las políticas asimétricas aplicadas a sucesivos ciclos económicos y financieros pueden conferir un grave sesgo con el tiempo, con el consiguiente riesgo de enquistar la inestabilidad en la economía. La política económica no actúa a contracorriente durante los auges y, sin embargo, se relaja de forma agresiva y persistente durante las contracciones. Esto induce un sesgo bajista en las tasas de interés y un sesgo alcista en los niveles de deuda, lo que a su vez dificulta subir esas tasas sin dañar la economía; es decir, estaríamos ante una trampa de deuda. Las crisis financieras sistémicas no reducen su frecuencia o intensidad, la deuda privada y pública continúa creciendo, la economía es incapaz de situarse en una senda sostenible de mayor crecimiento y las políticas monetaria y fiscal agotan su munición. Con el paso del tiempo, las políticas pierden su eficacia y pueden propiciar precisamente la situación que buscan evitar. En este contexto, los economistas hablan de «inconsistencia temporal»: medidas de política que, por sí solas, pueden parecer convincentes en el momento en que se adoptan, pero que, consideradas en secuencia, apartan de hecho a las autoridades de sus objetivos iniciales.

Como se ha señalado, hay indicios de que podría estar sucediendo así. El margen de maniobra de la política económica se está estrechando incluso mientras la deuda sigue aumentando. En retrospectiva, no es difícil encontrar ejemplos en los que la política económica pareció centrarse excesivamente en las dinámicas a corto plazo. Considérese la respuesta a los desplomes de los mercados bursátiles de 1987 y 2000 y a las desaceleraciones económicas asociadas (Capítulo IV). En ambos casos la política económica, en especial la monetaria, se relajó considerablemente para amortiguar el golpe, endureciéndose después solo de manera gradual. Sin embargo, el auge financiero, en forma de expansión crediticia y alza de los precios inmobiliarios, cobró impulso aun cuando la economía se debilitaba, en parte como respuesta a la relajación de la política. El auge financiero acabó estallando pocos años después, generando graves tensiones financieras y perjuicios económicos. Paradójicamente, la globalización de la economía real añadió intensidad y amplitud a los auges financieros: elevó las expectativas de crecimiento, sobrealimentando así los auges, mientras contenía los precios, reduciendo de este modo la necesidad de endurecer la política monetaria.

Esto también tiene implicaciones para la interpretación de la tendencia a la baja descrita por las tasas de interés desde la década de 1990. Algunos observadores consideran que tal disminución refleja fuerzas más profundas generadoras de una escasez crónica de demanda. Según esta interpretación, la política económica ha respondido pasivamente a dichas fuerzas, evitando de ese modo mayores perjuicios para la economía. Pero nuestro análisis indica que las políticas con un sesgo expansivo sistemático pueden contribuir sustancialmente, al interactuar con la fuerza destructiva del ciclo financiero. La acumulación de deuda y las distorsiones en los patrones de producción e inversión que comportan unas tasas de interés excepcionalmente bajas dificultan el retorno de éstas a niveles más normales. En efecto, las bajas tasas de interés se validan a sí mismas. Al amenazar con debilitar los balances aún más, la presión a la baja sobre los precios de los activos asociada a tendencias demográficas adversas no hace sino exacerbar este proceso.

¿Qué haría falta para ajustar los marcos de política económica? Los necesarios ajustes afectan a los marcos nacionales y a su interacción a escala internacional.

En el caso de los marcos nacionales de política económica, debería garantizarse la acumulación de colchones durante un auge financiero a los que recurrir durante

la contracción. Estos colchones dotarían a la economía de mayor resiliencia ante una desaceleración y, al actuar como una especie de ancla, podrían también moderar la intensidad del auge. Como resultado, la política económica devendría menos procíclica al ser más simétrica con respecto a las fases expansiva y contractiva del ciclo financiero. Se evitaría de este modo un progresivo agotamiento de su margen de maniobra con el paso del tiempo.

En el caso de la política prudencial, esto implica potenciar la orientación sistémica o macroprudencial del marco. Los instrumentos disponibles, como los requerimientos de capital o las relaciones préstamo-valor, deben ajustarse para reducir la prociclicidad. En cuanto a la política monetaria, implica estar dispuesto a endurecerla ante indicios de acumulación de desequilibrios financieros, aun cuando la inflación esté aparentemente bajo control a corto plazo. Y, en el caso de la política fiscal, significa extremar la precaución al evaluar la solidez de las finanzas públicas durante los auges financieros, así como adoptar las oportunas medidas correctoras. También implica diseñar un sistema tributario que no favorezca la deuda frente a los recursos propios.

Tras la crisis, las políticas se han orientado de hecho en esta dirección, pero en distinto grado. Y todavía queda por hacer.

La política prudencial es la más avanzada. En concreto, Basilea III ha introducido un colchón de capital anticíclico en la regulación bancaria en el marco de una tendencia más general a la creación de marcos macroprudenciales nacionales.

La política monetaria ha cambiado en cierta medida. Ahora suele reconocerse que la estabilidad de precios no garantiza la estabilidad financiera. Además, una serie de bancos centrales han ajustado sus marcos para incorporar la opción de un endurecimiento durante los auges. Un elemento esencial ha sido la ampliación de los horizontes temporales de la política monetaria. Con todo, no existe consenso sobre la conveniencia de dichos ajustes. Y prosigue el debate sobre los efectos secundarios de una relajación prolongada y agresiva tras la contracción.

La política fiscal es la más rezagada. Apenas se reconoce el enorme efecto favorecedor que los auges financieros ejercen sobre las cuentas públicas: llevan a sobreestimar el producto y el crecimiento potenciales (Capítulo III), son en particular generosos con las arcas públicas y enmascaran la acumulación de pasivos contingentes necesarios para afrontar las consecuencias de las contracciones. Por ejemplo, durante sus auges, España e Irlanda pudieron exhibir cocientes de deuda pública sobre PIB decrecientes y superávits presupuestarios que, al final, resultaron no estar debidamente ajustados en función del ciclo. Del mismo modo, apenas se comprenden las limitaciones de una política fiscal expansiva durante una recesión de balance; de hecho, la opinión predominante es que la política fiscal es más eficaz precisamente en tal situación.

Los retos son en especial complicados para la política monetaria. La idea básica es ampliar su horizonte temporal más allá del periodo de dos años en el que suelen centrarse los bancos centrales. Por supuesto que la idea no es prolongar de forma mecánica previsiones puntuales. Más bien se trata de permitir una evaluación más sistemática y estructurada de los riesgos que plantean los ciclos financieros —de dinámica más lenta— a la estabilidad macroeconómica, la inflación y la eficacia de los instrumentos de política. Los temores sobre el ciclo financiero y la inflación también podrían conciliarse con más facilidad: la clave está en combinar el énfasis en la estabilidad sostenible de los precios con una mayor tolerancia frente a las desviaciones a corto plazo de los objetivos de inflación y frente a la apreciación de la propia moneda. Aun así, los retos en términos de comunicación son colosales.

En cuanto a la interacción entre los marcos nacionales de política económica, el desafío es afrontar las complicaciones de una economía mundial muy integrada, donde la necesidad de medidas colectivas —cooperación— es ineludible. Las

políticas nacionales, por separado, son menos eficaces. Además, abundan los problemas de incentivos: las autoridades nacionales podrían estar tentadas de aprovecharse de las medidas adoptadas por otros, o sufrir presiones políticas para ignorar los efectos indeseables de sus políticas sobre terceros.

La cooperación se pone a prueba continuamente: avanza y retrocede. Tras la crisis, ha avanzado considerablemente en los ámbitos de la regulación financiera y cuestiones fiscales. Considérense la reforma de los marcos de regulación financiera, especialmente Basilea III y los esfuerzos coordinados por el Consejo de Estabilidad Financiera, así como las recientes iniciativas en materia de tributación auspiciadas por el G-20. En estas áreas, se ha asumido plenamente la necesidad de cooperación.

En cambio, en el ámbito monetario aún prevalece la doctrina de que cada cual ponga orden en su propia casa. Como se aduce más detalladamente en otro lugar², existe un claro margen de mejora. La discusión precedente indica que la interacción entre las políticas monetarias nacionales ha planteado riesgos para la economía mundial. Donde más nítidamente se manifiesta es en las condiciones monetarias y financieras extraordinariamente acomodaticias que ha experimentado el mundo en su conjunto, así como en la acumulación de desequilibrios financieros en ciertas regiones. Como mínimo, es necesario que las autoridades nacionales tengan en cuenta el impacto de sus medidas en otras economías y los correspondientes efectos de retroalimentación sobre sus propias jurisdicciones. Sin duda, las mayores economías ya procuran hacerlo, pero subestimarán en gran medida esos efectos de retroalimentación si sus marcos analíticos no sitúan en el centro de los análisis los auges y contracciones financieros, ni aciertan a tomar en consideración la mirada de interconexiones financieras que mantienen unida la economía mundial.

Conclusión

La economía mundial está intentando salir de la sombra de crisis financiera. El legado de la crisis es omnipresente: se manifiesta en los niveles de desempleo comparativamente altos de las economías azotadas por la crisis, aun cuando el crecimiento del producto ha recobrado vigor; en la desconexión entre unos mercados financieros extraordinariamente pujantes y una inversión débil; en la creciente dependencia de los mercados financieros respecto de los bancos centrales; en el creciente endeudamiento público y privado; y en la rapidez con que se reduce el margen de maniobra de la política económica.

En este capítulo se ha argumentado que el retorno a un crecimiento mundial saludable y sostenible requiere ajustes en la actual combinación de políticas y en los marcos de política económica. Estos ajustes deberían reconocer que la recesión de balance tras la crisis es menos sensible a las políticas tradicionales basadas en la demanda agregada y requiere por tanto primar el saneamiento de balances y las reformas estructurales; que los auges y contracciones financieros se han convertido en una gran amenaza para la estabilidad macroeconómica; y que la única fuente de prosperidad duradera es una mayor fortaleza por el lado de la oferta, especialmente un mayor crecimiento de la productividad. Estos ajustes deberían además basarse en la premisa de que, en una economía mundial tan integrada, mantener en orden la propia casa es una condición necesaria, pero no suficiente, para garantizar la prosperidad. Para esto último, la cooperación internacional es imprescindible.

² J. Caruana, «International monetary policy interactions: challenges and prospects», discurso pronunciado en la conferencia CEMLA-SEACEN sobre «El papel de los bancos centrales en la estabilidad macroeconómica y financiera: los retos en un mundo incierto y volátil», Punta del Este, Uruguay, 16 de noviembre de 2012.

En el corto plazo, la tarea principal es aprovechar la oportunidad que brinda el repunte actual del crecimiento mundial. Es preciso apoyarse relativamente menos en los estímulos tradicionales de demanda agregada y más en el saneamiento de balances y reformas estructurales, sobre todo en economías afectadas por la crisis. La política monetaria, en particular, se ha visto sobrecargada durante demasiado tiempo. Tras tantos años de excepcional expansión monetaria, merecen especial atención los riesgos de normalizarla demasiado despacio y demasiado tarde. Y, cuando proceda, la respuesta a presiones desinflacionarias sorpresivas deberá considerar atentamente la naturaleza y persistencia de los factores implicados, la mermada eficacia de la política monetaria y sus efectos secundarios. En los países que experimenten fuertes auges financieros, la prioridad es reforzar las defensas para afrontar una posible contracción, sin postergar tampoco en ellos las reformas estructurales.

A más largo plazo, la tarea principal es ajustar los marcos de política económica para que el crecimiento sea menos dependiente de la deuda y embridar el poder destructivo del ciclo financiero. Unas políticas macroeconómicas y prudenciales más simétricas a lo largo de ese ciclo evitarían un persistente sesgo expansivo que, con el tiempo, podría enquistar la inestabilidad y agotar el margen de maniobra de la política económica.

Los riesgos de la inacción no deben subestimarse. La economía mundial podría situarse en una senda insostenible. En algún momento, el actual orden comercial y financiero mundial abierto podría verse seriamente amenazado. Hasta ahora, los marcos institucionales han demostrado notable resiliencia a la enorme perturbación causada por la crisis financiera; pero tal resiliencia no debería darse por sentada, y menos en el caso de que volvieran a materializarse graves tensiones financieras. Las intermitentes noticias sobre «guerras de divisas» generan particular inquietud: allí donde las políticas expansivas internas no dan los resultados esperados, cabría pensarse que la depreciación de la moneda es la única opción. Pero una relajación monetaria competitiva puede ser un juego de suma negativa cuando todo el mundo intenta utilizarla y los costes internos de las políticas superan sus beneficios. También resulta preocupante la creciente tentación para las naciones-estado de dispensarse de la ardua pero inestimable tarea de promover la integración internacional.

Por su parte, el consenso sobre las ventajas de la estabilidad de precios está dando muestras de desgaste. A medida que se desvanece el recuerdo de los costes y la persistencia de la inflación, podría arreciar la tentación de reducir las enormes cargas de deuda con una combinación de inflación, represión financiera y autarquía.

Queda mucho trabajo por hacer. Se echa muy en falta una nueva brújula para la política económica. Este capítulo introductorio ha trazado la dirección general de avance. Quedan por resolver importantes desafíos analíticos y operativos para que las políticas puedan abordar adecuadamente los auges y contracciones financieros. Algunos de los posibles instrumentos se describen en las páginas siguientes, pero hay que hacer mucho más. Y los retos de economía política son más colosales aún. Como la historia nos recuerda, hay poco interés en adoptar la perspectiva de largo plazo: pocos están dispuestos a frenar auges financieros que ilusoriamente enriquecen a todos; o a dejar de realizar ajustes ante desaceleraciones del producto, aun cuando tales medidas amenacen con potenciar auges financieros insostenibles; o a abordar frontalmente los problemas de los balances durante una contracción cuando parecen existir políticas más cómodas a mano. La tentación de utilizar atajos es sencillamente demasiado fuerte, aun cuando al final no conduzcan a ninguna parte.

El camino por recorrer podría ser largo. Razón de más, pues, para emprender cuanto antes el viaje.

II. Los mercados financieros mundiales obnubilados por la política monetaria

La enorme sensibilidad de los mercados financieros a la política monetaria caracterizó el periodo analizado. Los precios de los activos respondieron aún con más fuerza que en los años anteriores a los cambios de perspectiva de la política monetaria de las principales economías avanzadas. Las expectativas en torno a la política monetaria de Estados Unidos fueron clave: los primeros pasos de la Reserva Federal hacia su normalización fueron el preludio de un episodio de ventas generalizadas en el mercado de bonos en mayo-junio de 2013 que tuvo repercusiones en todo el mundo. No obstante, las turbulencias no lograron debilitar la tendencia a más largo plazo de los inversores en busca de mayores rendimientos en un entorno de escasa volatilidad y reducidos costes de financiación.

El alto grado de acomodación de las políticas monetarias en las economías avanzadas influyó especialmente en el incremento de la valoración de los activos de riesgo durante 2013 y el primer semestre de 2014. Las bajas tasas de interés y la reducida volatilidad alentaron a los participantes del mercado a tomar posiciones en el tramo más arriesgado del espectro inversor. Los diferenciales de la deuda corporativa y soberana en las economías avanzadas registraron los niveles más bajos de después de la crisis, incluso en países inmersos en una recesión. La intensa emisión de deuda con menor calificación fue acogida con una fuerte demanda y los mercados bursátiles alcanzaron nuevos máximos. Las valoraciones de algunos activos dieron muestras de desvincularse de las variables fundamentales, al tiempo que la volatilidad en muchas clases de activos se aproximaba a mínimos históricos.

Las economías de mercado emergentes (EME), sin embargo, resultaron ser más vulnerables a los cambios en las condiciones mundiales y sus activos soportaron pérdidas más importantes que los de las economías avanzadas tras las ventas generalizadas de 2013, con caídas persistentes en los mercados de bonos, acciones y divisas. El amplio retroceso coincidió con una coyuntura nacional adversa en varias EME. Aquellas cuyas variables fundamentales eran más sólidas corrieron mejor suerte, aunque no quedaron del todo protegidas. Mientras que las economías avanzadas atisbaban la recuperación económica, las perspectivas generales de crecimiento para las EME empeoraron con respecto a las expectativas pasadas plasmadas en los precios de los activos, si bien se recuperaron ligeramente durante el primer semestre de 2014.

A continuación se describen las principales características de la evolución de los mercados financieros mundiales desde abril de 2013, para analizar después la situación de las EME y hasta qué punto los inversores distinguieron entre ellas durante dos episodios bien definidos de tensión en los mercados. Por último, se examina de qué forma la política de los bancos centrales afectó a la actividad en los mercados financieros y los precios de los activos, así como la manera en que los inversores se enfrentaron al entorno de bajas tasas de interés en su búsqueda de mayores rendimientos.

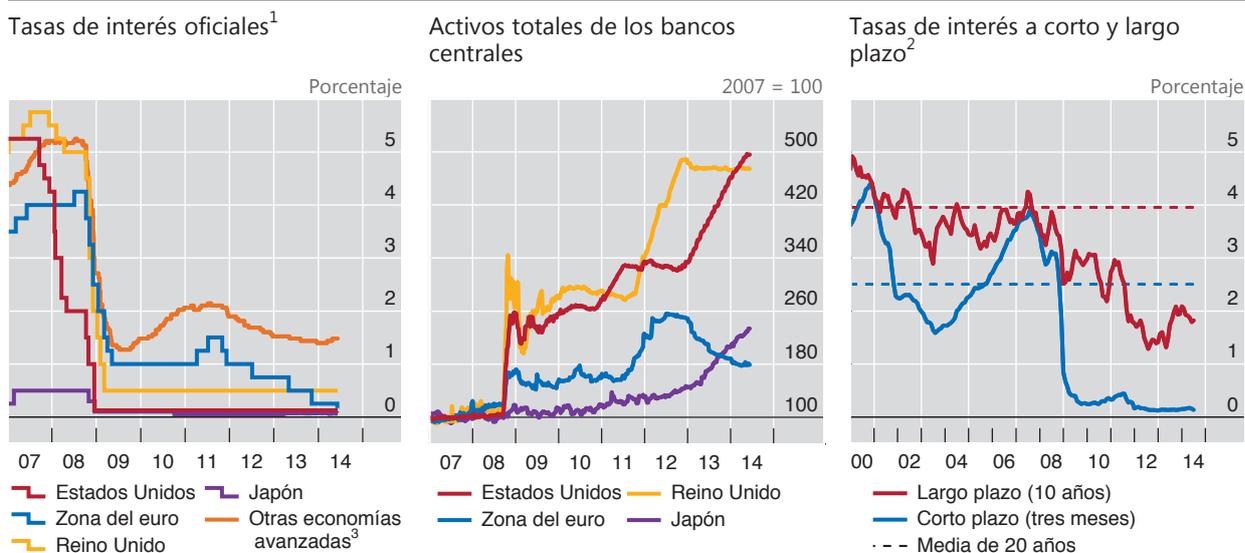
Resumen del año: la tortuosa senda de la búsqueda de rentabilidad

Durante los primeros meses de 2013, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron en general su política monetaria acomodaticia (Gráfico II.1). Las tasas de interés oficiales permanecieron en el límite inferior efectivo (Gráfico II.1, panel izquierdo), mientras que los balances de los bancos centrales siguieron creciendo (Gráfico II.1, panel central; Capítulo V). A comienzos de 2013, los rendimientos de referencia nominales seguían cerca de sus mínimos históricos de 2012 tras varios años de política monetaria acomodaticia (Gráfico II.1, panel derecho). Si bien los rendimientos de los bonos a largo plazo aumentaron a mediados de 2013, las perspectivas de tasas de interés persistentemente bajas en los principales mercados de deuda (es decir, deuda de los principales soberanos) alentaron una búsqueda permanente del rendimiento.

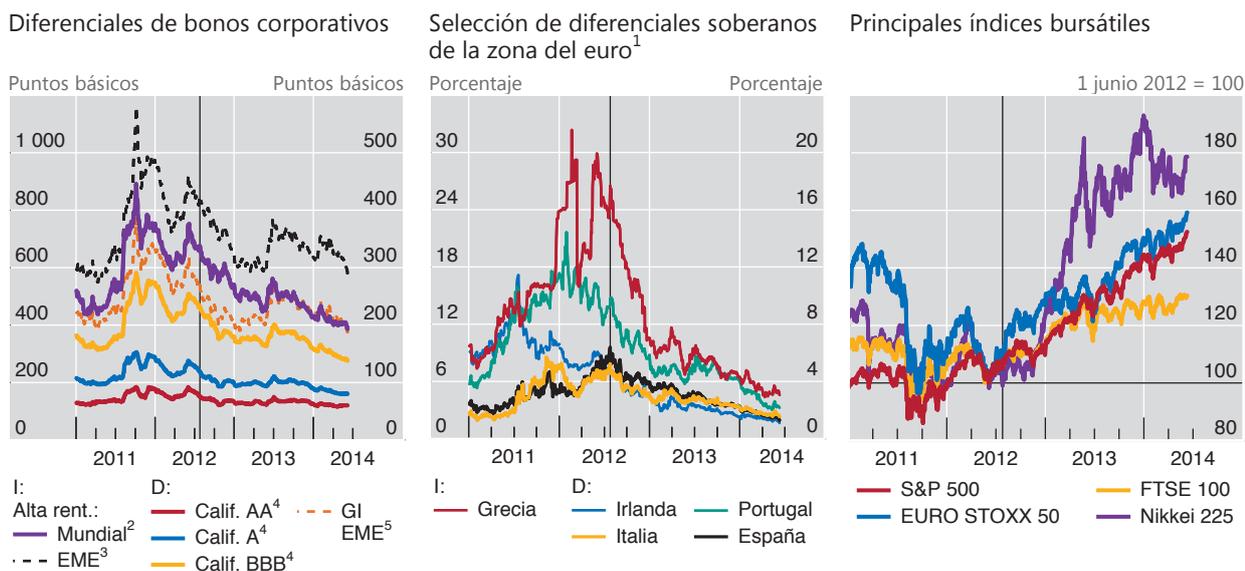
Esta búsqueda se trasladó a los bonos soberanos europeos de mayor riesgo, la deuda corporativa y los títulos de mercados emergentes con menor calificación (Gráfico II.2). Los diferenciales de la deuda soberana europea con menor calificación continuaron estrechándose, facilitando así sus condiciones de financiación y prosiguiendo con la recuperación que había generado el anuncio por el BCE de su programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) en 2012 (Gráfico II.2, panel central). El entorno de bajas tasas de interés también estimuló los mercados bursátiles de las economías avanzadas, que continuaron remontando en 2013 a medida que mejoraban las perspectivas económicas de estas economías y los inversores esperaban que la acomodación monetaria continuara respaldando los precios de los activos (Gráfico II.2, panel derecho).

La política acomodaticia de las economías avanzadas mantiene bajos los rendimientos de la deuda

Gráfico II.1



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



La línea vertical negra corresponde al 26 de julio de 2012, fecha en la que el Presidente del BCE, Mario Draghi, pronunció su discurso en la Global Investment Conference en Londres.

¹ Diferencial de rendimiento de la deuda pública a 10 años con respecto al rendimiento de la deuda alemana equiparable. ² Diferenciales ajustados por opciones del índice BofA Merrill Lynch Global Non-Financial High Yield, que registra la evolución de la deuda corporativa (sector no financiero) con calificación inferior al grado de inversión denominada en dólares de EEUU, dólares canadienses, libras esterlinas o euros y emitida mediante oferta pública en los principales mercados nacionales o internacionales. ³ Diferenciales ajustados por opciones del índice BofA Merrill Lynch High Yield Emerging Markets Corporate Plus, que registra la evolución de la deuda no soberana de las EME con calificación BB1 o inferior, denominada en dólares de EEUU o euros, y emitida mediante oferta pública en los principales mercados nacionales o internacionales. ⁴ Diferenciales ajustados por opciones del índice BofA Merrill Lynch Global Broad Market Industrials, que registra la evolución de la deuda corporativa (sector industrial) con grado de inversión emitida mediante oferta pública en los principales mercados nacionales o internacionales. ⁵ GI = grado de inversión. Diferenciales ajustados por opciones del índice BofA Merrill Lynch High Grade Emerging Markets Corporate Plus, que registra la evolución de la deuda no soberana de las EME con calificación entre AAA y BBB3, denominada en dólares de EEUU o euros y emitida mediante oferta pública en los principales mercados nacionales o internacionales.

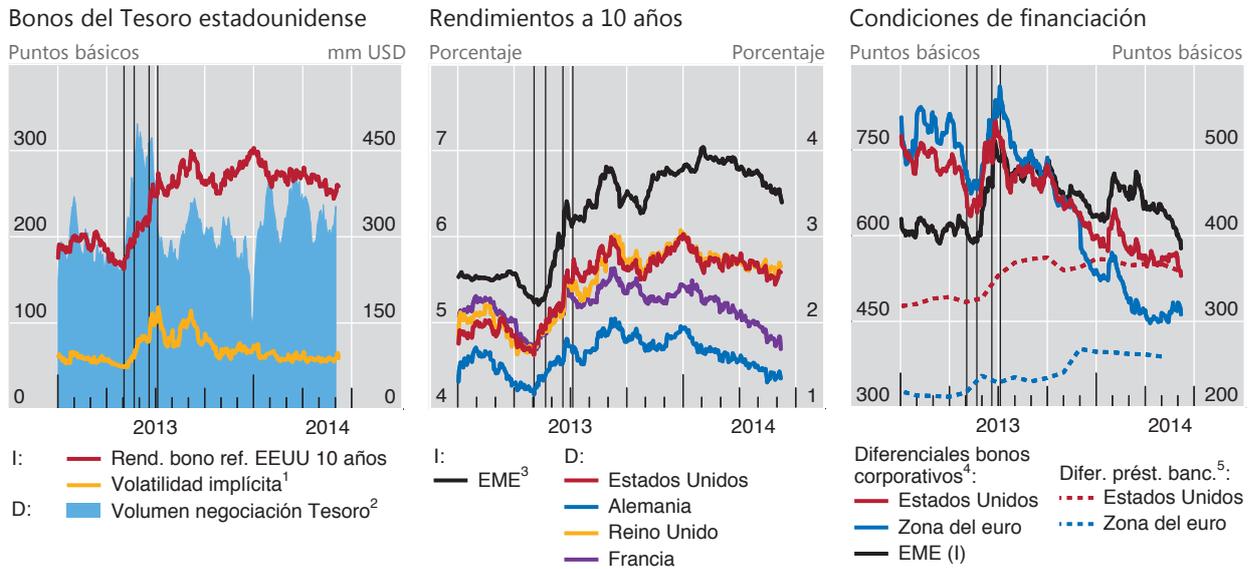
Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; cálculos del BPI.

A comienzos de mayo de 2013, los mercados iniciaron una fase más turbulenta. Tras la publicación de cifras positivas sobre el mercado de trabajo estadounidense, las declaraciones de representantes de la Reserva Federal fueron interpretadas por los inversores como una señal de que el banco central pronto reduciría el ritmo de sus compras de activos y pondría fin a su política de relajación cuantitativa. Tras un periodo prolongado de excepcional acomodación monetaria, el debate en torno al repliegue («*tapering*») pilló por sorpresa a muchos participantes del mercado. Las expectativas de cambios significativos en la política monetaria provocaron una oleada de ventas en el mercado de bonos. El tramo corto de la curva de rendimientos estadounidense (vencimientos de hasta dos años) continuó anclado por las tasas actuales y la comunicación orientativa. Sin embargo, ante la incertidumbre sobre el momento y la naturaleza de la normalización de la política monetaria, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo aumentaron 100 puntos básicos a comienzos de julio, al tiempo que se disparaban el volumen de contratación y la volatilidad (Gráfico II.3, panel izquierdo).

Las ventas generalizadas de bonos del Tesoro de Estados Unidos tuvieron repercusiones en todo el mundo, afectando a una amplia gama de activos, tanto de economías avanzadas como de mercados emergentes. Los rendimientos de los principales bonos soberanos europeos aumentaron notablemente, si bien no se preveía un incremento ni de la inflación ni de las tasas oficiales del BCE; los

Las ventas generalizadas en el mercado de bonos provocan un endurecimiento temporal de las condiciones financieras

Gráfico II.3



Las líneas verticales negras corresponden a las sorpresas positivas en las cifras sobre empleo en Estados Unidos anunciadas el 3 de mayo y el 5 de julio de 2013, así como a los comunicados y anuncios de la Reserva Federal el 22 de mayo y el 19 de junio de 2013 con relación a las perspectivas de repliegue de sus compras de activos.

¹ Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) es un índice de la volatilidad implícita del rendimiento de los bonos del Tesoro en un horizonte de un mes, basado en una media ponderada de opciones sobre valores del Tesoro a dos, cinco, 10 y 30 años. ² Volumen diario de negociación de bonos, obligaciones y letras del Tesoro estadounidense, difundido por ICAP; media móvil centrada de 10 días. ³ Índice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimiento hasta el vencimiento. Este índice ofrece una medida integral de la deuda pública a interés fijo emitida en las EME en la moneda local. ⁴ Diferenciales ajustados por opciones de bonos corporativos de alta rentabilidad. ⁵ Tasas de interés de los préstamos bancarios por encima de las respectivas tasas de interés oficiales; medias no ponderadas de tasas de interés compuestas de préstamos a los hogares y a sociedades no financieras.

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

rendimientos de la deuda de las EME se incrementaron todavía más que los de Estados Unidos (Gráfico II.3, panel central). Los precios de los bonos de titulización hipotecaria (MBS) se desplomaron, seguidos unas semanas después por los de las acciones. Los diferenciales de los bonos corporativos y los préstamos bancarios también aumentaron (Gráfico II.3, panel derecho). El incremento de los rendimientos en las economías avanzadas, en conjunción con otros factores, desencadenó la primera oleada de presiones vendedoras sobre activos de EME. Los inversores en fondos de inversión de economías avanzadas optaron por las acciones en detrimento de los bonos, a la vez que se retiraron de los fondos de EME en todas sus clases de activos (véase más adelante).

Al reaccionar de este modo a simples percepciones de cambios futuros en la política monetaria, los mercados provocaron el endurecimiento de las condiciones de financiación mucho antes de que los principales bancos centrales redujeran sus compras de activos o aumentaran sus tasas de interés. Para aliviar este endurecimiento inducido por el mercado, los bancos centrales de ambos lados del Atlántico se vieron obligados a tranquilizar a los mercados. Las turbulencias remitieron a comienzos de julio, cuando la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra emitieron o reiteraron comunicaciones orientativas sobre la senda de la política monetaria (Capítulo V).

Los mercados de las economías avanzadas se sobrepusieron rápidamente a la amenaza de repliegue y reanudaron su búsqueda de rentabilidad (Gráfico II.2).

El episodio de volatilidad apenas redujo el atractivo en términos relativos de los activos con mayor rentabilidad, al permanecer los rendimientos de referencia en niveles históricamente bajos (Gráfico II.1, panel derecho). La combinación de mejores perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y la decisión de la Reserva Federal en septiembre de 2013 de aplazar el endurecimiento de su política monetaria propició mayores ganancias en los mercados de renta fija y variable en el último trimestre de 2013. Los mercados incluso dejaron de lado la posibilidad de suspensión de pagos técnica del Gobierno de Estados Unidos, que se resolvió a mediados de octubre, al ponerse fin a 16 días de cierre del Gobierno federal. Así, cuando la Reserva Federal anunció en diciembre que reduciría de forma continua sus compras de activos a partir de enero de 2014, la reacción de los mercados apenas fue perceptible. En el conjunto de 2013, las principales bolsas subieron entre un 14% y un 57% (Gráfico II.2, panel derecho).

Durante la primera mitad de 2014, el optimismo inversor siguió elevando las valoraciones de los activos pese a la incertidumbre macroeconómica y geopolítica (Gráfico II.2). A finales de enero de 2014, las dudas sobre si la debilidad de la actividad de Estados Unidos no se debía solamente a factores climáticos y una segunda oleada de presiones vendedoras sobre activos de EME mermaron la confianza de los inversores hasta mediados de febrero. Las tensiones en los mercados se disiparon rápidamente cuando las autoridades de las economías avanzadas reiteraron su respaldo a las políticas diseñadas para incentivar la recuperación económica (Capítulo V). Las condiciones de financiación siguieron relajándose al tiempo que mejoraban las perspectivas macroeconómicas en las economías avanzadas (Capítulo III). Los mercados resistieron bien las tensiones, incluidas las de carácter geopolítico relacionadas con Ucrania. El mercado bursátil ruso y el rublo perdieron el 15% y el 10% respectivamente entre enero y mediados de marzo, pero recuperaron después gran parte de sus pérdidas. Una vez más, la estrategia de comunicación de la Reserva Federal y el BCE, sumada a unos mejores datos económicos, contribuyó a respaldar los mercados de renta fija y variable. Las principales bolsas registraron máximos históricos en mayo y junio de 2014.

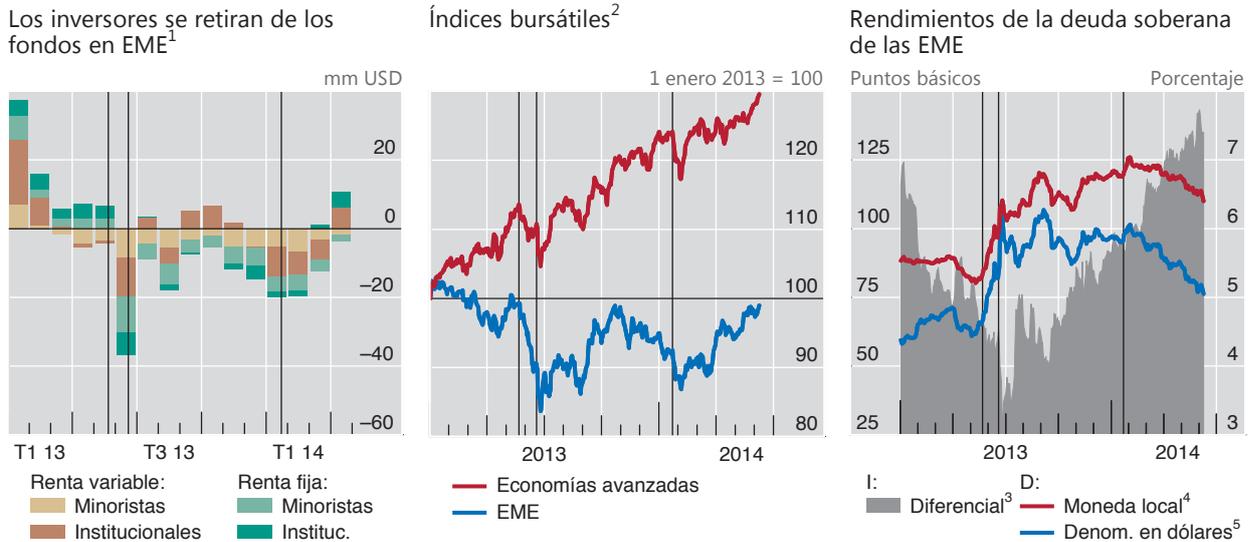
Esta evolución resultó enormemente beneficiosa para los prestatarios soberanos de la periferia de la zona del euro, que se vieron reforzados por las nuevas medidas de relajación desveladas por el BCE a comienzos de junio de 2014. Sus diferenciales registraron su valor mínimo tras la crisis frente al *bund* alemán a 10 años, cuyo rendimiento también cayó, hasta situarse por debajo del 1,5% (Gráfico II.2, panel central). Por consiguiente, el rendimiento de la deuda italiana y española a 10 años disminuyó hasta niveles inferiores al 3% en mayo y principios de junio, respectivamente. Aprovechando el favorable entorno de financiación, Grecia emitió en abril un bono a cinco años cuya demanda superó a la oferta, con el que recaudó 3 000 millones de euros a un rendimiento inferior al 5%, en su primera oferta tras recuperar el acceso a los mercados de bonos perdido en 2010. De modo similar, en la primera subasta ordinaria de deuda de Portugal tras recibir apoyo oficial en mayo de 2011, los bonos a 10 años se vendieron al 3,57% en abril de 2014. Irlanda, que a mediados de 2012 ya había emitido un bono a cinco años con buena acogida, abandonó el programa de financiación oficial hacia finales de 2013.

Las economías de mercado emergentes sufrieron abruptos cambios de tendencia

La evolución de las EME tras el episodio de ventas generalizadas en el mercado de bonos de 2013 no fue tan buena como la de las economías avanzadas, ya

Las tensiones en los mercados financieros se contagian a las economías de mercado emergentes

Gráfico II.4



Las líneas verticales negras corresponden a los comunicados y anuncios de la Reserva Federal de 22 de mayo y 19 de junio de 2013, con relación a las perspectivas de repliegue de sus compras de activos; y a la amplia depreciación del peso argentino el 23 de enero de 2014.

¹ Flujos de cartera netos (ajustados de variaciones de los tipos de cambio) hacia fondos especializados de países concretos y hacia fondos para los que se dispone de un desglose por país o región. Suma de Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Taipéi chino, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Venezuela. ² Agregados calculados por MSCI. ³ Rendimiento de la deuda denominada en moneda local menos rendimiento de la deuda denominada en dólares de EEUU. ⁴ Índice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimiento hasta el vencimiento. ⁵ Índice JPMorgan EMBI Global Diversified, rendimiento hasta el vencimiento neto de garantías.

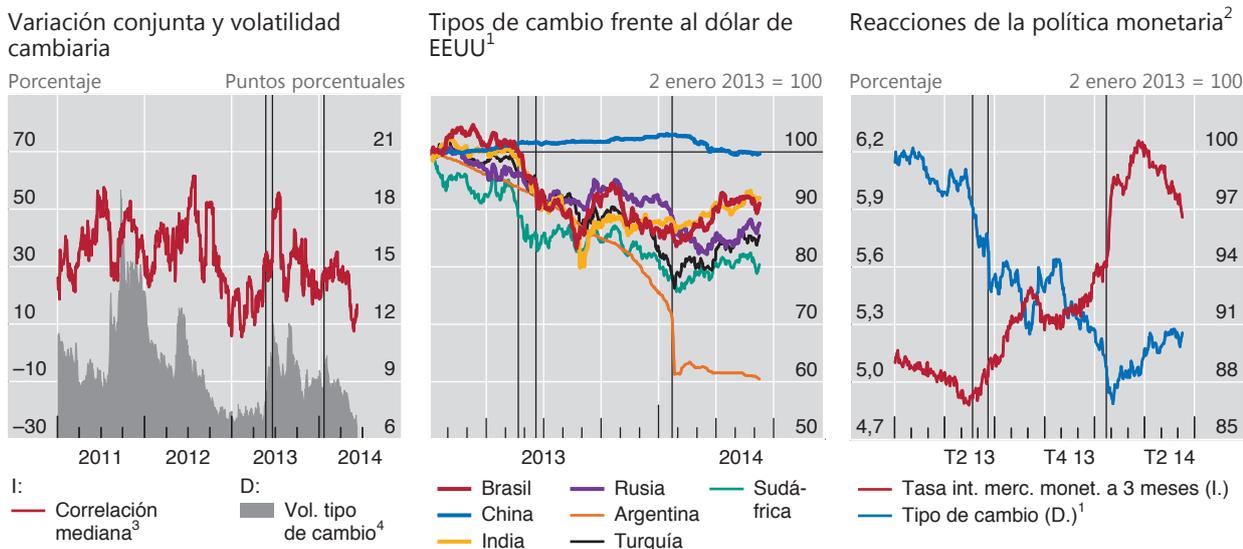
Fuentes: Datastream; EPFR; cálculos del BPI.

que registraron pérdidas más cuantiosas por un periodo más prolongado. El endurecimiento de las condiciones financieras mundiales alentó dos rondas de repliegue generalizado en las EME. Los dos episodios difieren en muchos aspectos, empezando por su desencadenante. El primero estuvo provocado por perturbaciones a escala mundial —ventas generalizadas en el mercado de bonos tras los comentarios de repliegue— y se prolongó de mayo a principios de septiembre de 2013; el segundo se debió a la evolución de las propias EME y tomó fuerza en noviembre de 2013 para alcanzar su clímax en enero de 2014.

El primer episodio fue súbito y de carácter generalizado, con acusadas variaciones en los precios de los activos que pusieron fin a un periodo de tasas de interés y tipos de cambio relativamente estables. Cuando la oleada de ventas se transmitió de las economías avanzadas a las EME, estas experimentaron una abrupta reversión de los flujos de cartera, especialmente en junio de 2013 (Gráfico II.4, panel izquierdo). Las acciones de las EME cayeron un 16% antes de estabilizarse en julio, y los rendimientos de los bonos soberanos se dispararon más de 100 puntos básicos, impulsados por la creciente preocupación por el riesgo soberano (Gráfico II.4, paneles central y derecho). Al principio, la indiscriminada reducción de posiciones de EME afectó a muchas monedas a la vez y dio lugar a depreciaciones correlacionadas en un entorno de alta volatilidad (Gráfico II.5, panel izquierdo). A partir de julio, sin embargo, los mercados fueron diferenciando cada vez más entre EME, basándose en las variables fundamentales. Las monedas de Brasil, la India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía se depreciaron más del 10% frente al dólar estadounidense durante este primer episodio (Gráfico II.5, panel central);

Las economías de mercado emergentes responden a las presiones de los mercados

Gráfico II.5



Las líneas verticales negras corresponden a los comunicados y anuncios de la Reserva Federal de 22 de mayo y 19 de junio de 2013, con relación a las perspectivas de repliegue de sus compras de activos; y a la amplia depreciación del peso argentino el 23 de enero de 2014.

¹ Dólares de EEUU por unidad de moneda local. Un descenso indica una depreciación de la moneda local. ² Media simple de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ³ Basada en los tipos de cambio frente al dólar de EEUU de las monedas de las economías que se mencionan en la nota 2 más China, Hong Kong RAE y Singapur. Mediana de todas las correlaciones pareadas de las variaciones del tipo de cambio al contado durante el mes precedente. ⁴ Índice JPMorgan EM-VXY de volatilidad implícita a tres meses en 13 monedas de EME.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

Brasil, la India, Indonesia y Rusia perdieron cada una más de 10 000 millones de dólares en reservas. Los países con un rápido crecimiento del crédito, alta inflación o amplios déficits por cuenta corriente se consideraron más vulnerables y experimentaron depreciaciones más pronunciadas (Recuadro II.A).

En comparación con el primer episodio, la segunda ronda de reducción de posiciones tuvo un carácter más sostenido y diferenciador. Durante el periodo de relativa calma, en septiembre y octubre, las EME se recuperaron en menor medida que las economías avanzadas y las dudas de los inversores en torno a las primeras se reavivaron en los últimos meses de 2013. En este preludio del segundo episodio, las valoraciones en el mercado fueron reflejando cada vez más el deterioro de las perspectivas macroeconómicas en muchas EME, así como la corrección gradual de desequilibrios financieros en algunas de ellas (Capítulos III y IV). Los rendimientos de la deuda pública y los diferenciales de crédito se mantuvieron elevados, mientras que los mercados experimentaron pérdidas continuadas en medio de persistentes salidas de fondos (Gráfico II.4). Cuando se acentuaron las tensiones en los mercados en enero de 2014, las pérdidas adicionales en acciones y bonos fueron más contenidas que en el primer episodio; la atención se había desviado hacia las EME con débiles perspectivas de crecimiento o tensiones políticas. Las presiones sobre las monedas de las EME alcanzaron su punto álgido el 23 de enero de 2014, cuando el banco central de Argentina permitió que el peso se devaluase más del 10% frente al dólar estadounidense. Aunque por magnitud las depreciaciones fueron comparables a las del primer episodio, en el segundo reflejaron en mayor medida factores singulares de cada país (Recuadro II.A).

Determinantes de las recientes depreciaciones de las monedas de las EME

En el periodo analizado, las economías de mercado emergentes (EME) experimentaron dos episodios de depreciación de sus monedas. En ambos episodios, los inversores distinguieron entre las distintas EME, si bien lo hicieron en mayor medida durante el segundo, al tener en cuenta un conjunto de factores un tanto distinto. Con el fin de examinar los criterios aplicados por los inversores en los dos episodios, este recuadro analiza varios determinantes de la evolución de los tipos de cambio frente al dólar para una muestra de 54 EME.

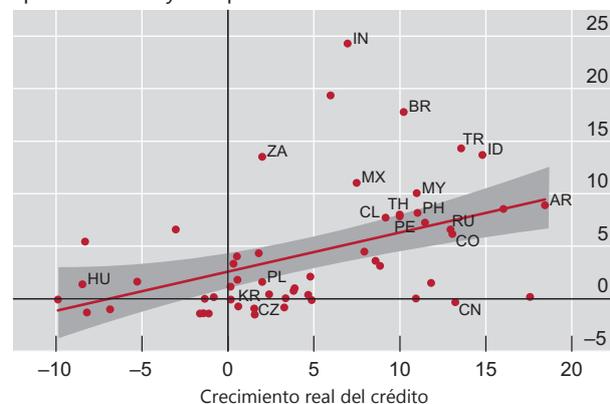
Durante el primer episodio (de comienzos de mayo a principios de septiembre de 2013), los inversores se deshicieron inicialmente de forma indiscriminada de sus exposiciones frente a las EME en respuesta a las señales de la Reserva Federal sobre una futura normalización de su política monetaria. No obstante, a medida que avanzaba este episodio, los inversores se fueron centrando más en los factores específicos de cada país, lo que alteró el patrón de depreciaciones entre las distintas EME. Los inversores comenzaron a discriminar negativamente a aquellos países con grandes desequilibrios financieros, incluyendo aquellos con un rápido crecimiento del crédito y amplios déficits por cuenta corriente, que tienden a depender de los flujos de capital extranjero. Un sencillo diagrama de dispersión ilustra el efecto en el caso del crecimiento real del crédito interno al sector privado no financiero, apuntando a que el rápido crecimiento se vio acompañado de una mayor depreciación (Gráfico II.A, panel izquierdo). En la segunda ronda de depreciaciones (de comienzos de enero a principios de febrero de 2014), los inversores también discriminaron entre las distintas economías, pero el crecimiento esperado del PIB fue un factor importante. Tal y como se muestra de nuevo en el diagrama de dispersión, en ese episodio aquellos países con mejores perspectivas de crecimiento para 2014 sufrieron menos presión en sus tipos de cambio que otras EME (Gráfico II.A, panel derecho).

Selección de determinantes de depreciaciones monetarias recientes¹

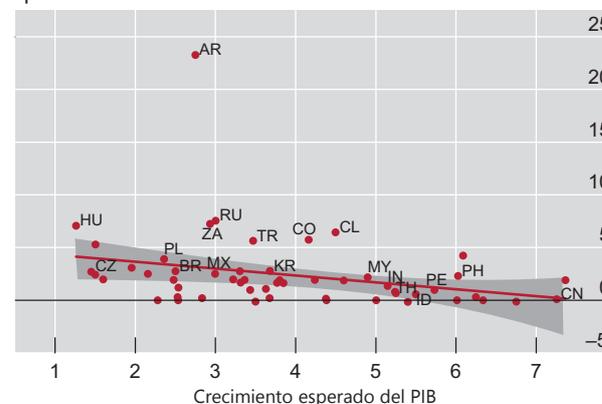
El eje vertical refleja la tasa de depreciación, en porcentaje²

Gráfico II.A

Episodio 1: mayo–septiembre de 2013



Episodio 2: enero–febrero de 2014



AR = Argentina; BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CZ = República Checa; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; TH = Tailandia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica.

¹ Véase en el Cuadro II.A una descripción de las variables indicadas. La línea roja representa la proyección lineal simple utilizando únicamente la variable que figura en el eje de abscisas como variable de regresión; el área sombreada corresponde al intervalo de confianza del 95%. ² Tipo de cambio en unidades de moneda local por dólar de EEUU; el episodio 1 va del 10 de mayo al 3 de septiembre de 2013, mientras que el episodio 2 va del 1 de enero al 3 de febrero de 2014. Un valor positivo indica una depreciación de la moneda local.

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

Un análisis de regresión múltiple respalda estas observaciones (Cuadro II.A). Los principales determinantes de las depreciaciones en el primer episodio fueron los mayores déficits por cuenta corriente, el fuerte crecimiento real del crédito y la elevada inflación (tal y como indican los significativos coeficientes positivos incluidos en el cuadro). Asimismo, las depreciaciones tendieron a ser superiores en los países con un mayor coeficiente entre deuda pública y PIB, y en aquellos con un mayor «tamaño del mercado» (variable que incorpora el PIB y las entradas de cartera desde 2010). Estos resultados también se mantienen si se tienen en cuenta las subidas de las tasas de interés

oficiales en las EME. El análisis del segundo episodio indica que el crecimiento esperado del PIB jugó un papel más importante que en el primer episodio. En cuanto a los factores que agravaron las depreciaciones durante el segundo episodio, la inflación y el tamaño del mercado continuaron siendo relevantes, a la vez que el riesgo soberano (recogido en los diferenciales de CDS) cobró mayor importancia. Los determinantes en este segundo episodio adquirieron aún mayor relevancia si se retrasa el comienzo del periodo del 1 de enero de 2014 al 31 de octubre de 2013 (episodio 2') para incluir la fase de gestación previa.

En general, la regresión explica en el segundo episodio una mayor proporción de la variación de las tasas de depreciación entre los distintos países (más del 80% de la variación calculada mediante R²), lo que sugiere que los factores específicos de cada país fueron más relevantes en ese episodio.

Determinantes de las depreciaciones de tipos de cambio¹

Cuadro II.A

	Episodio 1	Episodio 2	Episodio 2'
Déficit por cuenta corriente ²	0,152*	0,031	0,063
Crecimiento real del crédito ³	0,607***	-0,027	0,145*
Tasa de inflación ⁴	0,889***	0,281***	0,481***
Crecimiento esperado del PIB ⁵	-0,560	-0,692***	-1,006***
Coefficiente deuda pública/PIB ⁶	0,075*	-0,021	-0,024
Diferenciales de CDS de deuda soberana ⁷	-0,014*	0,015***	0,025***
Dimensiones del mercado ⁸	0,038*	0,015*	0,021*
Número de observaciones	53	54	53
R ² (%)	61,6	83,0	87,0

Los asteriscos denotan un nivel de significatividad al 1% (***), 5% (**) y 10% (*), respectivamente. Una variable explicativa con coeficiente positivo y significativo contribuye a la depreciación de la moneda local frente al dólar; una variable explicativa con coeficiente negativo y significativo se asocia a una tasa de depreciación inferior. Las regresiones se estiman mediante el método de los mínimos cuadrados ordinarios con errores estándar robustos a la heterocedasticidad; se incluye una constante (no especificada).

¹ La muestra abarca 54 de las principales EME. Variable dependiente: variación porcentual del tipo de cambio (unidades de moneda local por dólar de EEUU) entre el 10 de mayo y el 3 de septiembre de 2013 (episodio 1), entre el 1 de enero y el 3 de febrero de 2014 (episodio 2) y entre el 31 de octubre de 2013 y el 3 de febrero de 2014 (episodio 2'). ² En porcentaje del PIB, T1 2013 (episodio 1), T4 2013 (episodio 2) y T3 2013 (episodio 2'). ³ Variación porcentual interanual del crédito bancario local al sector privado, deflactado por el IPC, T1 2013 (episodio 1), T4 2013 (episodio 2) y T3 2013 (episodio 2'). ⁴ Variación porcentual interanual del IPC, abril de 2013 (episodio 1), diciembre de 2013 (episodio 2) y septiembre de 2013 (episodio 2'). ⁵ Previsión de crecimiento para 2014 del FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, en abril de 2013 (episodio 1) y septiembre de 2013 (episodios 2 y 2'), en porcentaje. ⁶ Deuda bruta del gobierno general en porcentaje del PIB, final de 2012 (episodio 1) y final de 2013 (episodios 2 y 2'). ⁷ Aumento de los diferenciales de CDS soberanos a cinco años: entre abril y agosto de 2013 (episodio 1), entre diciembre de 2013 y enero de 2014 (episodio 2), y entre octubre de 2013 y enero de 2014 (episodio 2'); datos de final de mes, en puntos básicos. ⁸ Producto del PIB de 2013 basado en PPA y entradas de cartera acumuladas (en caso de ser positivas) entre T1 2010 y T1 2013 (episodio 1), entre T1 2010 y T4 2013 (episodio 2) y entre T1 2010 y T3 2013 (episodio 2'); ambas variables en dólares, reexpresadas en logaritmos (base 10).

Fuentes: FMI; Bloomberg; CEIC; Datastream; Markit; datos nacionales; cálculos del BPI.

Los bancos centrales de algunas EME intensificaron su protección frente a las nuevas presiones sobre sus monedas con aumentos de las tasas de interés e intervenciones en mercados de divisas. La respuesta de las autoridades, encabezada por Turquía, fue más enérgica en el segundo episodio que en el primero (Gráfico II.5, panel derecho, y Capítulo V). Estas medidas contribuyeron a la estabilización de los tipos de cambio en las EME e impulsaron el valor de algunas monedas, dando un respiro a las empresas locales, que habían acudido a los mercados internacionales a través de la emisión de bonos denominados en divisas (Capítulo IV). A partir de febrero, las monedas y los títulos de renta variable de EME recuperaron gran parte de las pérdidas de enero, mientras que los diferenciales de la deuda volvieron a estrecharse (Gráficos II.4 y II.5). Ante la vuelta a un escenario de volatilidad reducida, volvieron a cobrar popularidad las estrategias de *carry trades* con determinadas divisas y activos de EME entre los inversores en busca de rentabilidad.

Los bancos centrales dejaron su impronta en los mercados financieros

La sensibilidad de los precios de los activos a la política monetaria fue uno de los aspectos más destacados del año analizado. Los rendimientos de los bonos a largo plazo, impulsados por las bajas tasas de interés oficiales y la relajación cuantitativa, registraron mínimos históricos en 2012 en los principales mercados. Desde entonces, los mercados se han vuelto muy sensibles a cualquier señal de cambio de orientación de estas condiciones excepcionales. La incertidumbre en torno a la evolución de la política monetaria estadounidense tuvo un peso determinante, como demuestran las turbulencias en el mercado de bonos de mediados de 2013 y otros acontecimientos clave que se produjeron durante el periodo analizado. La política monetaria también repercutió sobre los precios de los activos y el comportamiento de los inversores más en general.

Lo ocurrido durante el año demuestra que la política monetaria, al influir en la percepción y actitud frente al riesgo de los participantes del mercado, puede afectar significativamente a las condiciones financieras, como reflejan las primas de riesgo y las condiciones de financiación. Dicho de otra forma: los efectos que se transmiten a través del canal de asunción de riesgos de la política monetaria pudieron apreciarse claramente a lo largo de todo el periodo¹.

Los mercados financieros fijaron su atención en la política monetaria

La extraordinaria influencia de los bancos centrales sobre los mercados financieros mundiales se manifestó de forma especialmente clara en los principales mercados de renta fija, en los que la forma de la curva de rendimientos se mostró particularmente sensible a cualquier noticia o cambio de expectativas sobre las políticas. Mientras el tramo corto continuó en general anclado por las reducidas tasas de interés oficiales, los rendimientos a medio plazo reaccionaron a la comunicación orientativa de los bancos centrales y el tramo más largo se rigió por las compras de activos, las expectativas a largo plazo y la credibilidad percibida de los bancos centrales (Capítulo V). Cuando la Reserva Federal —el primero de los principales bancos centrales en tomar medidas— dio a entender a mediados de 2013 que reduciría el ritmo de las compras de activos, los bonos a largo plazo sufrieron pérdidas abundantes. Si bien la caída de los precios de los bonos fue menos pronunciada que la registrada durante las ventas generalizadas de 1994 y 2003, esta vez las pérdidas globales en el valor de mercado fueron superiores, ya que el volumen de títulos del Tesoro era muy superior (Recuadro II.B).

La política monetaria no convencional y la comunicación orientativa asumieron un papel fundamental en la estrategia de comunicación de los bancos centrales (Recuadro V.A). Cuando la Reserva Federal dejó entrever su intención de mantener baja la tasa de interés de los fondos federales incluso tras poner fin a las compras de activos, los inversores revisaron a la baja sus expectativas a medio plazo para las tasas de interés a corto plazo y se redujo la dispersión de opiniones (Gráfico II.6,

¹ Véanse R. Rajan, «Has financial development made the world riskier?», *European Financial Management*, vol. 12, nº 4, 2006, pp. 499–533; T. Adrian y H. S. Shin, «Financial intermediaries and monetary economics», en B. Friedman y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, 2010, pp. 601–50; y C. Borio y H. Zhu, «Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?», *Journal of Financial Stability*, vol. 8, nº 4, 2012, pp. 236–51. Véase un análisis detallado de la evidencia empírica del canal de asunción de riesgos de la política monetaria en F. Smets, «Financial stability and monetary policy: how closely interlinked?», *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2013:3, edición especial.

El episodio de ventas generalizadas de bonos del Tesoro estadounidense en 2013 desde una perspectiva histórica

La importancia del episodio de ventas generalizadas en el mercado de títulos del Tesoro estadounidense en mayo y junio de 2013 depende del método utilizado para calcular las pérdidas. Las pérdidas por valoración de los *títulos individuales* fueron ligeramente inferiores a las registradas durante la oleada de ventas de 1994 y 2003, mientras que *en términos agregados* las pérdidas para el total de títulos en circulación fueron superiores en 2013, tanto en términos absolutos como en términos relativos al PIB.

Para comparar las pérdidas a precios de mercado a mediados de 2013 con las de 1994 y 2003, adoptamos primero una perspectiva a nivel de bonos individuales y determinamos las pérdidas porcentuales de los bonos del Tesoro negociables para cada vencimiento (los resultados para tres vencimientos de bonos del Tesoro se muestra en el Gráfico II.B, panel izquierdo, junto con las pérdidas de algunos títulos de renta fija del sector privado). A continuación, estimamos las pérdidas a precios de mercado agregadas para el volumen total de títulos del Tesoro estadounidense negociables en circulación, teniendo en cuenta sus perfiles de vencimiento y de flujo de efectivo (Gráfico II.B, panel derecho).

El episodio de ventas generalizadas de 1994 fue distinto al de 2003 y 2013, ya que en 1994 no solo aumentaron significativamente las tasas de interés a largo plazo, sino que también lo hicieron las tasas a corto plazo. A principios de febrero de 1994, tras un largo periodo de acomodación de la política monetaria, el incremento moderado, pero inesperado, de la tasa de interés oficial de la Reserva Federal dio lugar a fuertes revisiones al alza de las expectativas de inflación y de tasas de interés a corto plazo en el futuro. En los tres meses siguientes, la tasa de interés oficial aumentó en 75 puntos básicos y los rendimientos estadounidenses a 10 años lo hicieron en más de 140 puntos básicos. En cambio, en 2003 y 2013, la tensión en el mercado de bonos se concentró en gran medida en los vencimientos más largos, si bien los factores determinantes en 2003 no fueron los mismos que en 2013. Mientras que en 2003 los rendimientos a largo plazo crecieron sobre todo por el repunte de las expectativas de inflación y las tasas reales futuras, en 2013 lo hicieron por la elevación de las primas por plazo desde mínimos sin precedentes (véanse el Gráfico II.6, panel derecho, y el análisis en el texto principal).

Como se muestra en el panel izquierdo del Gráfico II.B, las pérdidas a precios de mercado de los títulos individuales durante la oleada de ventas de 2013 no fueron tan importantes como las registradas en 1994 y 2003. Sin embargo, el episodio de 2013 destaca por coincidir con una enorme expansión del volumen de deuda tras la crisis financiera (Gráfico II.B, panel central). Entre principios de 2007 y 2014, el volumen de títulos del Tesoro estadounidense negociables en circulación casi se triplicó, pasando de 4,4 billones de dólares a 12,1 billones, con un porcentaje cada vez mayor de los títulos en la cuenta SOMA (System Open Market Account) de la Reserva Federal.

Los datos disponibles sobre cantidades en circulación, vencimientos residuales y pagos de cupones de los títulos del Tesoro estadounidense negociables permiten calcular el perfil de flujo de efectivo y la duración de las tenencias tanto de la Reserva Federal como del público para los episodios de 2003 y 2013¹. La duración de todos los títulos en circulación y, por consiguiente, su sensibilidad ante variaciones repentinas de las tasas de interés, ha crecido desde 2007 de aproximadamente 3,8 a 4,8 años, como consecuencia de las políticas de gestión de la deuda y la caída de los rendimientos hasta mínimos históricos (con las correspondientes ganancias por valoración). La duración de las tenencias de la Reserva Federal ha aumentado todavía más con el programa de ampliación del vencimiento (MEP), introducido a finales de 2011 y que a su vez ha contribuido a mantener muy estable la duración de la deuda en manos del público.

Debido al gran aumento del volumen de títulos del Tesoro estadounidense desde la crisis financiera, las ventas generalizadas de bonos en 2013 generaron pérdidas agregadas, tanto en términos nominales como del PIB, superiores a las de los episodios de 1994 y 2003². Entre mayo y finales de julio de 2013, todos los tenedores de deuda pública estadounidense negociable registraron pérdidas agregadas acumuladas a precios de mercado que rondaron los 425 000 millones de dólares, lo que supone aproximadamente el 2,5% del PIB (Gráfico II.B, panel derecho). Durante la oleada de ventas de 2003, las pérdidas agregadas se estiman en 155 000 millones de dólares, lo que equivale al 1,3% del PIB; y en 1994, estas pérdidas rondaron los 150 000 millones de dólares, o aproximadamente un 2% del PIB.

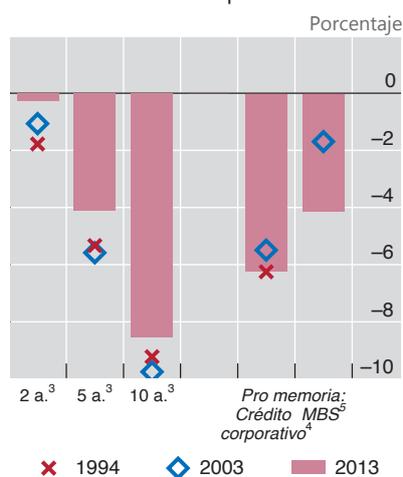
Sin embargo, en 2013, los inversores públicos solo soportaron aproximadamente dos tercios de las pérdidas agregadas, aproximadamente 280 000 millones de dólares o el 1,7% del PIB, y este porcentaje probablemente no superó al de 1994³. Por tanto, debido al considerable riesgo de tasas de interés que la Reserva Federal había asumido en su propio balance, las pérdidas por valoración soportadas por los tenedores públicos de títulos del Tesoro estadounidense en 2013 fueron relativamente moderadas pese a que el volumen de títulos del Tesoro negociables en circulación era considerablemente mayor.

① Los títulos del Tesoro de Estados Unidos mantenidos en diferentes cuentas del Gobierno de dicho país, incluidos los fondos fiduciarios de inversión, no son negociables. En este recuadro, la expresión «inversores públicos» con respecto a títulos negociables del Tesoro se refiere a cualquier inversor nacional o extranjero, excluida la Reserva Federal. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York publica las tenencias de la cuenta SOMA el último miércoles de cada mes; los títulos del Tesoro negociables en circulación que se incluyen en cada declaración mensual de deuda pública de Treasury Direct corresponden al último día de cada mes. Se prescinde de las diferencias en cuanto a volumen en circulación y duración que pueda originar este desfase temporal. La información sobre títulos del Tesoro en circulación se encuentra disponible en formato electrónico únicamente desde abril de 1997. ② Para estimar las pérdidas a precios de mercado correspondientes a 2013 y compararlas con las registradas en los dos episodios anteriores, se utilizan datos específicos relativos a todos los títulos del Tesoro estadounidense negociables en circulación, así como sus perfiles de vencimiento y de flujo de efectivo; a continuación, se determinan las fluctuaciones mensuales del valor de mercado agregado de los títulos en circulación atribuibles a variaciones en la forma de la curva de rendimientos estadounidense. Como tasas de descuento, se utilizan los rendimientos con vencimiento constante interpolados linealmente de los cuadros H.15 publicados por el Consejo de la Reserva Federal. Las pérdidas intermensuales del valor de mercado se estiman comparando el valor presente de los flujos de efectivo al final de un mes dado y el valor presente de los flujos de efectivo de la misma cartera de títulos al final del mes siguiente. Cuando el nivel de la curva de rendimientos aumenta o la pendiente se vuelve más pronunciada en el transcurso de un mes, disminuye el valor de los títulos del Tesoro en circulación, pues aumenta el descuento que se aplica a los flujos de efectivo futuros. Para calcular la diferencia en relación con el valor presente, se excluyen todos aquellos flujos de efectivo que se producen entre el final de un mes y el final del mes siguiente. Los análisis de la estimación de pérdidas y ganancias a precios de mercado agregadas anteriores a abril de 1997 se basan en información menos granular y asumen una estructura de vencimientos de títulos del Tesoro en circulación acorde con la correspondiente a los índices convencionales del mercado de deuda pública de Estados Unidos. ③ No es probable que las tenencias de la Reserva Federal correspondientes a 1994 superaran los 350 000 millones de dólares y se les supone una duración no superior a la del volumen total de títulos del Tesoro de Estados Unidos en circulación. La conclusión para el episodio de 1994 puede inferirse de los datos facilitados por J. Hamilton y C. Wu, «The effectiveness of alternative monetary policy tools in a zero lower bound environment», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44, febrero de 2012, pp. 3–46.

Pérdidas en títulos del Tesoro de EEUU durante tres destacados episodios de ventas generalizadas

Gráfico II.B

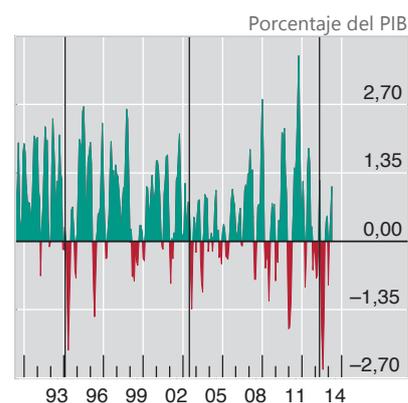
Pérdidas a precios de mercado en determinados vencimientos del Tesoro durante los episodios¹



Títulos del Tesoro negociables en circulación



Ganancias y pérdidas acumuladas (en tres meses)²



Las líneas negras verticales del panel de la derecha indican el comienzo de los episodios de ventas en 1994, 2003 y 2013.

¹ Los tres episodios de ventas son: del 7 de febrero al 11 de mayo de 1994, del 12 de junio al 3 de septiembre de 2003, y del 2 de mayo al 5 de julio de 2013. El panel muestra las pérdidas a precios de mercado, en términos porcentuales, registradas durante los tres episodios analizados. ² El panel muestra la estimación de pérdidas y ganancias a precios de mercado agregadas correspondientes al volumen de títulos del Tesoro de EEUU negociables en circulación en un horizonte de tres meses debido a variaciones de la forma de la curva de rendimientos estadounidense; los cambios se miden en miles de millones de dólares y se expresan a continuación como porcentaje del PIB. Los datos de los títulos individuales subyacentes abarcan todos los títulos negociables del Tesoro estadounidense en circulación, incluida la información sobre sus perfiles de vencimiento y flujo de efectivo. Las pérdidas y ganancias del valor de mercado en un determinado mes se estiman comparando el valor presente de los flujos de efectivo al final de un mes dado y el valor presente de los flujos de efectivo futuros de la misma cartera de títulos al final del mes siguiente. En los periodos anteriores a abril de 1997, las pérdidas y ganancias a precios de mercado se calcularon a partir de datos sobre el total de deuda pública negociable estadounidense en circulación y la información sobre duración y rentabilidad del índice BofA Merrill Lynch US Treasury Master, que replica el rendimiento de la deuda soberana denominada en dólares emitida mediante oferta pública por el Gobierno de Estados Unidos. ³ Rentabilidad total del índice BofA Merrill Lynch Current US Treasury para vencimientos a dos, cinco y 10 años. ⁴ Rentabilidad total del índice BofA Merrill Lynch United States Corporate, que replica la deuda corporativa con grado de inversión emitida mediante oferta pública en el mercado nacional estadounidense. ⁵ MBS = bonos de titulización hipotecaria. Índice JPMorgan MBS. Las cifras correspondientes a 1994 no están disponibles.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de Nueva York; Departamento del Tesoro de Estados Unidos; Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

panel izquierdo). Al mismo tiempo, los participantes del mercado coincidieron más en que las tasas a largo plazo terminarían subiendo a medio plazo (Gráfico II.6, panel central).

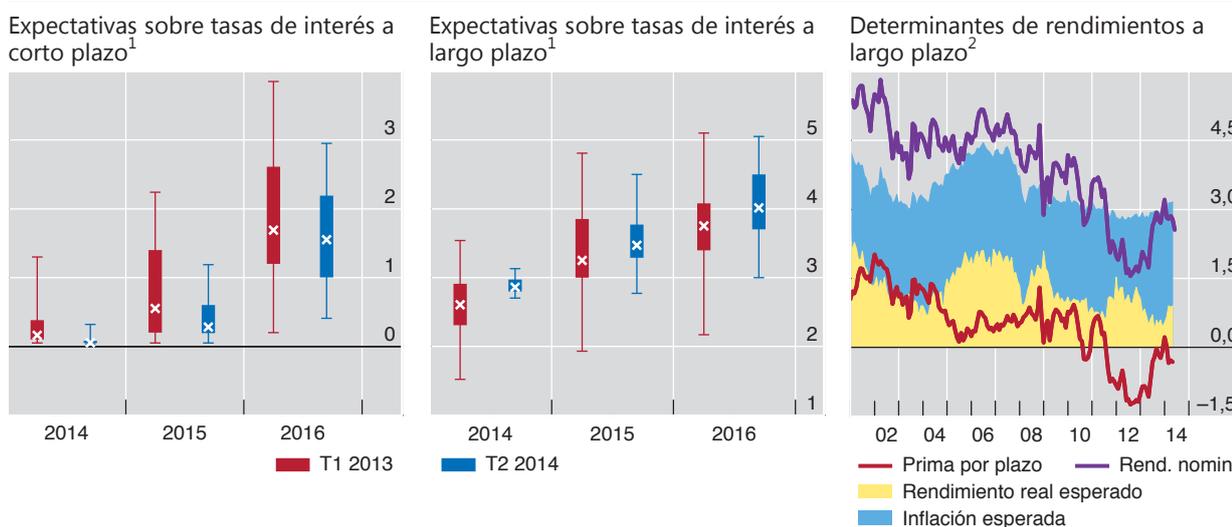
Las medidas adoptadas por la Reserva Federal también hicieron mella en el tramo largo de la curva de rendimientos. Una descomposición del rendimiento indica que los cambios en las expectativas de inflación o de tasas de interés reales apenas afectaron a este tramo (Gráfico II.6, panel derecho). Por el contrario, la subida del rendimiento a 10 años de mediados de 2013 se correspondió en gran medida con el incremento de la prima por plazo, es decir, la compensación por el riesgo de mantener bonos de larga duración expuesta a fluctuaciones futuras de las tasas de interés reales y la inflación. Las políticas no convencionales y los periodos de huida de los inversores hacia activos seguros favorecieron que la prima por plazo estimada de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años se tornara negativa a mediados de 2011 y alcanzara mínimos históricos en julio de 2012. La normalización parcial de esta prima en 2013 fue acorde con las perspectivas de reducción de las compras de activos por la Reserva Federal, una importante fuente de demanda en el mercado de deuda pública. Ahora bien, a principios de 2014, la prima por plazo estimada se situaba en torno a cero y, por tanto, más de 100 puntos básicos por debajo del promedio de 1995–2010.

A lo largo de 2013 y 2014, las informaciones acerca del posible abandono de la política de relajación monetaria desencadenaron una brusca reacción de los precios en una gama de clases de activos (Gráfico II.7). Especialmente intensa fue la reacción al anuncio de la Reserva Federal del 19 de junio de 2013 sobre el repliegue de sus compras de activos: los rendimientos de Estados Unidos a largo plazo se dispararon entonces más de 20 puntos básicos, mientras que los diferenciales de la

Las tasas de interés de EEUU dan las primeras muestras de normalización

En porcentaje

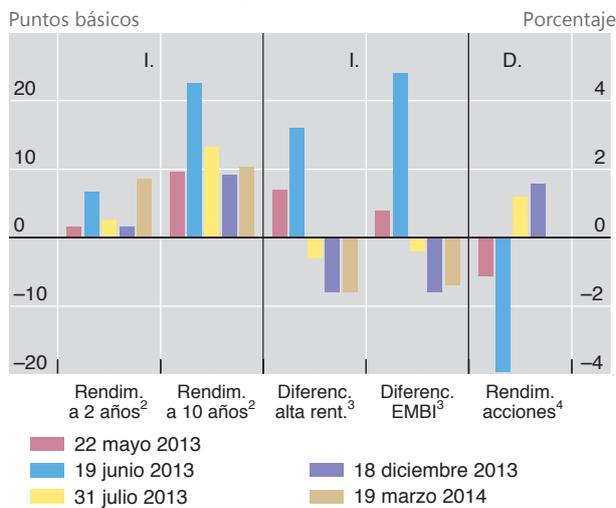
Gráfico II.6



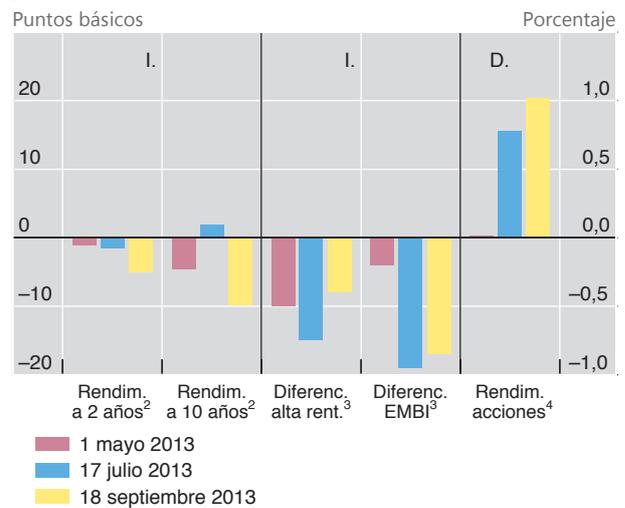
¹ La tasa de interés a corto plazo es la de la letra del Tesoro de EEUU a tres meses; la tasa de interés a largo plazo es el rendimiento de la obligación del Tesoro de EEUU a 10 años. Basadas en respuestas individuales de la Encuesta a Expertos en Previsión Económica (SPF). Los diagramas de caja reflejan la dispersión de opiniones en torno a la expectativa central de los participantes en la encuesta; las cajas representan el intervalo comprendido entre los percentiles 25º y 75º, y los bigotes marcan las respuestas mínima y máxima, respectivamente. El símbolo x representa la previsión mediana entre los encuestados. ² Descomposición del rendimiento nominal del bono estadounidense a 10 años a partir de un modelo conjunto macroeconómico y de estructura temporal. Véase P. Hördahl y O. Tristani, «Inflation risk premia in the euro area and the United States», *International Journal of Central Banking*, de próxima publicación.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de Filadelfia; Bloomberg; cálculos del BPI.

Respuesta del mercado a los anuncios de endurecimiento de la política monetaria



Respuesta del mercado a los anuncios de relajación de la política monetaria



Las fechas de las leyendas corresponden a una selección de anuncios y comunicados de la Reserva Federal con relación a estrategias de relajación cuantitativa (1 de mayo de 2013), planes de repliegue de las compras de activos (del 22 de mayo al 18 de septiembre de 2013) y decisiones efectivas de repliegue la relajación cuantitativa (18 de diciembre de 2013 y 19 de marzo de 2014).

¹ Las respuestas se calculan como diferencias (en el caso de los rendimientos y diferenciales) o variaciones porcentuales (en el caso del rendimiento de la renta variable) entre el día anterior y el día posterior a los anuncios. Los acontecimientos relacionados con la política monetaria en EEUU se clasifican como anuncios sobre endurecimiento o relajación en función del signo de la respuesta del rendimiento de la obligación del Tesoro de EEUU a dos años. Un método similar de evaluación de los efectos de los anuncios sobre política monetaria se analiza en S. Hanson y J. Stein, «Monetary policy and long-term real rates», *Finance and Economics Discussion Series*, 2012–46, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. ² Reacción de los rendimientos de obligaciones del Tesoro de EEUU con vencimiento a dos y 10 años. ³ Reacción de los diferenciales de los bonos de alto rendimiento y de las EME, basada en el índice de bonos corporativos BofA Merrill Lynch US High Yield Corporate Bond (HY) y el índice JPMorgan EMBI Global Diversified (EMBI), respectivamente. ⁴ Reacción del índice de rentabilidad total S&P 500.

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

deuda de alta rentabilidad y de los títulos de EME denominados en dólares subieron 16 y 24 puntos básicos, respectivamente (Gráfico II.7, panel izquierdo). El índice bursátil S&P 500 perdió alrededor del 4%, mientras que la volatilidad implícita en los mercados de renta variable se incrementó en 4 puntos porcentuales. No obstante, en sus comunicados posteriores con fecha 17 de julio y 18 de septiembre de 2013, la Reserva Federal aseguró a los mercados que el endurecimiento de su política iba a producirse más tarde de lo que habían anticipado. Con estos anuncios más acomodaticios, los rendimientos a dos años se redujeron y los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad y de EME se estrecharon (Gráfico II.7, panel derecho). Para cuando finalmente se anunció el repliegue en diciembre de 2013, los mercados ya estaban más preparados. Si bien los rendimientos a largo plazo repuntaron unos 10 puntos básicos, los diferenciales de crédito se contrajeron y los precios de las acciones estadounidenses incluso subieron, concretamente un 1,6% (Gráfico II.7, panel izquierdo).

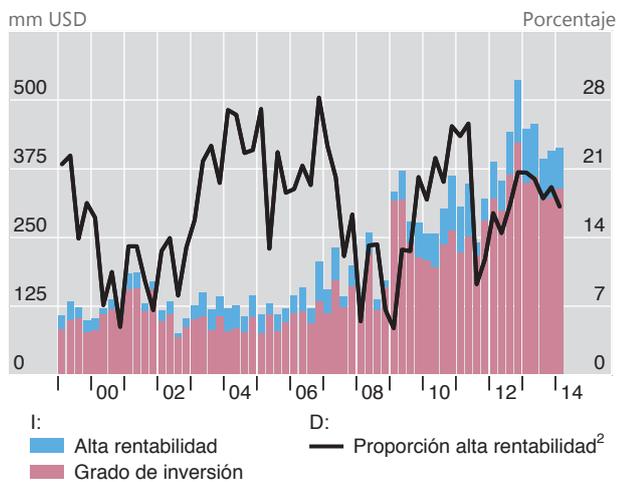
Los bajos costes de financiación y la escasa volatilidad alentaron la búsqueda de rentabilidad

La acomodación monetaria, a través de sus efectos sobre las pautas de asunción de riesgo, tuvo una repercusión sobre los precios y las cantidades de los activos que fue más allá de sus efectos sobre los principales mercados de bonos soberanos. Los

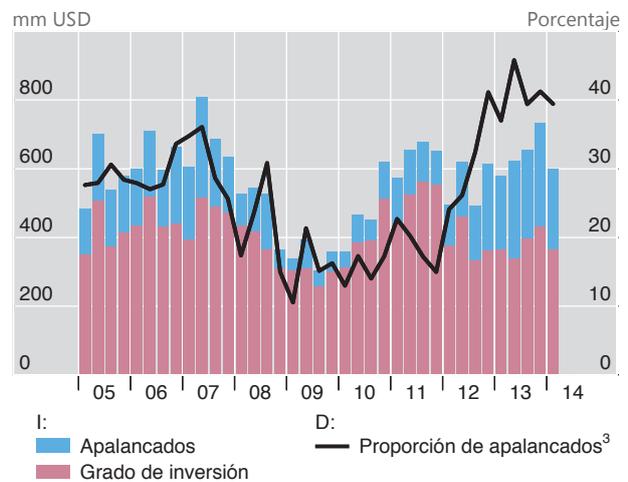
Los segmentos con menor calificación del mercado de deuda experimentan una intensa emisión

Gráfico II.8

Emisión de bonos corporativos¹



Préstamos sindicados formalizados en todo el mundo



¹ Emisión bruta de bonos corporativos por sociedades no financieras. ² Proporción de emisión de alta rentabilidad con respecto a la emisión total de bonos corporativos. ³ Proporción de los préstamos apalancados en el total de préstamos sindicados formalizados.

Fuentes: Dealogic; cálculos del BPI.

diferenciales de crédito se estrecharon incluso en economías inmersas en una recesión y para prestatarios con un riesgo de impago no desdeñable. Los inversores internacionales adquirieron cifras extraordinariamente elevadas de deuda corporativa de nueva emisión, especialmente de prestatarios de menor calificación, y a medida que la búsqueda de rentabilidad se propagó a los mercados bursátiles, el vínculo entre las variables fundamentales y los precios se debilitó, en medio de una volatilidad históricamente contenida y primas de riesgo bajas.

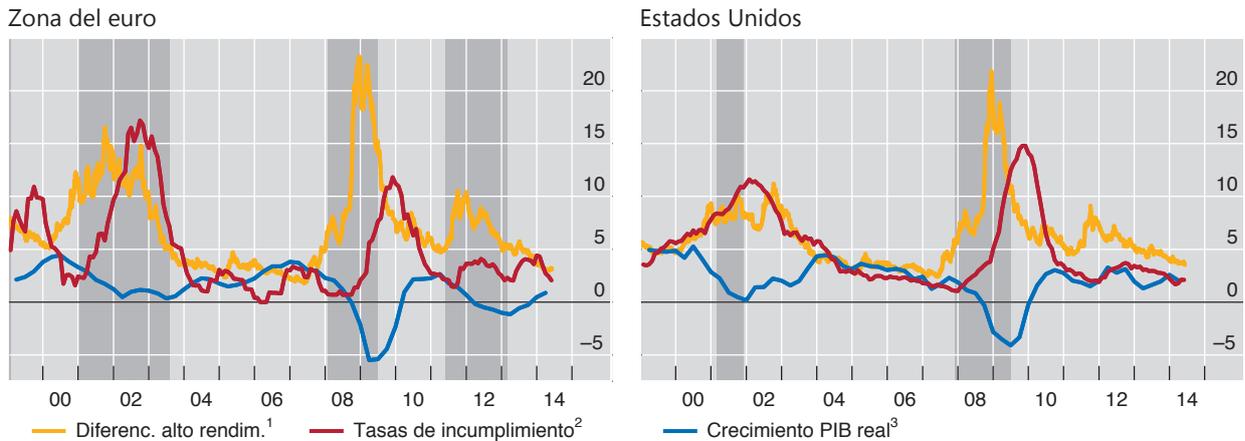
En un entorno de elevado apetito por el riesgo, la intensa emisión de deuda con baja calificación fue acogida con una fuerte demanda por parte de los inversores. En los últimos años, las emisiones de deuda han alcanzado un volumen considerable, tanto en el segmento con grado de inversión como en el de alta rentabilidad (Gráfico II.8, panel izquierdo). Las empresas han acudido crecientemente a los mercados de capitales para cubrir sus necesidades de financiación, en un momento en el que muchos bancos reducían su disponibilidad de crédito (Capítulo VI). Las emisiones brutas solo en el mercado de deuda de alta rentabilidad se dispararon hasta los 90 000 millones de dólares por trimestre en 2013, mientras que la media trimestral anterior a la crisis había sido de 30 000 millones de dólares. Los inversores absorbieron la deuda corporativa de nueva emisión con diferenciales cada vez más estrechos (Gráfico II.2, panel izquierdo). La respuesta de los inversores institucionales a las condiciones acomodaticias a escala mundial —mayor asunción de riesgo, por ejemplo para cumplir los objetivos de rentabilidad u obligaciones en concepto de pensiones— fue coherente con el canal de asunción de riesgos de la política monetaria².

² En concreto, intermediarios con obligaciones fijas (p. ej. sociedades de seguros y fondos de pensiones), o gestores de activos que prometen una rentabilidad fija, podrían responder al entorno de tasas de interés reducidas asumiendo más riesgo de crédito o de duración (dentro de las limitaciones del marco regulador o del mandato de inversión). Las prácticas retributivas en el sector de gestión de activos, que supeditan los sueldos a medidas absolutas del rendimiento,

Los diferenciales de crédito se reducen a pesar del lento crecimiento

En porcentaje

Gráfico II.9



Las áreas sombreadas corresponden a períodos de recesión según las definiciones de la OCDE (para la zona del euro) y el NBER (para Estados Unidos).

¹ Diferenciales ajustados por opciones de bonos de alto rendimiento sobre un índice de deuda en moneda local emitida por sociedades financieras y no financieras. ² Tasas de incumplimiento ponderadas por emisor en los últimos 12 meses de prestatarios con calificación inferior al grado de inversión. ³ Tasa de crecimiento interanual del PIB real trimestral.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Moody's; datos nacionales.

Esta mayor asunción de riesgo se manifestó también en otros segmentos del mercado crediticio. En el mercado de préstamos sindicados, por ejemplo, el crédito concedido a prestatarios apalancados de menor calificación crediticia (préstamos apalancados) representaron más del 40% de las nuevas formalizaciones durante gran parte de 2013 (Gráfico II.8, panel derecho), una proporción superior a la registrada durante el periodo previo a la crisis comprendido entre 2005 y mediados de 2007. Cada vez fueron menos los préstamos nuevos que incorporaban protección al acreedor mediante cláusulas contractuales. El interés de los inversores por activos de mayor riesgo provocó un aumento de las emisiones de activos como obligaciones con pago en especie y fondos de inversión en activos inmobiliarios hipotecarios (mREIT).

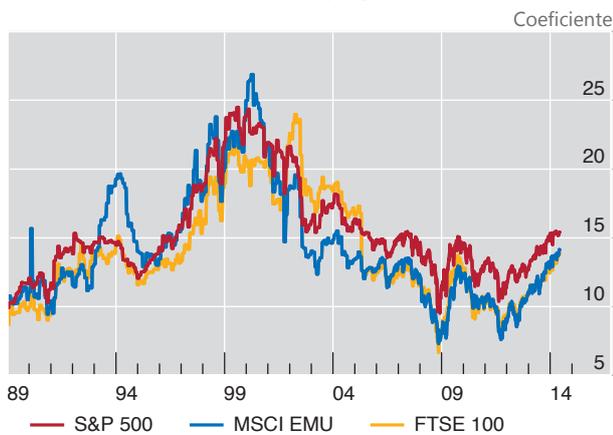
La permanente búsqueda de rentabilidad podría haber afectado también a la relación entre los diferenciales de crédito y las variables fundamentales. Un débil crecimiento del PIB suele ir acompañado de tasas de impago elevadas y diferenciales de crédito más amplios, como ocurrió en los años anteriores a 2011 (Gráfico II.9). Las tasas de impago, tras dispararse en 2009–10 como consecuencia de la crisis, disminuyeron y se mantuvieron bajas durante tres años, justificando así el estrechamiento de los diferenciales, que han seguido en paralelo la disminución de las tasas de impago en Estados Unidos. A partir de 2011, sin embargo, las tasas de impago en la zona del euro repuntaron cuando la región entró en una recesión que duraría dos años, pero sus diferenciales han seguido reduciéndose. Unos rendimientos bajos de la deuda corporativa no son solo el reflejo de expectativas

podrían ser también un factor esencial de la búsqueda del rendimiento entre los gestores de fondos de inversión. Véase por ejemplo R. Greenwood y S. Hanson, «Issuer quality and corporate bond returns», *The Review of Financial Studies*, vol. 26, nº 6, junio de 2013, pp. 1483–525, que analiza algunos factores e incentivos institucionales que influyen en el fenómeno de la búsqueda del rendimiento.

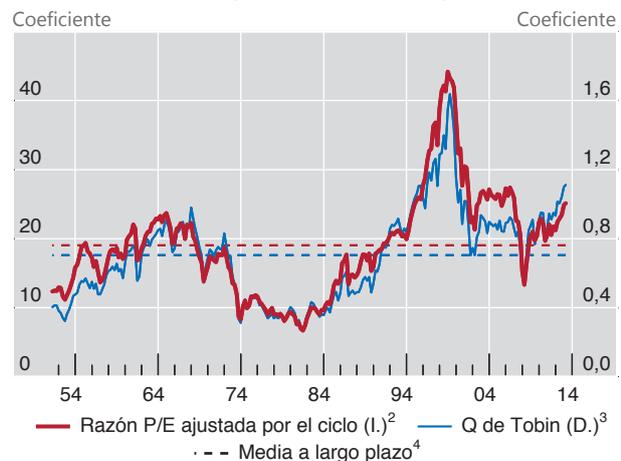
Los precios de las acciones suben, mientras que la volatilidad y las primas de riesgo bajan

Gráfico II.10

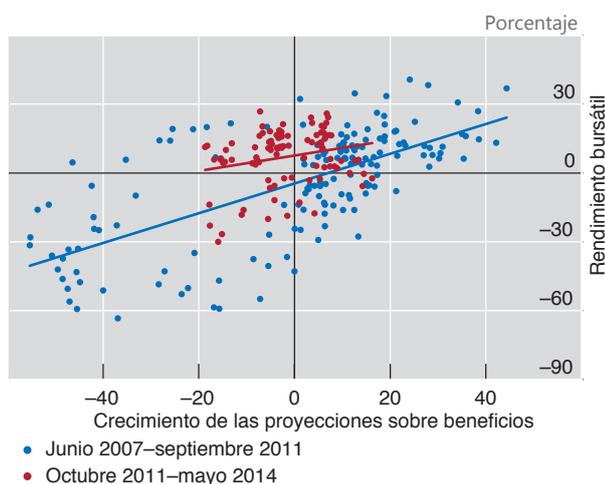
Razón precio/beneficios (P/E) proyectada¹



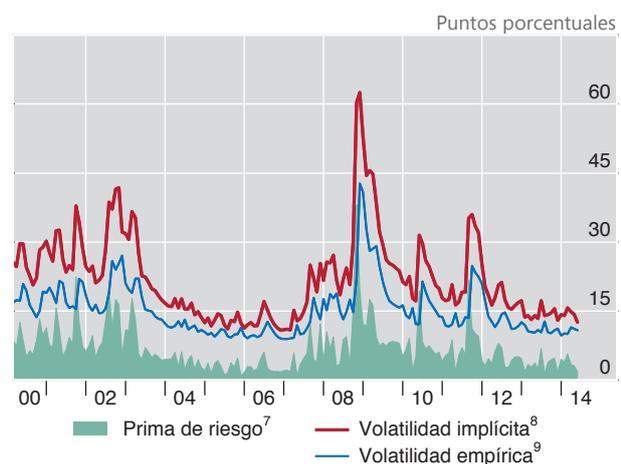
Razón P/E de EEUU ajustada por el ciclo y Q de Tobin



Rendimiento de la renta variable y expectativas de beneficios⁵



Volatilidad y prima de riesgo de EEUU⁶



¹ Razón P/E basada en los beneficios proyectados a 12 meses vista, según cálculos de I/B/E/S. ² Razón entre el índice de precios reales S&P 500 y la media de los beneficios reales en los últimos 10 años (datos de R. Shiller). ³ Razón entre el valor de mercado de activos y pasivos de sociedades estadounidenses y los costes de reposición; basada en datos de cuentas financieras de EEUU (datos estadísticos publicados por la Reserva Federal, Z.1, cuadro B.102). ⁴ Media simple del periodo indicado. ⁵ Los puntos representan observaciones mensuales de los rendimientos anuales de los mercados bursátiles (eje de ordenadas) y el crecimiento anual de las proyecciones sobre beneficios a 12 meses vista de los analistas (eje de abscisas) para los índices bursátiles S&P 500, EURO STOXX 50 y FTSE 100. ⁶ Medias mensuales de datos diarios. ⁷ Estimación calculada como la diferencia entre la volatilidad implícita (es decir, la volatilidad de la distribución neutral al riesgo del rendimiento de las acciones a partir de los precios de las opciones) y la volatilidad empírica (es decir, una proyección de la volatilidad de la distribución empírica de la rentabilidad de las acciones). La diferencia entre estas dos medidas del riesgo puede atribuirse a la aversión al riesgo; véase G. Bekaert, M. Hoerova y M. Lo Duca, «Risk, uncertainty and monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, 2013, pp. 771–88. ⁸ VIX, índice de volatilidad implícita Chicago Board Options Exchange S&P 500; desviación típica, en puntos porcentuales anuales. ⁹ Estimación prospectiva de la volatilidad empírica obtenida a partir de una regresión predictiva de la volatilidad empírica a un mes vista sobre volatilidad empírica retardada y la volatilidad implícita. La volatilidad empírica, conocida también como volatilidad efectiva o realizada, se calcula a partir de los rendimientos en intervalos de cinco minutos del índice S&P 500; desviación estándar, en puntos porcentuales anuales. Véase T. Anderson, F. Diebold, T. Bollerslev y P. Labys, «Modeling and forecasting realized volatility», *Econometrica*, vol. 71, marzo de 2003, pp. 579–625.

Fuentes: R. Shiller, www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm; Bloomberg; Datastream; I/B/E/S; Oxford-Man Institute, <http://realized.oxford-man.ox.ac.uk>; datos nacionales; cálculos del BPI.

de baja probabilidad de impago y reducidas primas de riesgo, sino que también contribuyen a la contención de las tasas de impago efectivas, puesto que la disponibilidad de crédito barato facilita la refinanciación a los prestatarios en

dificultades. La sostenibilidad de este proceso se verá cuando se normalicen las tasas de interés.

Los bajos rendimientos y la mejora de las perspectivas económicas impulsaron subidas espectaculares de los principales mercados bursátiles a lo largo de 2013 (Gráfico II.2, panel derecho). En muchos de ellos, los dividendos esperados superaban ya de por sí los rendimientos reales de los bonos de alta calidad con un vencimiento más largo, lo que alentó a los participantes del mercado a ampliar su búsqueda de rentabilidad más allá de los mercados de renta fija. Las acciones con dividendos más elevados y estables gozaron de un especial atractivo y registraron grandes ganancias.

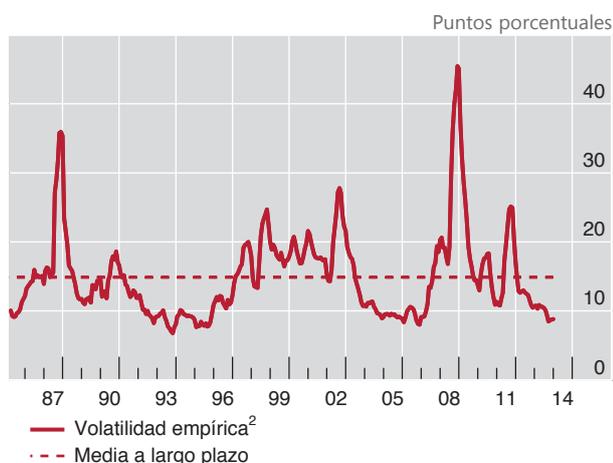
Mientras los principales índices bursátiles de las economías avanzadas alcanzaban máximos históricos, los precios subieron por encima del crecimiento esperado de las variables fundamentales subyacentes. Las medidas de valoración convencionales, como la razón precio/beneficios (P/E) y la Q de Tobin, se movieron por encima de sus medias a largo plazo (Gráfico II.10, paneles superiores). El índice S&P 500, por ejemplo, subió casi un 20% en los 12 meses hasta mayo de 2014, mientras que los beneficios futuros esperados se incrementaron menos del 8% en el mismo periodo. En mayo de 2014, la razón precio/beneficios ajustada por el ciclo del índice S&P 500 se situó en 25, seis unidades por encima de su media de los últimos 50 años. Los precios de las acciones europeas también subieron en el último año, más de un 15%, a pesar del débil crecimiento tras la crisis de deuda de la zona del euro y de la caída del 3% de los beneficios esperados. Entre junio de 2007 y septiembre de 2011, el desplome de las cotizaciones bursátiles por la crisis y su posterior repunte se asociaron a los cambios en las expectativas de los inversores en torno al crecimiento de los beneficios corporativos futuros (Gráfico II.10, panel inferior izquierdo, datos en azul). Desde entonces, las expectativas de beneficios han influido menos en la trayectoria de los precios de las acciones (como ilustra la pendiente de la línea roja, más plana que la de la línea azul, en el Gráfico II.10, panel inferior izquierdo).

El reciente repunte de la rentabilidad de las acciones estuvo acompañado de un creciente apetito por el riesgo y niveles de volatilidad históricamente contenidos (Gráfico II.10, panel inferior derecho y Gráfico II.11, panel izquierdo). A comienzos de junio de 2014, el índice de volatilidad implícita (VIX) en las opciones cayó por debajo del 11%, un nivel inferior a la media del 13,6% en el periodo comprendido entre 2004 y mediados de 2007, y unos 10 puntos porcentuales menos que a mediados de 2012. La volatilidad de la rentabilidad efectiva de los mercados bursátiles disminuyó hasta niveles observados por última vez en 2004–07 y durante el auge de las bolsas a finales de los años 90 (Gráfico II.11, panel izquierdo).

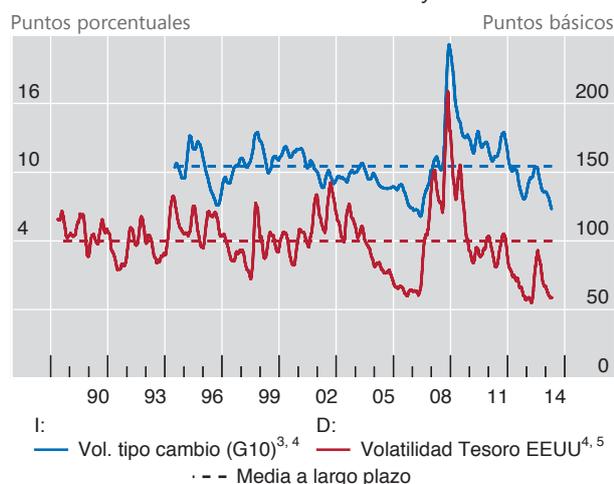
La solidez del apetito de los inversores por el riesgo se hace patente al comparar dos medidas del riesgo: la volatilidad implícita y la volatilidad efectiva («empírica»)³. La volatilidad implícita, una medida prospectiva derivada de los precios de las opciones, se redujo más de lo que habrían inferido los inversores al proyectar la volatilidad efectiva a partir de las rentabilidades anteriores. Una estimación de las primas de riesgo, calculada como la diferencia entre la volatilidad implícita y la empírica, ha fluctuado recientemente en torno a los niveles mínimos de después de la crisis, lo que vuelve a señalar el elevado apetito de los inversores por el riesgo, al sugerir que estos estaban menos dispuestos a asegurarse frente a

³ Este indicador de la tolerancia al riesgo suele conocerse con el nombre de prima por riesgo de varianza. Véanse T. Bollerslev, G. Tauchen y H. Zhou, «Expected stock returns and variance risk premia», *The Review of Financial Studies*, vol. 22, nº 11, noviembre de 2009, pp. 4463–92; y G. Bekaert, M. Hoerova y M. Lo Duca, «Risk, uncertainty and monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, nº 7, octubre de 2013, pp. 771–88.

Volatilidad de renta variable de EEUU¹



Volatilidad en los mercados de divisas y bonos



¹ La estimación de la volatilidad empírica, conocida también como volatilidad efectiva o realizada, se basa en los rendimientos efectivos del índice S&P 500 (desviación típica, en puntos porcentuales anuales). La volatilidad en el mercado bursátil antes de enero de 2000 se calcula como la suma de las rentabilidades de las acciones diarias, cuadráticas y compuestas de forma continua a lo largo de un mes determinado. Véase un análisis más detallado de la composición de datos en C. Christiansen, M. Schmeling y A. Schrimpf, «A comprehensive look at financial volatility prediction by economic variables», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 27, 2012, pp. 956–77. A partir de enero de 2000, la volatilidad empírica se calcula como la suma de las rentabilidades de las acciones de alta frecuencia (intervalos de cinco minutos), cuadráticas y compuestas de forma continua a lo largo de un mes determinado. ² Media móvil centrada de seis meses. ³ Índice JPMorgan VXY G10 de volatilidad implícita a tres meses en nueve pares de monedas. ⁴ Media móvil centrada de tres meses. ⁵ Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) es un índice de la volatilidad implícita del rendimiento de los bonos del Tesoro en un horizonte de un mes, basado en una media ponderada de opciones sobre valores del Tesoro a dos, cinco, 10 y 30 años.

Fuentes: Bloomberg; JPMorgan Chase; Oxford-Man Institute, <http://realized.oxford-man.ox.ac.uk>; cálculos del BPI.

las grandes fluctuaciones de precios mediante derivados (Gráfico II.10, panel inferior derecho).

De hecho, los niveles reducidos de volatilidad implícita y efectiva imperaron también fuera de los mercados bursátiles (Gráfico II.11). Si bien la continua recuperación estuvo acompañada de una menor volatilidad de las variables fundamentales tanto macroeconómicas como específicas de cada empresa, los bancos centrales también jugaron un papel muy importante en el mantenimiento de la volatilidad en niveles reducidos. Las compras de activos y la comunicación orientativa disiparon parte de la incertidumbre en torno a la evolución futura de los rendimientos de la deuda, conteniendo así la amplitud de las oscilaciones de los precios de los bonos. En consecuencia, la volatilidad del mercado de deuda estadounidense siguió disminuyendo y alcanzó su nivel más bajo desde 2007, tras repuntar durante las ventas generalizadas de mediados de 2013 (Gráfico II.11, panel derecho). Al mismo tiempo, la volatilidad implícita en los mercados de divisas se redujo hasta niveles no vistos desde 2006–07, mientras que la volatilidad en los mercados de deuda (calculada a partir de opciones sobre los principales índices CDS sobre sociedades europeas y estadounidenses) cayó hasta sus mínimos posteriores a la crisis.

La evolución en el periodo analizado demuestra por tanto que la política monetaria tuvo fuertes repercusiones sobre todo el espectro de inversión, por su efecto sobre la percepción de valor y riesgo. Las condiciones monetarias acomodaticias y los reducidos rendimientos de referencia, reforzados por la contenida volatilidad, incitaron a los inversores a asumir más riesgo y apalancamiento en su búsqueda de rentabilidad.

III. Crecimiento e inflación: catalizadores y perspectivas

El crecimiento mundial se afianzó durante el pasado año. Las economías avanzadas (EA) aportaron el grueso de la mejora, favorecidas por unas condiciones financieras muy acomodaticias. Las economías de mercado emergentes (EME), gracias en parte al fortalecimiento de sus exportaciones a las economías avanzadas, estabilizaron su crecimiento económico en el segundo semestre de 2013.

Aun así, el crecimiento mundial continúa por debajo de los promedios previos a la crisis. No es ninguna sorpresa, ya que varias EA siguen recuperándose de una recesión de balance. Hogares, bancos y, en menor medida, empresas no financieras han estado saneando sus balances y reduciendo sus excesivos niveles de deuda. El desapalancamiento del sector privado está muy avanzado en Estados Unidos, pero aún dista mucho de haber finalizado en otros países, incluida gran parte de la zona del euro. Asimismo, es preciso que los recursos se asignen a usos nuevos y más productivos. Por su parte, muchas EME se encuentran en fases tardías de periodos de auge financiero, lo que podría lastrar su crecimiento en el futuro.

Restaurar un crecimiento mundial sostenible plantea retos significativos. En los países afectados por la crisis es poco realista esperar que el *nivel del PIB* recupere su tendencia previa a la crisis. Para ello, su *tasa de crecimiento* tendría que superar durante varios años el promedio anterior, algo que, como demuestra la evidencia histórica, rara vez ocurre tras una recesión de balance. De hecho, tampoco las perspectivas de retorno al crecimiento tendencial son confortadoras. El crecimiento de la productividad en las economías avanzadas seguía una tendencia descendente desde mucho antes del inicio de la crisis financiera, y en varios países la población en edad legal de trabajar ya está contrayéndose por efecto del envejecimiento demográfico. La deuda pública está también en máximos históricos y puede ser una rémora adicional para el crecimiento. En muchas EME, el reciente endurecimiento de las condiciones financieras y los riesgos inherentes a la fase final del ciclo financiero también ensombrecen las perspectivas de crecimiento.

La inversión sigue por debajo de los niveles anteriores a la crisis en un gran número de EA, pero es improbable que esto lastre significativamente el crecimiento tendencial. Buena parte de esta brecha de inversión corresponde al sector de la construcción en países que experimentaron grandes auges del sector inmobiliario y, por lo tanto, representa una corrección necesaria de la sobreinversión previa. No obstante, el gasto en equipo también es inferior al promedio anterior a la crisis debido a la atonía de la demanda y a la lentitud de la recuperación que caracterizan a las recesiones de balance, y no tanto a la falta de financiación. A escala mundial, la mejora de la tendencia de la inversión en las EME ha contrarrestado la prolongada tendencia descendente en las economías avanzadas.

La inflación ha permanecido baja, o incluso ha seguido cayendo, en muchas economías. Ahora bien, no parece que esto se deba fundamentalmente a una baja utilización de los recursos internos, ya que con la mayor integración del comercio, las finanzas y la producción, la inflación depende cada vez más de las condiciones existentes en mercados integrados a escala mundial. Factores internacionales han contribuido desde hace tiempo a reducir la inflación y también su sensibilidad a las condiciones nacionales, y es posible que estas fuerzas sigan actuando.

El resto del presente capítulo describe los principales cambios registrados en la situación macroeconómica en el transcurso del pasado año, haciendo balance de

los progresos que han logrado las economías afectadas por la crisis en su recuperación de la recesión de 2008–09. A continuación se repasa la evolución reciente de la inflación, con un especial énfasis en el creciente papel de los factores mundiales. Por último, se analizan las posibles causas de la debilidad de la inversión y del crecimiento de la productividad.

Crecimiento: evolución reciente y tendencias a medio plazo

Una recuperación mundial más vigorosa, pero todavía desigual

A lo largo del pasado año cobró fuerza el crecimiento económico mundial. El PIB mundial, que crecía a una tasa interanual del 2% en el primer trimestre de 2013, pasó a hacerlo al 3% en el primer trimestre de 2014 (Gráfico III.1, panel izquierdo). Estas cifras contrastan con el crecimiento medio del 3,9% del periodo 1996–2006 (Cuadro Anexo III.1). El grueso del incremento del año pasado lo aportaron las EA, mientras que el crecimiento de las EME siguió estable en un nivel relativamente bajo (aunque superior al de las economías avanzadas). Este cambio relativo en la dinámica de crecimiento resulta aún más evidente en los indicadores basados en encuestas. El índice de directores de compras (PMI) del sector manufacturero para economías avanzadas registró un avance constante durante 2013, mientras que el correspondiente a las EME se ha consolidado en niveles que indican un crecimiento estable (Gráfico III.1, panel central). Como reflejo de la mejora de la demanda en las economías avanzadas, el crecimiento del comercio mundial se recuperó de forma gradual a lo largo del pasado año, aunque continuó siendo más lento que antes de la crisis (Gráfico III.1, panel derecho).

Las economías avanzadas impulsan el repunte del crecimiento mundial

Gráfico III.1



¹ Variación porcentual interanual del PIB real histórico y previsto; las previsiones se indican con puntos; las líneas discontinuas muestran el crecimiento anual medio en 1996–2006. Economías incluidas en el Cuadro Anexo III.1. Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ² Índices de directores de compras (PMI) del sector manufacturero; los valores por encima de 50 indican una expansión de la actividad económica. Economías avanzadas: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza; EME: Brasil, China, Hungría, India, México, Rusia, Singapur, Sudáfrica y Turquía. Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ³ Variaciones interanuales, en porcentaje.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg; Consensus Economics; CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Datastream; HSBC-Markit; datos nacionales; cálculos del BPI.

El crecimiento repuntó rápidamente en Estados Unidos y en el Reino Unido. En el primer caso, la reducción de las cifras de desempleo, cierta estabilización en el mercado de la vivienda y el avance en el desapalancamiento del sector privado apuntalaron el consumo privado en el país y, en menor medida, la inversión, lo que permitió un repunte del crecimiento interanual estadounidense hasta cerca del 2% a principios de 2014, casi un 0,75% más que a comienzos de 2013. En el Reino Unido, pese al menor progreso en la resolución de los problemas de los balances, también mejoró el crecimiento, hasta superar el 3% a principios de 2014, gracias a la caída del desempleo y a la pujanza del mercado inmobiliario residencial.

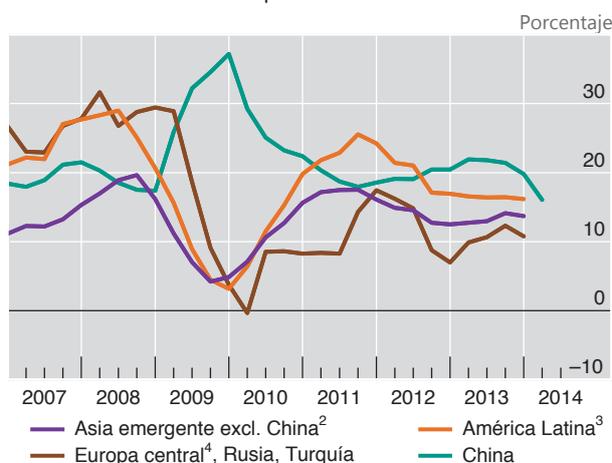
La zona del euro volvió a la senda del crecimiento al ceder la preocupación por el riesgo de los emisores soberanos y el futuro del euro. El crecimiento se fortaleció a lo largo de 2013 impulsado por Alemania y en un primer momento también por Francia, seguidos más tarde por Italia y España, que registraron tasas positivas de crecimiento. En algunos países, el retorno al crecimiento se vio favorecido por cierta relajación del ritmo de consolidación fiscal y estuvo acompañado de un notable cambio de rumbo de las condiciones financieras (Capítulo II). Sin embargo, las tasas de interés de los préstamos a empresas y consumidores se mantuvieron en España, Italia y otros países vulnerables por encima de las del resto de la zona del euro.

Japón se las vio y se las deseó para reactivar el crecimiento. Su PIB aumentó significativamente en el primer semestre de 2013, tras el anuncio de un ambicioso programa económico que incluía la compra indefinida de activos por el Banco de Japón (hasta que la inflación alcanzase el 2%), medidas de estímulo fiscal a corto plazo (acompañadas a la implantación gradual de subidas de impuestos) y el compromiso de acometer reformas estructurales para favorecer el crecimiento. Sin embargo, la economía sufrió una pronunciada desaceleración en el segundo semestre y la balanza por cuenta corriente se deterioró ante la fuerte depreciación del yen. El crecimiento volvió a repuntar con fuerza a principios de 2014 anticipando la primera subida de los impuestos sobre el consumo prevista para abril, aunque se esperaba que el repunte se invirtiera parcialmente.

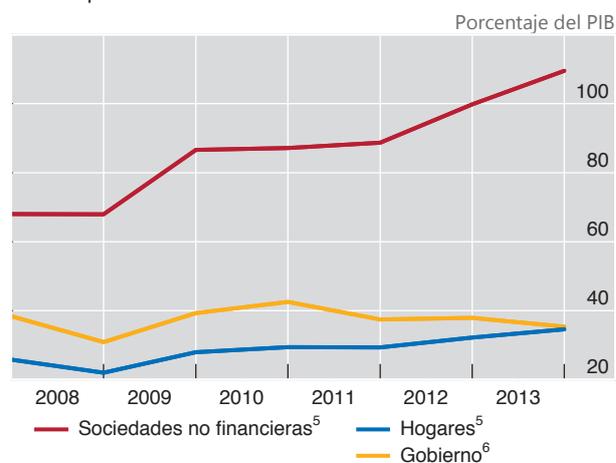
En muchas EME, la fase expansiva de los ciclos financieros siguió estimulando la demanda agregada¹. Aunque muy inferior a la de años anteriores, la expansión del crédito aún fue positiva y continuó incrementando la deuda del sector privado no financiero (Gráfico III.2). Al mismo tiempo, el crecimiento de las EME se enfrentaba a dos obstáculos de primer orden: la continua desaceleración del crecimiento en China y el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales después de mayo de 2013 (Capítulo II).

El crecimiento de China se ha reducido más de 3 puntos porcentuales desde su máximo de 2010, hasta situarse en aproximadamente el 7,5% interanual a principios de 2014. A lo largo del año pasado, en particular, las autoridades chinas expresaron una inquietud creciente por el intenso crecimiento del crédito, introduciendo una serie de medidas financieras restrictivas que incluía una vigilancia más estricta del préstamo en el sistema bancario paralelo («*shadow banking*»). La desaceleración china frenó el crecimiento de países exportadores de materias primas como Rusia y algunos países latinoamericanos, de exportadores de insumos intermedios y bienes de capital ubicados fundamentalmente en Asia, y de proveedores de artículos de alta tecnología como Corea, Japón y Alemania. Con todo, la recuperación de las

¹ El ciclo financiero no coincide con el ciclo económico. La mejor forma de cuantificarlo es mediante una combinación de agregados crediticios y precios inmobiliarios, siendo su duración, de entre 15 y 20 años, muy superior a la del ciclo económico. Véase un análisis más detallado en el Capítulo IV.

Crecimiento del crédito privado¹

Deuda por sectores



¹ Media simple de las variaciones porcentuales interanuales del crédito total al sector privado no financiero. ² Corea, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ³ Argentina, Brasil, Chile y México. ⁴ Hungría, Polonia y República Checa. ⁵ China, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, México, Polonia, República Checa, Singapur, Tailandia y Turquía. ⁶ Las economías enumeradas en las notas 2-4, más China, Rusia y Turquía.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; datos nacionales; cálculos del BPI.

exportaciones a economías avanzadas desde mediados de 2013 contribuyó a cierta estabilización del crecimiento en las EME.

El endurecimiento de las condiciones financieras mundiales desde mayo-junio de 2013 se tradujo en un primer momento en mayores depreciaciones de divisas y salidas de capital en países que tenían déficits por cuenta corriente más abultados, un crecimiento más rápido del crédito privado y una mayor deuda pública. Tras el episodio de ventas generalizadas en los mercados en enero de 2014, los países más perjudicados fueron aquellos con una inflación relativamente elevada y cuyas perspectivas de crecimiento estaban deteriorándose (Capítulo II). La oleada inicial de ventas impelió a países como la India, Indonesia y Turquía a adoptar medidas restrictivas, como elevar las tasas de interés oficiales y endurecer los controles de capital, así como medidas macroprudenciales y de política fiscal. En cambio, los países con balanzas de pagos positivas e inflación baja, entre los que se incluyen la mayoría de las economías emergentes de Asia y Europa central y oriental, pudieron mantener políticas fiscales y monetarias acomodaticias y, en algunos casos, relajarlas aún más para contrarrestar el deterioro de las perspectivas de crecimiento (Capítulo V).

La larga sombra de la crisis financiera

La economía mundial continúa sobrellevando el legado de la crisis financiera. A pesar de su reciente fortalecimiento, la recuperación sigue siendo débil en términos históricos: en varias economías avanzadas, el PIB y la productividad permanecen por debajo de su máximo anterior a la crisis (Gráfico III.3), y lo mismo ocurre con el empleo (Cuadro Anexo III.2). Esto no resulta sorprendente, ya que por lo general, las crisis financieras provocan recesiones más profundas y prolongadas, y dan paso a recuperaciones mucho más lentas (Recuadro III.A).

La crisis no afectó de la misma forma a todos los países. Los más directamente perjudicados fueron Estados Unidos, el Reino Unido, España e Irlanda, así como

La recuperación tras una recesión de balance

Las crisis financieras o bancarias graves suelen ir acompañadas de recesiones más profundas y prolongadas, a las que siguen recuperaciones mucho más lentas que las propias de recesiones típicas del ciclo económico. Estas crisis suelen producirse tras dilatados periodos de auge financiero y cerca del punto culminante del ciclo financiero (Capítulo IV). Las causas fundamentales de estas recesiones son grandes desequilibrios intertemporales y sectoriales, cuya corrección exige cambios amplios y profundos en los patrones de gasto. Para diferenciarlas de las recesiones ordinarias del ciclo económico, se les llama *recesiones de balance*^①. Este recuadro analiza los factores que ralentizan las recuperaciones asociadas a dichas recesiones.

Durante los auges financieros se acumulan *desequilibrios intertemporales y sectoriales*. Hogares, empresas y, con frecuencia, también gobiernos acumulan deuda basándose en expectativas optimistas sobre su renta o ingresos futuros, los precios de los activos y la facilidad de acceso al crédito. Los bancos, por su parte, sobreestiman la solidez de sus activos, la solvencia de sus deudores y su propia capacidad para refinanciarse renovando deuda a corto plazo. Al mismo tiempo, la composición del PIB —y, por ende, la asignación del capital y de la mano de obra a los distintos sectores— puede no corresponderse con la composición de una demanda sostenible. Un claro ejemplo es la expansión del sector de la construcción en diversos países, con su legado de grandes excedentes de inmuebles sin vender. El sector público también puede adquirir dimensiones excesivas y su deuda tornarse insostenible.

Tarde o temprano esta equivocada confianza y este optimismo resultan infundados, provocando el desplome de los precios de los activos y una acusada contracción del PIB. Algunos agentes dejan de poder hacer frente al servicio de su deuda e incurren en impagos, imponiendo así pérdidas a sus prestamistas, que son por lo general instituciones financieras. Otros comienzan a reducir su nivel de deuda incrementando su ahorro neto y vendiendo activos, con el fin de conservar su solvencia y disponer de fondos suficientes para afrontar compromisos y necesidades futuros. Los prestamistas se enfrentan a un fuerte incremento de los préstamos y activos en mora. Con ello, la crisis marca el principio de un *ajuste de balances* en el que los agentes priorizan la corrección de los balances en detrimento del gasto. Dado que el gasto de un agente es el ingreso de otro, la corrección de los balances de unos agentes reduce los ingresos y el valor de los activos de otros. Inevitablemente, esto mantiene el crecimiento agregado del gasto y de la renta por debajo de los niveles habituales antes de la crisis, hasta que los cocientes de deuda vuelven a niveles más sostenibles y se reabsorbe el exceso de stock de capital. Al mismo tiempo, una parte significativa del capital y de la mano de obra queda ociosa y necesita encontrar nuevos usos. Por lo general, esto conlleva la financiación de capital nuevo y la creación de nuevas empresas, además de la necesidad de los desempleados de reciclarse profesionalmente, reubicarse y buscar nuevos puestos de trabajo, todo lo cual exige tiempo y esfuerzo.

La duración e intensidad de la contracción tras una recesión de balance depende de varios factores. El primero es el alcance de los desequilibrios de partida: a mayores excesos en la fase expansiva, mayor será la corrección necesaria. Por lo general, los desplomes financieros conllevan recesiones más profundas y el ritmo de recuperación suele ser inversamente proporcional a la magnitud del auge previo del crédito y del sector inmobiliario^②. Los hogares y las empresas que han acumulado más deuda suelen recortar sus gastos en mayor medida que aquellos menos endeudados^③. El segundo factor es el alcance de las interrupciones en el suministro de crédito. Tras la fase más aguda de la crisis, los prestamistas suelen necesitar tiempo para reconocer pérdidas y reforzar sus coeficientes de capital. La financiación puede ser complicada, porque los balances son opacos y la lentitud del crecimiento incrementa los préstamos en mora. Sin embargo, lo que realmente importa no es tanto el volumen total de crédito que proporcionan los bancos cuanto su asignación eficiente. A fin de cuentas, el exceso de deuda tiene que reabsorberse y la demanda agregada de crédito será probablemente reducida. De hecho, estudios empíricos revelan que, durante una recuperación, el crecimiento del PIB y el del crédito están, en el mejor de los casos, débilmente correlacionados; es decir, que las denominadas recuperaciones «sin crédito» son la regla más que la excepción^④. La verdadera clave para acelerar la recuperación reside en que los bancos recuperen su capacidad para asignar crédito a los usos más productivos. También se constata que el desapalancamiento del sector privado durante una fase contractiva contribuye a una recuperación más fuerte^⑤. El tercer determinante de la gravedad de la contracción es la magnitud de las rigideces y las ineficiencias estructurales. Cuando existen grandes desequilibrios sectoriales, el crecimiento del producto y del empleo suele recuperarse con más vigor, *ceteris paribus*, en los países con mercados laborales más flexibles^⑥. Por último, las políticas aplicadas por los gobiernos para gestionar la crisis y durante la fase de recuperación pueden acelerar o frenar esta última (para un análisis más detallado, véanse los Capítulos I y V).

La evidencia empírica confirma que las recuperaciones de crisis financieras son prolongadas^⑦. De media, el PIB (per cápita) tarda en torno a cuatro años y medio en superar su máximo anterior a la crisis, o aproximadamente

10 años si se tiene en cuenta la Gran Depresión. La recuperación del empleo es aún más lenta (Reinhardt y Rogoff, (2009)). En comparación, en las recesiones típicas del ciclo económico el PIB tarda aproximadamente año y medio en volver al máximo anterior a la crisis. La evidencia también revela la elevada dispersión en torno a la media, que corrobora la hipótesis de que son varios los factores, incluidos los mencionados, que influyen en la aceleración o ralentización de la recuperación. Las caídas del PIB en recesiones de balance también suelen ser mayores (Recuadro III.B).

① El término «recesión de balance» fue probablemente acuñado por R. Koo, en su libro *Balance Sheet Recession*, John Wiley & Sons, 2003, para explicar el estancamiento del crecimiento en Japón tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y de renta variable a principios de la década de los 90. En este recuadro se utiliza este término para hacer referencia a la contracción del producto asociada a una crisis financiera tras un auge financiero. También se utiliza en un análisis algo diferente, que no implica las mismas conclusiones en el ámbito de las políticas. Véanse, a este respecto, C. Borio, «The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?», *BIS Working Papers*, nº 395, diciembre de 2012, próximamente en *Journal of Banking and Finance*; y J. Caruana, «Global economic and financial challenges: a tale of two views», conferencia impartida en la Harvard Kennedy School en Cambridge, Massachusetts, 9 de abril de 2014. Véase también el Capítulo I del presente Informe. ② Véase, por ejemplo, Ö. Jordà, M. Schularick y A. Taylor, «When credit bites back», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 45, 2013. ③ Véanse, por ejemplo, FMI, «Dealing with household debt», *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2012, Capítulo 3; K. Dynan, «Is a household debt overhang holding back consumption?», *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera de 2012; A. Mian y A. Sufi, «Household leverage and the recession of 2007–2009», *IMF Economic Review*, vol. 58, 2010; A. Mian, K. Rao y A. Sufi, «Household balance sheets, consumption and the economic slump», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 128, 2013; y C. Hennessy, A. Levy y T. Whited, «Testing Q theory with financing frictions», *Journal of Financial Economics*, vol. 83, 2007. ④ Véanse E. Takáts y C. Upper, «Credit growth after financial crises», *BIS Working Papers*, nº 416, julio de 2013; S. Claessens, A. Kose y M. Terrones, «What happens during recessions, crunches and busts?», *Economic Policy*, vol. 24, 2009; y G. Calvo, A. Izquierdo y E. Talvi, «Phoenix miracles in emerging markets: recovery without credit from systematic financial crises», *American Economic Review*, vol. 96, 2006. ⑤ Véase M. Bech, L. Gambacorta y E. Kharroubi, «Monetary policy in a downturn: are financial crises special?», *International Finance*, vol. 17, primavera de 2014. ⑥ Véase BPI, *83º Informe Anual*, junio de 2013, Capítulo III. ⑦ Véase C. Reinhardt y K. Rogoff, *This time is different*, Princeton University Press, 2009; véanse también, por ejemplo, D. Papell y R. Prodan, «The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions», artículo preparado para la conferencia *Long-term effects of the Great Recession* de la Reserva Federal de Boston, octubre de 2011; y G. Howard, R. Martin y B. Wilson, «Are recoveries from banking and financial crises really so different?», *International Finance Discussion Papers*, nº 1037, Consejo de la Reserva Federal, 2011.

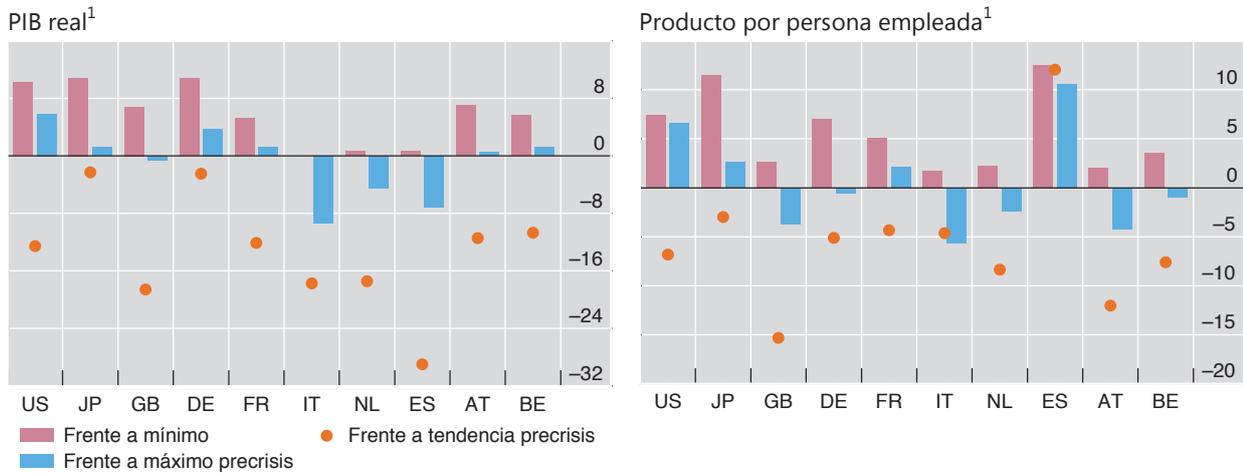
varios países de Europa central y oriental. Tras sus auges del crédito y de los precios inmobiliarios, este grupo de países sufrió un desplome del mercado de la vivienda y una crisis bancaria que provocaron una recesión de balance en toda regla. Otro conjunto de países resultó afectado de una forma más indirecta, sobre todo por sus exposiciones financieras al primer grupo. En particular, los bancos de Alemania, Austria, Francia y Suiza atravesaron por dificultades derivadas de sus exposiciones transfronterizas. Un tercer grupo de países, que incluye a la mayoría de las EME, a países exportadores de materias primas como Australia y Canadá y a los países nórdicos, sufrió efectos indirectos a través de los canales comerciales, pero luego resultó favorecido al dispararse los precios de las materias primas. Japón e Italia no padecieron los efectos del estallido de una burbuja nacional ni de exposiciones transfronterizas excesivas, pero tuvieron que hacer frente al lastre a más largo plazo para el crecimiento que resulta de la elevada deuda pública, el envejecimiento de la población y arraigadas ineficiencias estructurales.

Aunque las políticas macroeconómicas expansivas fueron fundamentales para estabilizar la economía mundial, el ritmo de recuperación de cada país dependió también de su capacidad para atajar las causas últimas de la recesión de balance. Entre aquellos que sufrieron una verdadera recesión de balance, Estados Unidos se ha recuperado con relativa rapidez. Desde 2008, su PIB ha aumentado más del 10% y actualmente supera en alrededor de un 6% su máximo previo a la crisis. En gran medida, esto refleja la flexibilidad de la economía estadounidense, el progreso en el desapalancamiento de los hogares y la aplicación de medidas decididas y creíbles para reforzar los balances bancarios (Capítulo VI). En el Reino Unido, cuya caída inicial fue del 7,5%, el PIB, ha crecido un 6,75% y, seis años después del estallido de la crisis, sigue aproximadamente un 0,5% por debajo de su máximo previo a esta. No obstante, el desempleo ha caído rápidamente gracias a la relativa flexibilidad de su mercado laboral.

La recuperación del producto y la productividad ha sido lenta y desigual

T1 2014 frente a los valores especificados en la leyenda, en porcentaje

Gráfico III.3



AT = Austria; BE = Bélgica; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IT = Italia; JP = Japón; NL = Países Bajos; US = Estados Unidos.

¹ El máximo y la tendencia previos a la crisis se calculan para el periodo comprendido entre 1996 y 2008 y, el mínimo, para el comprendido entre 2008 y los últimos datos disponibles. Tendencia lineal calculada sobre niveles logarítmicos del PIB real y producto por persona empleada.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; Datastream; cálculos del BPI.

En la zona del euro, la crisis de deuda soberana de 2010–12 agravó problemas que ya arrastraban los balances desde la crisis financiera anterior, sufriendo una caída más acusada de los precios inmobiliarios y del crédito real aquellos países que enfilaron la crisis con hogares muy endeudados y sectores bancarios debilitados. Los sectores público y bancario entraron en un círculo vicioso de debilitamiento mutuo al encarecerse la financiación y deteriorarse la calidad de los activos. La contracción del crédito y la caída de los precios inmobiliarios fueron especialmente notables en España e Irlanda, pero recientemente parecen haber tocado fondo. Italia, cuya fase expansiva fue menos intensa, ha registrado últimamente cierta caída tanto de los agregados crediticios como de los precios inmobiliarios (Capítulo IV). Los vínculos comerciales dentro de la zona del euro también han contribuido a la debilidad de la recuperación en varios países. Una notable excepción fue Alemania, que aunque resultó perjudicada por el desplome del comercio mundial en 2009, también se benefició de su rápida recuperación y de entradas de capitales en busca de refugio procedentes de países en dificultades de la zona del euro.

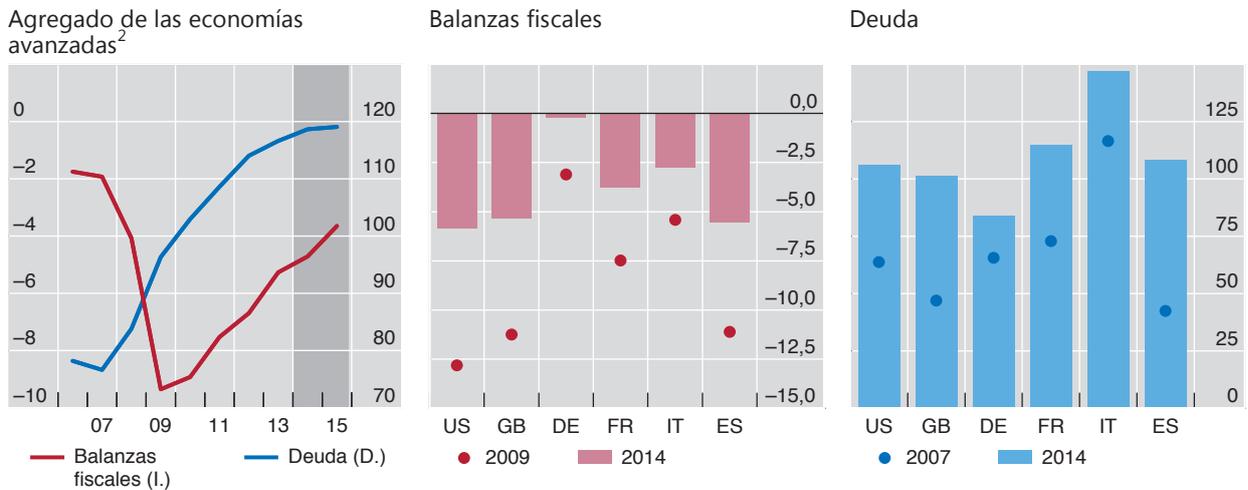
La crisis financiera sigue ensombreciendo el panorama. Como ilustra el Gráfico III.3 (panel izquierdo, puntos), el nivel actual del PIB en las economías avanzadas es inferior al que se habría alcanzado si se hubiera prolongado la tendencia anterior a la crisis. Por ejemplo, en Estados Unidos se sitúa en torno a un 12,5% por debajo de la trayectoria implícita en la tendencia precrisis; en el Reino Unido, esta diferencia es del 18,5%. La diferencia es aún mayor en España (29%).

Tal brecha tiene dos explicaciones que se complementan. En primer lugar, la tendencia previa a la crisis probablemente sobreestimaba el nivel sostenible de PIB y de crecimiento durante el auge financiero. En segundo lugar, también es posible que la crisis financiera haya reducido de forma permanente el nivel potencial del PIB. En ambos casos sería un error extrapolar las tasas medias de crecimiento

La consolidación fiscal en las economías avanzadas todavía no se ha completado¹

En porcentaje del PIB

Gráfico III.4



DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IT = Italia; US = Estados Unidos.

¹ Los datos se refieren al sector del gobierno general; los datos sobre deuda se expresan en términos brutos. ² Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005 de Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza. La zona sombreada representa proyecciones.

Fuente: OCDE, *Economic Outlook*.

registradas antes de la crisis para estimar la holgura de la capacidad productiva. De hecho, las brechas de PIB que muestra el Gráfico III.3 se basan en una simple tendencia lineal, un método que probablemente sea excesivamente rudimentario para medir el crecimiento potencial anterior a la crisis. Aun así, métodos estadísticos más sofisticados ponen de manifiesto que las pérdidas permanentes de PIB después de una crisis han sido históricamente elevadas: la brecha media, medida como la diferencia entre la tendencia previa a la crisis y la nueva, ronda el 7,5%–10% (para más información, véase el Recuadro III.B).

Otro factor con repercusiones negativas es el elevado nivel de la deuda pública. Pese a que los gobiernos de economías avanzadas han logrado avances notables en la reducción de sus déficits presupuestarios poscrisis, los niveles de deuda se hallan en máximos históricos y continúan aumentando (Gráfico III.4, panel izquierdo). En promedio, los déficits presupuestarios se han estrechado desde el 9% del PIB alcanzado en 2009, y se espera que sigan contrayéndose. No obstante, los déficits siguen siendo abultados en España, Estados Unidos y el Reino Unido (en torno al 6% o más), países estos cuyas finanzas públicas se deterioraron drásticamente tras la crisis financiera (Gráfico III.4, panel central). La deuda supera ya el 100% del PIB en la mayoría de las principales economías (Gráfico III.4, panel derecho) (véase el Cuadro Anexo III.3 para obtener información adicional).

Inflación: factores nacionales y mundiales

El repunte del crecimiento mundial no ha ido acompañado hasta la fecha de un aumento sustancial de la inflación (Gráfico III.5, panel izquierdo). Desde mediados de 2013, las cifras de la inflación general han permanecido por debajo o próximas al objetivo oficial en varios países. En concreto, en la zona del euro la inflación

Cuantificación de las pérdidas de producto tras una recesión de balance

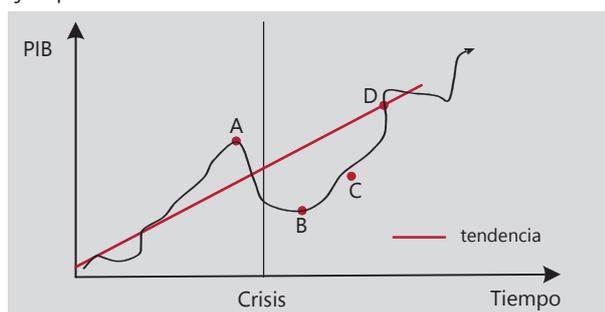
Las recesiones de balance no solo dan paso a recuperaciones más lentas que las recesiones ordinarias del ciclo económico (Recuadro III.A), sino que también entrañan pérdidas de producto significativas. Está demostrado que en muchos casos esas pérdidas son permanentes, es decir, que el PIB rara vez recupera su trayectoria previa a la crisis.

El Gráfico III.B ilustra este análisis, mostrando dos ejemplos de la posible evolución del PIB tras una recesión asociada a una crisis financiera («recesión de balance»). En ambos ejemplos, el punto A indica el máximo alcanzado justo antes del inicio de la crisis, B el punto mínimo y C el punto en el que la trayectoria del PIB recupera su tasa de crecimiento tendencial previa a la crisis. La diferencia entre ambos es que en el ejemplo 1 el PIB gradualmente retorna a su trayectoria o tendencia anterior a la crisis (en el punto D), creciendo por tanto a tasas superiores al promedio previo a la crisis durante varios años (entre los puntos C y D). En el ejemplo 2 el PIB se recupera, pero no lo suficiente como para retomar su trayectoria previa a la crisis, consolidando una nueva tendencia (línea roja discontinua) en la que la tasa de crecimiento del PIB es idéntica a la que presentaba antes de la crisis, pero el nivel es permanentemente inferior a la tendencia previa a la crisis (línea roja continua). La distancia entre las dos tendencias (señalada con el signo δ) es una medida de la pérdida permanente de PIB. En este caso, si quisiéramos estimar el PIB potencial extrapolando las tendencias previas a la crisis, la brecha de producto quedaría sobrestimada por el valor de δ .

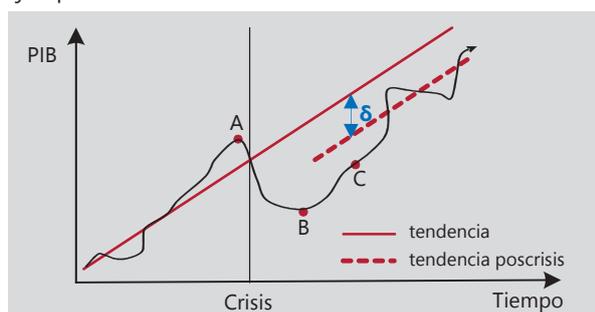
Cuantificación esquemática de los costes de las crisis

Gráfico III.B

Ejemplo 1



Ejemplo 2



Punto A: máximo precrisis; punto B: mínimo poscrisis; punto C: el crecimiento del PIB iguala el crecimiento tendencial del PIB por primera vez desde la crisis; punto D: el PIB vuelve al nivel previo a la crisis.

Los estudios han detectado que, en una recesión de balance, las pérdidas de producto iniciales son sustanciales —ya sea desde el punto máximo hasta el mínimo (de A a B) o desde el máximo hasta el punto en el que la tasa de crecimiento vuelve a niveles previos a la crisis (de A a C)— y oscilan entre el 6% y el 14% en promedio según el país. En cambio, en las recesiones típicas del ciclo económico en las economías avanzadas, el PIB suele registrar caídas próximas al 2%. Es más, varios estudios han comprobado que estas pérdidas iniciales solo se eliminan parcialmente en la recuperación de una recesión de balance, por lo que la mayoría son permanentes, como ocurre en el escenario representado en el ejemplo 2. A diferencia del Gráfico III.B, estos estudios no se basan en regresiones simples de la tendencia, sino que normalmente utilizan —como proponen Cerra y Saxena (2008)— regresiones con datos de panel del PIB (o del crecimiento del PIB) para detectar el impacto medio de una crisis bancaria sobre el PIB. Las pérdidas permanentes estimadas por estos estudios son notables, de entre el 7,5% y el 10%. Estos resultados parecen sostenerse pese a las diferencias de muestras, fechas de las crisis y métodos de cálculo, y en particular ante la posibilidad de que la relación de causalidad sea la inversa —es decir, que la aminoración del crecimiento del PIB sea la que haya generado la crisis①—.

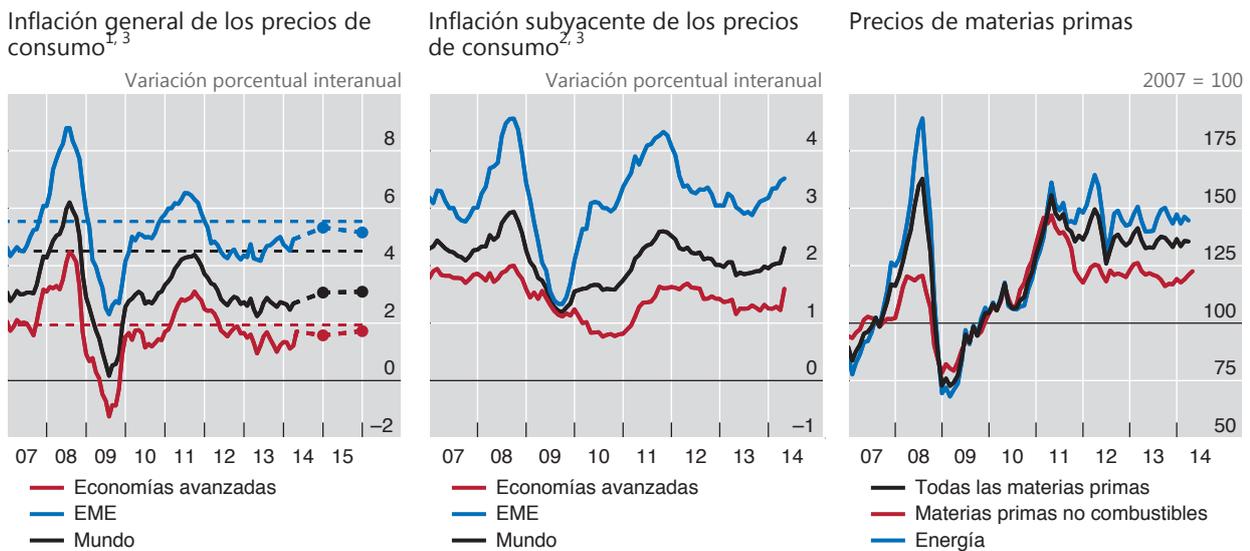
A diferencia de lo que ocurre con las pérdidas permanentes en el nivel de PIB, no se dispone de datos concluyentes que permitan afirmar que las crisis financieras son la causa directa de una reducción permanente de la tasa de crecimiento tendencial②. Sin embargo, sí se ha corroborado la existencia de efectos indirectos que pueden materializarse al menos por dos vías. La primera sería a través de los efectos adversos que genera una *elevada deuda pública*. La deuda pública aumenta sustancialmente tras una crisis financiera —de media, en torno a un 85%

en términos nominales, según Reinhart y Rogoff (2009)^③. Una deuda pública elevada puede ser una rémora para el crecimiento medio del PIB a largo plazo, al menos por tres motivos. Primero, conforme crece la deuda, aumentan también los pagos por intereses. Además, una mayor carga del servicio de la deuda implica mayores impuestos con efectos distorsionadores y menor gasto público productivo. Segundo, conforme aumenta la deuda también acaban subiendo las primas de riesgo soberano. Tanto la economía como la política establecen límites máximos para los tipos impositivos. Por lo tanto, cuando esos tipos son insuficientes para asegurar la sostenibilidad de la deuda, el país se ve obligado a suspender pagos, sea de forma explícita o a través de la inflación. La probabilidad de alcanzar esos límites aumenta con el nivel de deuda. A mayor prima de riesgo soberano, mayor el coste de endeudamiento y menores la inversión privada y el crecimiento a largo plazo. Tercero, conforme aumenta la deuda, las autoridades pierden margen para aplicar políticas anticíclicas, lo que genera mayor volatilidad, mayor incertidumbre y, de nuevo, menor crecimiento. Cecchetti *et al* (2011) y varios estudios de las economías desarrolladas en el periodo posterior a la II Guerra Mundial observan un efecto negativo de los niveles de deuda pública sobre el crecimiento tendencial, una vez tenidos en cuenta los determinantes habituales del crecimiento económico^④.

La segunda vía es un incremento de la *asignación ineficiente de recursos*. En condiciones normales, las fuerzas del mercado obligarían a las empresas menos eficientes a reestructurar sus operaciones o a salir del mercado, lo que permitiría poner más recursos a disposición de las compañías más eficientes. Sin embargo, el funcionamiento de las fuerzas del mercado está sujeto a restricciones —en distinto grado en función del país— impuestas por la normativa del mercado laboral y de productos, la legislación concursal, el código tributario y las subvenciones públicas, así como por la asignación ineficiente del crédito. Como consecuencia, un número excesivo de empresas menos eficientes puede seguir en el mercado, provocando un menor crecimiento de la productividad agregada (y, por tanto, un menor crecimiento tendencial del PIB) del que podría registrarse sin este fenómeno^⑤.

Los auges financieros suelen hacer más ineficiente la asignación de recursos (según se explica en el Recuadro III.A). Pero no atajar el mal funcionamiento del sector bancario ni eliminar las trabas a la reasignación de recursos podría enquistar el problema. Tras una crisis financiera, los directivos de entidades bancarias con problemas pueden verse incentivados a seguir prestando a empresas en dificultades y normalmente menos eficientes (lo que se conoce como *perennización* («*evergreening*») o *permisividad con la deuda* («*debt forbearance*»)). También pueden reducir el crédito a empresas más eficientes al estimar que, de todos modos, sobrevivirán a la crisis, privándolas así de los recursos que necesitan para crecer. Es posible que las autoridades toleren estas prácticas para evitar rescates masivos e impopulares, así como posibles incrementos sustanciales del desempleo a raíz de reestructuraciones empresariales. Algunos estudios recientes sugieren que la permisividad con la deuda de las empresas ha influido en la poscrisis más reciente, al menos en algunos países^⑥. Hay además bastantes pruebas de prácticas de permisividad bancaria en Japón tras el estallido de su burbuja a principios de los años 90. La movilidad del capital y de la mano de obra disminuyó con respecto al periodo previo a la crisis. Además, sorprendentemente, no solo se mantuvo a flote a empresas ineficientes, sino que parece que estas lograron incrementar su cuota de mercado en detrimento de otras más eficientes^⑦. Es probable que este cambio haya contribuido a la caída del crecimiento tendencial observada en Japón a principios de la década de los 90.

① V. Cerra y S. Saxena, «Growth dynamics: the myth of economic recovery», *American Economic Review*, vol. 98, 2008. Para un repaso de la literatura económica sobre la estimación de las pérdidas de producto, véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, 2010. Sin embargo, no todos los estudios observan un cambio permanente del producto potencial. Por ejemplo, D. Papell y R. Prodan («The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions», artículo preparado para la conferencia *Long-term effects of the Great Recession* de la Reserva Federal de Boston, octubre de 2011), detectan pruebas menos concluyentes. En concreto, después de una crisis grave, Estados Unidos (1929) y Suecia (1991) lograron recuperar las tendencias previas a la crisis en un plazo aproximado de 10 años. No obstante, el retorno a la tendencia previa a la crisis puede deberse a factores ajenos a la propia crisis (como el rearme y las reformas estructurales). ② Una excepción es C. Ramírez, «Bank fragility, 'money under the mattress', and long-run growth: US evidence from the 'perfect' panic of 1893», *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, 2009. ③ C. Reinhart y K. Rogoff, *This time is different*, Princeton University Press, 2009. ④ S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», en *Achieving Maximum Long-Run Growth*, ponencias presentadas en el simposio patrocinado por la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, agosto de 2011. Véase una revisión de la evidencia en «¿Es la elevada deuda pública una rémora para el crecimiento?», en BPI, *83º Informe Anual*, junio de 2013, pp. 48–9. ⑤ Véase, por ejemplo, D. Restuccia y R. Rogerson, «Misallocation and productivity», *Review of Economic Dynamics*, vol. 16, 2013. ⑥ Véanse, por ejemplo, U. Albertazzi y D. Marchetti, «Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships in Italy after Lehman», Banco de Italia, *Temì di discussione*, nº 756, 2010; Banco de Inglaterra, *Financial Stability Report*, nº 30, diciembre de 2011; y A. Enria, «Supervisory policies and bank deleveraging: a European perspective», discurso en la 21ª Hyman P Minsky Conference on the State of the US and World Economies, 11–12 de abril de 2012. ⑦ Sobre *evergreening*, véanse, por ejemplo, R. Caballero, T. Hoshi y A. Kashyap, «Zombie lending and depressed restructuring in Japan», *American Economic Review*, vol. 98, 2008; y J. Peek y E. Rosengren, «Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan», *American Economic Review*, vol. 95, 2005. Sobre la reducción de la movilidad laboral y del capital, véase, por ejemplo, T. Iwasako, «Corporate investment and restructuring», *Reviving Japan's Economy*, MIT Press, 2005: pp. 275–310. Sobre la supervivencia de empresas ineficientes y la salida del mercado de empresas eficientes, véase, por ejemplo, A. Ahearne y N. Shinada, «Zombie firms and economic stagnation in Japan», *International Economics and Economic Policy*, vol. 2, 2005.



¹ Las previsiones se indican mediante puntos; las líneas discontinuas muestran la inflación media anual del periodo 2001–06 para las EME y del periodo 1996–2006 para el resto. Economías incluidas en el Cuadro Anexo III.1. Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ² Precios de consumo excluidos alimentación y energía; para algunas economías, definición nacional. Las economías citadas en el Cuadro Anexo III.1, excepto Arabia Saudita, Venezuela y otras economías de Oriente Medio. Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ³ En el caso de Argentina, los datos de precios de consumo están basados en estimaciones oficiales (ruptura por cambio metodológico en diciembre de 2013). Para la India, precios al por mayor.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

general se situó en el 0,7% en abril de 2014, mientras que en Estados Unidos escaló hasta el 2% tras permanecer por debajo del objetivo durante varios meses. Japón es la excepción: tanto su inflación subyacente como general subieron considerablemente tras el anuncio, a principios de 2013, de un objetivo de inflación del 2%. La inflación general también permaneció por debajo de su promedio en las EME. Aun así, la inflación continuó persistentemente elevada en Brasil, Indonesia, Rusia y Turquía.

La reciente estabilidad de la inflación mundial responde en gran medida a la estabilidad de los precios de las materias primas (Gráfico III.5, panel derecho) y de la inflación subyacente (Gráfico III.5, panel central). En Estados Unidos y en la zona del euro, la inflación subyacente ha continuado descendiendo hasta fechas recientes, si bien parece haber abandonado esta tendencia, pues repuntó en abril de 2014 hasta el 1,8% en Estados Unidos y hasta el 1% en la zona del euro. Durante el pasado año, la magnitud de la desaceleración de la inflación en la zona del euro superó las previsiones. La caída fue especialmente pronunciada en países periféricos y es probable que respondiera a los ajustes estructurales y a la recuperación de la competitividad.

La relativa estabilidad de la inflación en economías avanzadas es destacable a la luz de los cambios en los niveles de PIB. La inflación no solo se ha mantenido contenida últimamente pese a haber cobrado brío la recuperación, sino que también disminuyó menos de lo anticipado por muchos analistas justo después del estallido de la crisis, a pesar de la profunda recesión.

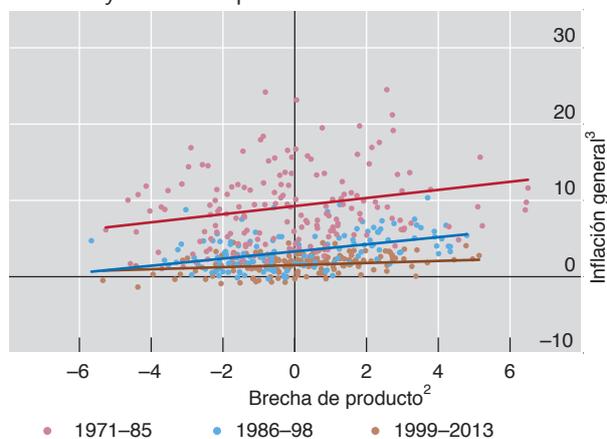
¿Qué factores han contribuido a mantener la inflación tan estable? El marco habitual para el análisis de la inflación, la denominada curva de Phillips, relaciona la inflación de precios con las inflaciones histórica y prevista y con el grado de holgura

Las curvas de Phillips de precios y salarios se han aplanado en las economías avanzadas¹

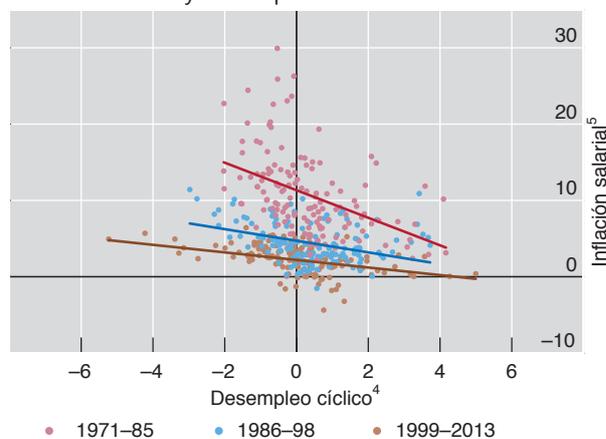
En porcentaje

Gráfico III.6

Inflación y brecha de producto



Inflación salarial y desempleo



¹ Datos anuales; las líneas de regresión se estimaron en regresiones de panel no equilibrado con efectos fijos de corte transversal, con ajustes por las variaciones interanuales de los precios de las materias primas. Los puntos muestran datos de Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza. ² Estimada mediante un filtro Hodrick-Prescott. ³ Variación interanual del índice de precios de consumo. ⁴ Diferencia entre la tasa de desempleo y la tasa de desempleo que no acelera la inflación. ⁵ Variación interanual de las tasas de los salarios.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook y Main Economic Indicators*; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

de la capacidad productiva de la economía —la diferencia entre el PIB registrado y una medida del PIB potencial—. Una versión similar, en ocasiones denominada «curva de Phillips salarial», relaciona la inflación de salarios con la inflación de precios y el grado de holgura del mercado laboral.

Por desgracia, la holgura productiva no es directamente observable ni puede medirse con precisión. La incertidumbre sobre el grado de holgura suele ser alta en épocas normales y mayor aún tras una recesión de balance. El periodo tras la Gran Recesión no es una excepción: aunque algunos indicadores apuntan a una notable reducción de la brecha del PIB, otros continúan señalando la presencia de una capacidad no utilizada considerable. No obstante, la dinámica de las estimaciones durante el pasado año es similar: todas apuntan a una reducción de la holgura de la capacidad productiva que no concuerda en absoluto con la reciente moderación de la inflación (Recuadro III.C). Además, las amplias brechas de PIB observadas durante la contracción de 2008–09 contrastan con la ausencia de fuertes presiones desinflacionistas en ese periodo.

Esto sugiere que el grado de holgura productiva nacional ejerce una influencia muy limitada sobre la inflación. No estamos ante un fenómeno reciente; parece que el aplanamiento de la curva de Phillips comenzó en la década de los 80 y prosiguió de forma gradual en los años siguientes. A modo de ejemplo, el panel izquierdo del Gráfico III.6 relaciona la tasa de inflación con la brecha del PIB (estimada con un filtro Hodrick-Prescott) para un conjunto de economías avanzadas. Las líneas de regresión muestran que la pendiente de la curva se ha reducido a lo largo de distintos periodos muestrales. El aplanamiento es igualmente evidente cuando la inflación salarial se relaciona con una estimación del componente cíclico de la tasa de desempleo (Gráfico III.6, panel derecho).

Cuantificar el producto potencial y la holgura económica

El producto potencial es una variable fundamental para las autoridades económicas, ya que proporciona información sobre la sostenibilidad del PIB y el grado de holgura económica. Por desgracia, el PIB potencial no es observable, ni siquiera *ex post*. En el pasado, las autoridades económicas confiaban en que si la economía se recalentaba, podrían detectarlo por el ascenso de la inflación derivado de la creciente presión de la demanda sobre unos recursos limitados. Sin embargo, en las últimas décadas se ha ido atenuando el vínculo entre la brecha del producto y la inflación. Al no producirse una subida de la inflación tan pronunciada como en expansiones anteriores, se supuso que el producto podría seguir creciendo indefinidamente. De hecho, los indicios de insostenibilidad del crecimiento se plasmaron más bien en alzas insostenibles del crédito y de los precios de los activos. En el presente recuadro se revisan los métodos utilizados tradicionalmente para estimar el producto potencial y se comparan con un nuevo método que tiene en cuenta explícitamente las variables financieras.

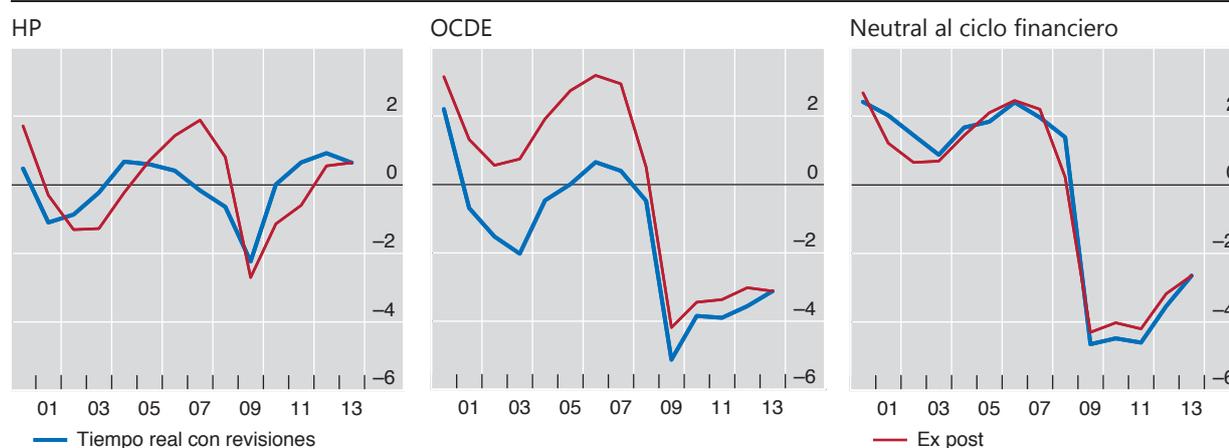
Los métodos tradicionales van desde los puramente estadísticos hasta modelos basados explícitamente en la teoría económica. En un extremo del espectro, los métodos estadísticos univariantes y, sobre todo, el filtro Hodrick-Prescott (HP) están entre los más populares. Estas técnicas descomponen la serie del producto en un componente cíclico y una tendencia, la cual se considera el PIB potencial. Estos métodos resultan atractivos por su sencillez y transparencia pero, al estar basados exclusivamente en datos, adolecen del denominado «problema de punto final»: las estimaciones del PIB potencial suelen cambiar notablemente al incorporar nuevas observaciones, aun cuando no se hayan producido revisiones de los datos. El problema es más grave cerca de los puntos de inflexión del ciclo económico, precisamente cuando más se necesitan estimaciones exactas.

Otros métodos combinan la estadística con la teoría económica. Con frecuencia se usan modelos de la función de producción, que permiten estimar el PIB potencial como función de los insumos de capital y de mano de obra. El atractivo de los enfoques estructurales reside en que las variaciones del PIB potencial pueden atribuirse a factores económicos. Sin embargo, estos métodos también dan pie a errores por la incorrecta especificación del modelo subyacente y por la incertidumbre en las estimaciones de sus parámetros y la medición de las variables. Además, también pueden comportar notables problemas de punto final, ya que se apoyan mucho en filtros estadísticos puros para suavizar las fluctuaciones cíclicas de los factores de producción. Orphanides y Van Norden (2005)^① encuentran que las estimaciones en tiempo real de las brechas del producto apenas explican la evolución de la inflación en comparación con estimaciones basadas en datos *ex post* y que, además, las revisiones podrían ser tan amplias como la propia brecha.

Estimaciones para la muestra completa y en tiempo real de la brecha de producto de EEUU

En puntos porcentuales del PIB potencial

Gráfico III.C



Fuentes: C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, «Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle», *BIS Working Papers*, n° 404, febrero de 2013; OCDE, *Economic Outlook*.

Recientemente, Borio *et al* (2013)² introdujeron un método basado en el filtro de Kalman para calcular la brecha del producto a partir de datos de crédito y precios inmobiliarios (Capítulo IV). Su método tiene en cuenta que la expansión del crédito y los elevados precios de los activos pueden impulsar el PIB hasta niveles insostenibles, y que este hecho no siempre va acompañado del repunte de la inflación de los precios de consumo. Una razón es que los auges financieros a menudo coinciden con una expansión temporal de la capacidad de oferta, lo que suele contener las presiones sobre los precios. Por lo tanto, utilizar variables financieras lleva a obtener estimaciones del componente tendencial menos afectadas por auges financieros insostenibles. La correspondiente brecha de producto «neutral al componente financiero» indica a qué distancia de su nivel sostenible se halla el PIB.

Las diferencias entre los distintos métodos se ilustran en el Gráfico III.C: el panel izquierdo muestra la brecha del PIB de Estados Unidos estimada con el filtro HP; el panel central muestra la misma variable estimada utilizando el enfoque de función de producción de la OCDE; y el panel derecho muestra la estimación «neutral al componente financiero». Las dos primeras medidas no alertaron en tiempo real de que la economía se había estado recalentando en el periodo previo a la Gran Recesión: las estimaciones de la brecha del producto obtenidas mediante dichos métodos una vez observada la recesión difieren notablemente. En cambio, las estimaciones en tiempo real y *ex post* de la brecha del PIB obtenidas mediante el uso del filtro «neutral al componente financiero» son mucho más parecidas. Aún más importante, la estimación en tiempo real señalaba claramente que el PIB superaba sus niveles sostenibles mucho antes de que se desatara la recesión³.

La incertidumbre sobre las estimaciones de la brecha del producto probablemente sea mucho mayor tras una recesión de balance que tras una recesión normal del ciclo económico. Las pérdidas de PIB suelen ser permanentes, aunque no cabe determinar con certeza su magnitud (Recuadro III.B). Al respecto, las estimaciones de la brecha del PIB basadas en los distintos métodos dan resultados muy diferentes. La medida obtenida con el filtro HP sugiere que se ha cerrado la brecha del PIB de Estados Unidos. En cambio, la medida basada en la función de producción de la OCDE continúa mostrando una amplia holgura económica, superior al 3% del PIB potencial en 2013. La brecha estimada con el método neutral al componente financiero indica una holgura similar, pero con un fuerte repunte en los últimos trimestres al reanudarse el crecimiento del crédito. No obstante, la estimación de la brecha de producto neutral al componente financiero también propende a sobreestimar la magnitud real de la holgura económica tras una recesión de balance, en la medida en que se ajusta con lentitud a las pérdidas permanentes de producto⁴.

¹ A. Orphanides y S. Van Norden, «The reliability of inflation forecasts based on output gap estimates in real time», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, junio de 2005. ² C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, «Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle», *BIS Working Papers*, n° 404, febrero de 2013. ³ Véase también D. Arseneau y M. Kiley, «The role of financial imbalances in assessing the state of the economy», *FEDS Notes*, abril de 2014. ⁴ Incluso habiéndose incorporado variables financieras, el filtro «neutral al componente financiero» no capta de manera inmediata los importantes efectos no lineales que tienen los desplomes financieros sobre el nivel del PIB potencial, sino que solo lo hace de forma gradual en el tiempo. Por ejemplo, las estimaciones en tiempo real de la brecha del producto de Suecia durante los años siguientes al desplome financiero de principios de los 90 fueron sustancialmente inferiores a las estimaciones *ex post*.

¿Expectativas de inflación mejor ancladas?

Con frecuencia se considera que la principal causa del aplanamiento de una curva de Phillips es el aumento de la confianza en el compromiso de los bancos centrales con el mantenimiento de niveles de inflación bajos y estables. Si las empresas y los trabajadores consideran creíble este compromiso, harán abstracción de cualquier desviación temporal de la inflación, ya sea positiva o negativa, y reajustarán precios y salarios con menos frecuencia. En consecuencia, unas expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas tenderán a asociarse a unas menores presiones inflacionistas cíclicas. Igualmente, la mayor credibilidad también se refleja en una menor repercusión de las fluctuaciones de los tipos de cambio en los precios de las importaciones y de consumo: en tanto que las variaciones de los tipos de cambio nominales se consideran temporales y reajustar los precios resulta costoso, las empresas pueden simplemente dejar fluctuar sus márgenes.

Hasta la fecha, las expectativas de inflación a largo plazo han permanecido bien ancladas en las principales economías, lo que ha contribuido a la estabilidad

de su inflación registrada. Incluso en Japón, donde durante muchos años se registró una deflación moderada, las expectativas a largo plazo han fluctuado en torno a una tasa positiva del 1%. Pese a la estabilidad histórica de la inflación, las medidas de las expectativas de inflación a medio plazo en la zona del euro extraídas del mercado financiero (como las tasas de inflación implícitas en los *swaps*) han descendido de forma continua desde principios de 2013, lo que sugiere que los participantes del mercado esperan que la inflación se mantendrá persistentemente por debajo del extremo superior de la definición de estabilidad de precios del BCE («por debajo del 2%, pero cerca de este valor») (véase el Capítulo V para un análisis de las consecuencias que la reducida inflación tiene para la política monetaria).

¿Aumenta el peso de los factores internacionales?

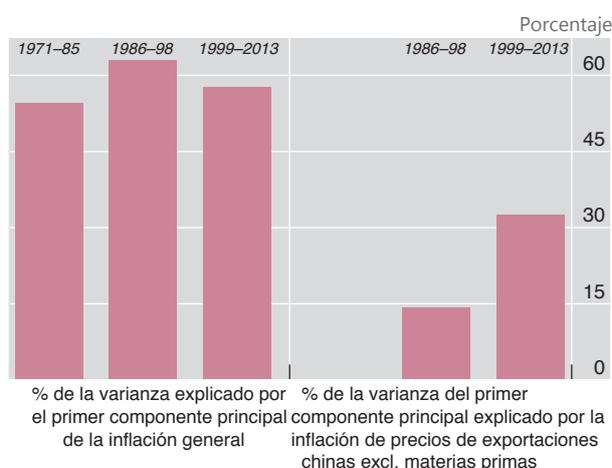
Junto con la mayor credibilidad de los bancos centrales, un factor que puede ayudar a explicar por qué la evolución de la inflación depende menos de la coyuntura nacional es la mayor interconexión de la economía mundial. Durante las tres últimas décadas hemos presenciado la entrada y creciente integración en la economía mundial de China y la India (que juntas representan casi el 40% de la población mundial), de los países excomunistas y de muchas otras EME. Los avances en las tecnologías de la comunicación y en logística han facilitado la creación de grandes cadenas de producción mundiales. Muchas empresas internacionales, en particular, han trasladado parte de sus procesos de negocio a EME con abundante oferta de mano de obra, en un proceso de deslocalización al que aún queda mucha cuerda.

El aumento de los flujos comerciales y, sobre todo, la mayor competitividad en los mercados de productos y de factores de producción han hecho que la evolución de la inflación nacional dependa más de las condiciones en los mercados internacionales. Más en concreto, la inflación de los precios de importación no puede plasmar por sí sola todas las condiciones internacionales, por lo que no basta con incorporar esta variable a una curva Phillips estándar. También tienen un peso considerable las medidas de la holgura de la capacidad productiva mundial². La reducción de las barreras comerciales y de los costes del transporte hace más fácil sustituir los bienes comerciables producidos en un país por los producidos en otros. Además, los avances tecnológicos han ampliado la gama de bienes y servicios transables, por lo que los precios de los bienes producidos en un país no pueden alejarse mucho de los de otros similares producidos en el extranjero. Esto significa que las variaciones en los precios de estos bienes dependerán más del grado de estrechez u holgura en el uso de los recursos a escala mundial que de la utilización de los recursos en el ámbito local. De igual modo, los salarios nacionales no pueden diferir mucho de los de otros países que produzcan bienes similares para los mercados internacionales a riesgo de que la producción se traslade al extranjero³.

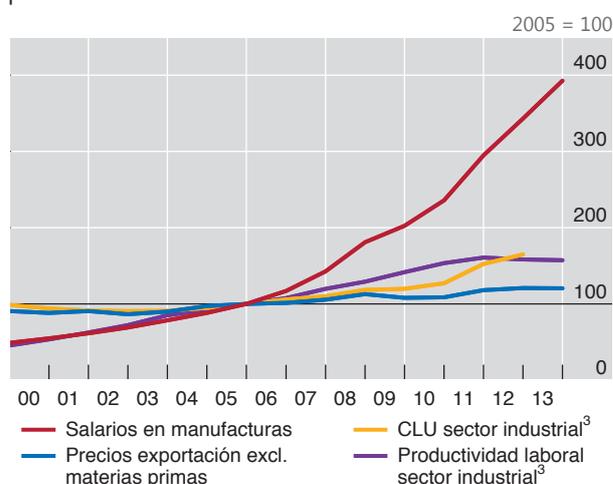
² Para obtener información adicional al respecto, véase C. Borio y A. Filardo, «Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation», *BIS Working Papers*, nº 227, mayo de 2007.

³ El aumento de los flujos migratorios parece haber tenido un efecto muy modesto de reducción de las demandas salariales en los países de destino. Véanse, por ejemplo, G. Ottaviano y G. Peri, «Rethinking the effect of immigration on wages», *Journal of the European Economic Association*, febrero de 2012, y S. Lemos y J. Portes, «New Labour? The effects of migration from central and eastern Europe on unemployment and wages in the U.K.», *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*, enero de 2014, que recogen evidencia de Estados Unidos y el Reino Unido, respectivamente.

Análisis de la inflación por componentes principales¹



China: precios de exportación, salarios, CLU y productividad laboral²



¹ En un panel de países integrado por Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza. ² Precios de exportación y salarios, expresados en dólares estadounidenses; CLU = costes laborales unitarios nominales; productividad laboral = producto por persona empleada. Como consecuencia de la disponibilidad de datos, el sector manufacturero está representado por el sector industrial para el cálculo de los CLU y la productividad laboral. El porcentaje que las manufacturas representan en el sector industrial se aproxima al 80%; los otros componentes son la minería y la producción de electricidad, gas y agua.

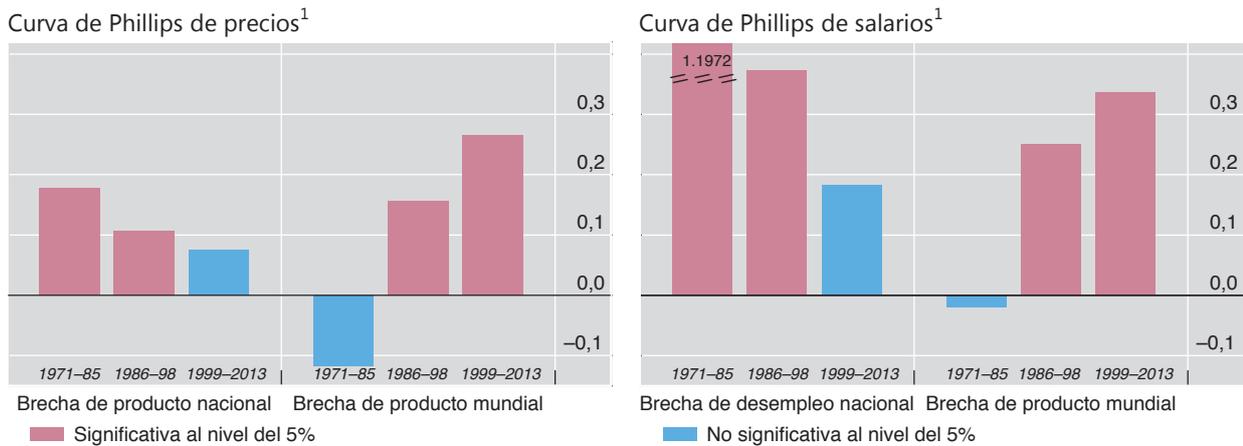
Fuentes: CEIC; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

En consonancia con la importancia de los factores internacionales, las tasas de inflación de cada país han mostrado una significativa sincronización: un factor común explica más del 50% de la variabilidad total de la inflación de un conjunto de economías avanzadas (Gráfico III.7, panel izquierdo)⁴.

En la evolución de la inflación mundial influyen mucho las fluctuaciones de los precios de las materias primas, que a su vez dependen cada vez más de la demanda mundial y no tanto de factores idiosincrásicos de la oferta. El fuerte crecimiento y la mejora de la calidad de vida en las EME se han traducido en subidas de precios no solo de las materias primas industriales, sino también de los alimentos. A su vez, ese repunte de precios ha afectado a las tasas de inflación de otros países, con independencia de su posición relativa en el ciclo.

Sin embargo, pese a la presión alcista que la demanda en las EME ejerce sobre los precios de las materias primas, en general la globalización ha tenido hasta ahora efectos mayoritariamente desinflacionistas en las EA. La rápida industrialización de las grandes EME, con su enorme oferta de mano de obra barata, ha propiciado un fuerte incremento de la capacidad productiva, manteniendo bajos los precios de las mercancías. El peso de China, en particular, ha aumentado sustancialmente en los últimos 15 años (Gráfico III.7, panel izquierdo): la proporción de la variación de la inflación en las economías avanzadas que se explica por la inflación de los precios

⁴ Es posible que la globalización haya contribuido también a reducir el grado de repercusión de las variaciones de los tipos de cambio en los precios nacionales. Las grandes empresas manufactureras pueden distribuir la producción entre más países y cambiar de proveedores rápidamente, lo que minimiza la incidencia en su producto final de las fluctuaciones cambiarias en un único país. Para un repaso de la literatura al respecto, véase, por ejemplo, J. Bailliu, W. Dong y J. Murray, «Has exchange rate pass-through really declined? Some recent insights from the literature», *Bank of Canada Review*, otoño de 2010.



¹ Obtenida a partir de regresiones de panel no equilibrado (11 principales economías avanzadas) con efectos fijos de corte transversal (errores estándar y covarianza de Newey-West) con arreglo a las especificaciones de Borio y Filardo (2007) y Galí (2011), respectivamente. Las barras muestran los coeficientes de las siguientes ecuaciones: $\pi_{i,t}^h - \pi_{i,t}^c = c_i + \beta_d y_{i,t-1}^d + \beta_g y_{i,t-1}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^d + \delta \rho_{i,t-1}$ (panel izquierdo), donde $\pi_{i,t}^h$ es la inflación general, $\pi_{i,t}^c$ es la tendencia de la inflación subyacente calculada con el filtro Hodrick-Prescott, $y_{i,t-1}^d$ es la brecha de producto nacional retardada, $y_{i,t-1}^g$ es la brecha de producto mundial retardada, $\pi_{i,t-1}^d$ es la inflación de precios de importación retardada y $\rho_{i,t-1}$ corresponde a las variaciones interanuales retardadas de los costes laborales unitarios nominales; y $\omega_{i,t} = c_i + \beta_{u1} \mu_{i,t} + \beta_{u2} \Delta \mu_{i,t} + \beta_g y_{i,t-1}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^h$ (panel derecho), donde $\omega_{i,t}$ es la inflación de salarios, $\mu_{i,t}$ la brecha de desempleo, $\Delta \mu_{i,t}$ la variación de la brecha de desempleo, $y_{i,t-1}^g$ la brecha de producto mundial, y $\pi_{i,t-1}^h$ la inflación general retardada. La brecha de desempleo, la brecha de producto nacional y la brecha de producto mundial se han estimado utilizando un filtro Hodrick-Prescott.

Fuentes: C. Borio y A. Filardo, «Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation», *BIS Working Papers*, n° 227, mayo de 2007; J. Galí, «The return of the wage Phillips curve», *Journal of the European Economic Association*, n° 9, junio de 2011; FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; OCDE, *Economic Outlook y Main Economic Indicators*; Datastream; JPMorgan Chase; datos nacionales; cálculos del BPI.

de exportación chinos en el periodo 1999–2013 duplicó la del periodo 1986–98, hasta superar el 30%. Al mismo tiempo, los precios de las exportaciones chinas de mercancías permanecieron muy contenidos, incluso a pesar del incremento de los salarios y los costes laborales unitarios, y todavía siguen relativamente próximos al nivel de 2005 (Gráfico III.7, panel derecho).

Para seguir ilustrando la creciente trascendencia de los factores mundiales para la evolución de la inflación, puede incorporarse una medida de la brecha de producto mundial a las especificaciones estándar de la curva de Phillips. El panel izquierdo del Gráfico III.8 muestra estimaciones de la pendiente de la curva de Phillips de precios con respecto a la brecha del producto nacional y mundial, obtenidas a partir de distintas muestras de un conjunto de economías avanzadas. El coeficiente sobre la brecha de producto nacional cae y pasa a ser estadísticamente insignificante desde finales de la década de los 90, mientras que el coeficiente sobre la brecha de producto mundial adquiere relevancia. Los resultados son muy similares cuando se amplía de la misma forma una curva de Phillips de salarios.

De cara al futuro, no está claro hasta qué punto el mayor peso de los factores mundiales continuará afectando a la inflación nacional. La fuerza de los factores desinflacionistas depende en gran medida de las diferencias en los niveles salariales y los costes laborales unitarios entre países, que se han ido reduciendo. En China, por ejemplo, los salarios en el sector manufacturero no han dejado de aumentar, mientras que el crecimiento de la productividad laboral parece haberse ralentizado algo en los últimos años. Si las subidas salariales no van acompañadas de incrementos similares de la productividad, acabarán por presionar al alza los precios de las exportaciones. Sin embargo, los factores desinflacionistas todavía no parecen

haberse agotado y aún queda margen para una mayor integración en la economía mundial de países de renta baja y con una amplia oferta de mano de obra barata.

La inversión y la productividad en una perspectiva de largo plazo

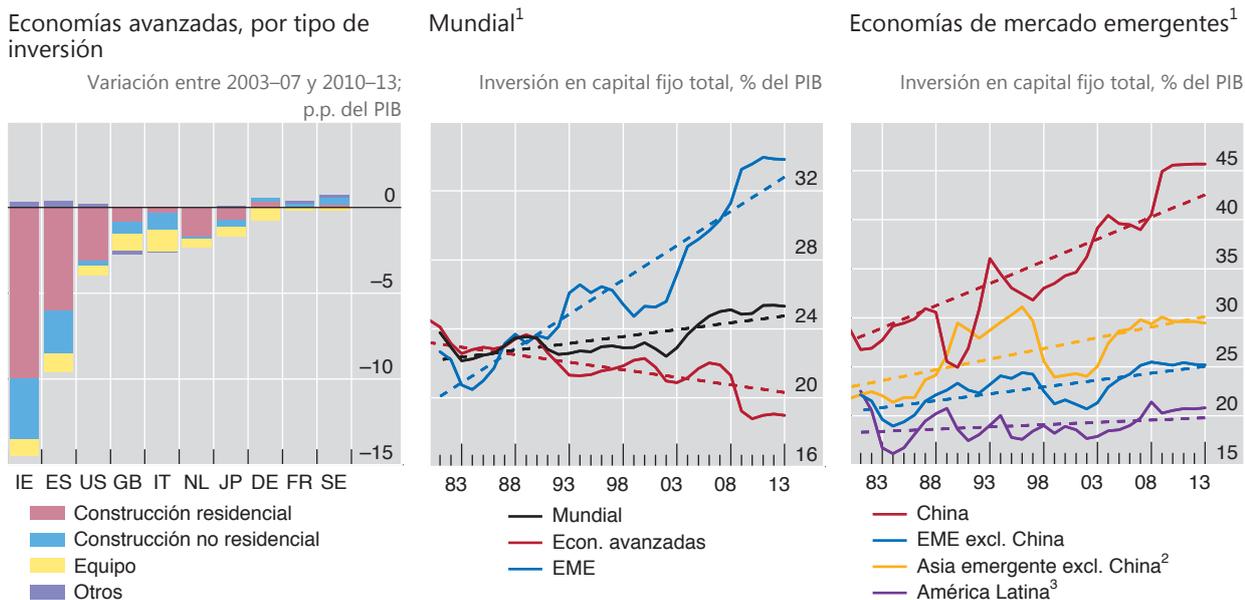
Desde 2009, el crecimiento de la inversión y el crecimiento de la productividad laboral han sido inferiores a los de recuperaciones anteriores. La inversión bruta total en capital fijo en las economías avanzadas es por lo general menor que antes de la crisis (Gráfico III.9, panel izquierdo). Las mayores brechas de inversión se registraron en países que experimentaron los mayores auges inmobiliarios: 14 puntos porcentuales en Irlanda, nueve en España, cuatro en Estados Unidos y tres en el Reino Unido. El grueso de la caída es atribuible a la construcción, si bien el gasto en bienes de equipo también es inferior al promedio previo a la crisis en muchos países, lo que refleja la debilidad de la demanda y la lentitud de la recuperación típicas de las recesiones de balance.

No sería realista esperar que la inversión, como porcentaje del PIB, retornase a su nivel anterior a la crisis en las economías avanzadas, ya que la caída del gasto en construcción constituye una corrección necesaria de un exceso de inversión previo y no es probable que esta caída se revierta en su totalidad. Además, el porcentaje de inversión ya mostraba una tendencia bajista mucho antes de la crisis, por lo que cabe esperar que cuando el crecimiento del PIB se recupere, la inversión se instale en un nivel inferior al promedio anterior a la crisis.

Esta tendencia a la baja en las economías avanzadas responde a una serie de factores. Uno de ellos es la caída del crecimiento tendencial en las últimas décadas. Dado que la relación entre capital y PIB ha permanecido en general estable o ha aumentado ligeramente en la mayoría de países, se necesita invertir un porcentaje menor del PIB para mantener esa relación constante en el tiempo. Un segundo factor es el cambio en la composición del PIB, habiéndose reducido el peso del sector manufacturero que hace un uso intensivo del capital y ampliado el del sector servicio menos intensivo en capital. En tercer lugar, en la medida en que el menor crecimiento del PIB se deba a factores exógenos (como una evolución demográfica adversa, la desaceleración del ritmo de innovación tecnológica o el cambio de patrones arraigados de demanda de los consumidores), la caída asociada del porcentaje que representa la inversión sobre el PIB sería una consecuencia natural de esa desaceleración, y no su causa.

Además, es posible que la debilidad de la inversión se haya sobreestimado. A lo largo de las últimas décadas el precio relativo de los bienes de inversión ha tendido a la baja, lo que ha permitido a las empresas mantener constante su stock de capital gastando menos en términos nominales. En la práctica, en términos reales, el gasto en inversión ha fluctuado en las economías avanzadas en torno a una tendencia levemente *creciente*, no *decreciente*. También cabe que las estadísticas oficiales subestimen la inversión inmaterial (el gasto en investigación y desarrollo, formación, etc.), que ha ido adquiriendo relevancia en las economías basadas en servicios.

El último factor, y el más importante, es que a escala *mundial* la inversión no es débil: la persistente caída del porcentaje que representa la inversión sobre el PIB en las EA ha quedado contrarrestada por un incremento tendencial en las EME (Gráfico III.9, panel central). En parte, este crecimiento refleja la fuerte inversión en China, que, con un porcentaje próximo al 45% del PIB, parece insosteniblemente elevada (Gráfico III.9, panel derecho). Pero incluso excluyendo a China, la inversión



DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IE = Irlanda; IT = Italia; JP= Japón; NL = Países Bajos; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

¹ Para los datos de China y de las economías avanzadas, la tendencia lineal se calcula a partir de los primeros datos disponibles (desde 1960). Las cifras agregadas son medias ponderadas basadas en el PIB a tipos de cambio PPA corrientes hasta 2011. Las economías avanzadas comprenden 17 economías principales y, las EME, 14 economías principales. Para China, los valores de 2013 son estimaciones. ² Corea, India, Indonesia, Malasia y Tailandia. ³ Brasil, Chile, México y Perú.

Fuentes: base de datos AMECO de la Comisión Europea; FMI; CEIC; datos nacionales; cálculos del BPI.

en las EME ha seguido una tendencia al alza, aunque a ritmo más moderado, sobre todo en los países asiáticos emergentes.

Este panorama general no significa, con todo, que la inversión no pueda o no deba ser más elevada. La obsolescencia de las infraestructuras podría ser un lastre para el crecimiento en Estados Unidos, el Reino Unido y otras economías avanzadas. En algunos países de la zona del euro, las rigideces del mercado de productos y en otros ámbitos frenan la inversión empresarial. El estrangulamiento de la oferta está teniendo efectos similares en varias EME, entre las que se incluyen Sudáfrica, Brasil y otros países latinoamericanos.

Entre los factores que pueden frenar una recuperación cíclica de la inversión se encuentran la falta de financiación y la insuficiencia de la demanda agregada. Sin embargo, en este caso las condiciones financieras son extremadamente favorables: el coste del capital en las principales economías se sitúa en general por debajo de los niveles previos a la crisis gracias a las bajas tasas de interés y a la pujanza de los mercados bursátiles. Las empresas grandes no suelen tener problemas para acceder a la financiación bancaria. Además, la financiación mediante la emisión de deuda ha sido fácilmente asequible, en condiciones extraordinariamente favorables, en todo el mundo, incluso para empresas con calificaciones crediticias inferiores al grado de inversión (Capítulos II y VI).

La facilidad de la financiación y la recuperación de la rentabilidad han permitido mejorar el saldo financiero neto del sector corporativo no financiero, que en algunas economías avanzadas ya se ha vuelto positivo, con niveles similares a los que se registraban antes de la crisis. En Estados Unidos, por ejemplo, los beneficios internos (después de impuestos y dividendos, más gastos de

amortización) superan al gasto de inversión desde 2009. Además, para aprovechar las tasas de interés en mínimos históricos, las empresas estadounidenses han seguido emitiendo deuda a largo plazo. La contrapartida es que se está disponiendo de los recursos propios más rápidamente de lo que se captan, ya que las empresas distribuyen dividendos más elevados, recompran acciones propias y participan en fusiones y adquisiciones.

El acceso a la financiación podría seguir siendo complicado para las pequeñas y medianas empresas de países donde el sector bancario sigue en dificultades, como ocurre en algunas partes de Europa. Para que mejore la oferta de financiación a esas empresas, la banca tendría primero que reconocer pérdidas y recapitalizarse. No es probable que el estímulo de la política monetaria por sí solo pueda tener efectos adicionales significativos (Capítulos I y V).

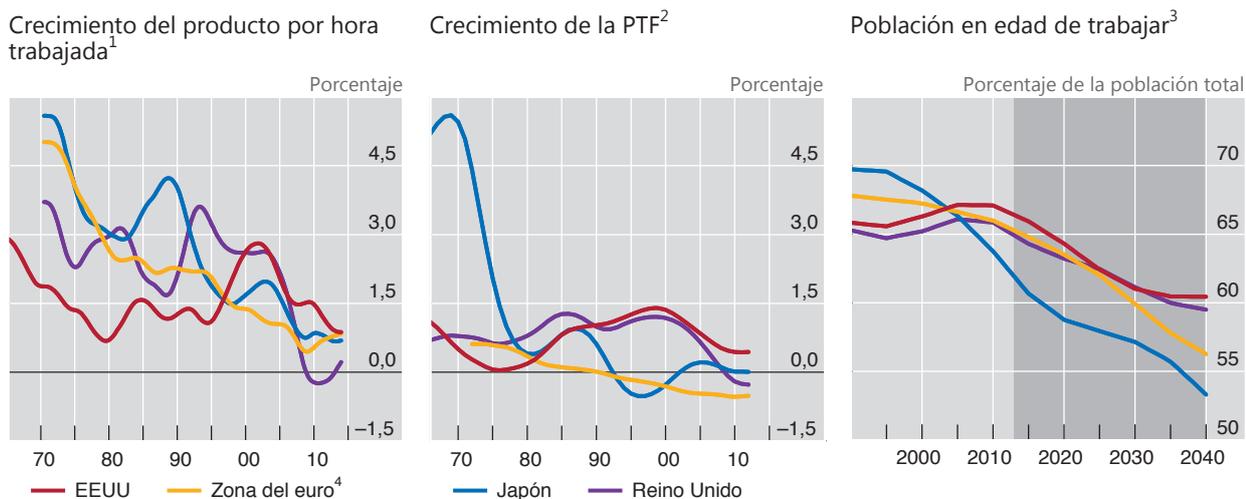
No siendo la financiación un obstáculo, la debilidad cíclica de la inversión se explica mejor por la lenta recuperación de la demanda agregada que suele seguir a las recesiones de balance. Cuando los agentes sanean sus balances, su nivel de gasto se mantiene por debajo del habitual antes de la crisis, lo que a su vez reduce los ingresos de otros agentes y prolonga la fase de ajuste (Recuadro III.A). La necesaria consolidación de las finanzas públicas también puede ralentizar el crecimiento a corto plazo, pero, a medida que avance la recuperación, la inversión debería repuntar. De hecho, ya ha aumentado en los últimos trimestres —aunque moderadamente— en países como Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido.

La debilidad actual de la demanda agregada podría sugerir la necesidad de adoptar nuevos estímulos monetarios o de relajar el ritmo de consolidación fiscal. Sin embargo, estas políticas podrían resultar ineficaces en las circunstancias actuales (Capítulo V) o bien insostenibles si, considerando una perspectiva temporal más amplia, simplemente adelantarán el gasto futuro sin incrementar su volumen total en el largo plazo, con la consiguiente elevación adicional del endeudamiento público y privado. En su lugar, la única manera de impulsar la demanda de forma sostenible es aumentar la capacidad productiva de la economía eliminando barreras a la inversión productiva y reasignando los recursos productivos. Esto reviste aún mayor importancia en vista del descenso del crecimiento de la productividad.

Tendencias bajistas del crecimiento de la productividad

Desde 2010, el crecimiento de la productividad laboral se ha situado por debajo de los promedios anteriores a la crisis en la mayoría de economías avanzadas y, hasta la fecha, ha aumentado mucho más despacio que en anteriores recuperaciones del ciclo económico. Por ejemplo, la productividad ha crecido en promedio un 1% tanto en Estados Unidos como en Alemania, frente al 2,3% y el 1,8% que respectivamente registraron en el decenio anterior a la crisis. En el Reino Unido, el crecimiento de la productividad ha sido inapreciable, cuando antes de la crisis su promedio estaba en el 2,5%. España es la excepción: ahí el incremento de la productividad ha superado los promedios previos a la crisis tras la fuerte caída del empleo.

El débil crecimiento de la productividad desde el inicio de la recuperación en parte refleja, según se mencionó, la lentitud de la recuperación que caracteriza a las recesiones de balance. Sin embargo, también se debe en parte a la prolongación de una tendencia bajista que enfiló mucho antes de que estallara la crisis financiera (Gráfico III.10, panel izquierdo). Esta tendencia queda corroborada asimismo por las estimaciones de la productividad total de los factores (PTF), que mide la eficiencia con la que se utilizan el capital y la mano de obra en la producción (Gráfico III.10, panel central). En Estados Unidos y el Reino Unido, ambos parámetros indican que el crecimiento de la productividad repuntó entre mediados de la década de los



¹ Diferencia intertrimestral anualizada de la serie calculada mediante el filtro Hodrick-Prescott (HPF) de los niveles logarítmicos del PIB real por hora trabajada estimada entre T1 1970 (EEUU: T1 1960) y T4 2015 (incluidas previsiones). ² Diferencia anual en la serie HPF de los logaritmos de la productividad total de los factores (PTF) estimada entre 1950 (zona del euro: 1970) y 2011. ³ La zona sombreada representa proyecciones. ⁴ Media ponderada basada en el PIB a tipos de cambio PPA (panel derecho: suma) de Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; Naciones Unidas, *World Population Prospects: The 2012 Revision*; Penn World Tables 8.0; cálculos del BPI.

80 y comienzos de la década de 2000, habiendo perdido fuelle desde entonces. En cambio, el crecimiento de la PTF en la zona del euro se ha ido reduciendo desde principios de la década de los 70 y actualmente es negativo. El crecimiento de la PTF en Japón también va claramente rezagado con respecto al de Estados Unidos: comenzó desplomándose para después adentrarse en terreno negativo durante la contracción financiera de comienzos de los 90, no siendo sino hasta comienzos de la década de 2000 cuando empezó a recuperarse en cierta medida.

El menor crecimiento de la productividad, que pudo haber quedado oculto por el auge financiero anterior a la crisis, podría responder a factores más profundos. El primer factor es el ritmo de innovación tecnológica, que, sin embargo, es difícil de predecir. Una postura pesimista al respecto es que la revolución de las tecnologías de la información propició una revitalización tan solo temporal y puntual de la productividad, que ya se habría agotado antes de comenzar la crisis⁵. El segundo factor se refiere a los patrones de demanda: la transición hacia sectores con escaso crecimiento de la productividad, como el sector servicios (sanidad, educación, ocio, etc.), tiende a reducir el crecimiento de la productividad agregada⁶. El tercer factor es el recrudecimiento de diversos impedimentos estructurales a la asignación eficiente de recursos, que puede obstaculizar la adopción y el uso eficiente de las tecnologías más vanguardistas. Los elevados niveles de deuda

⁵ Un punto de vista pesimista se expone, por ejemplo, en R. Gordon, «U.S. productivity growth: the slowdown has returned after a temporary revival», *International Productivity Monitor*, 2013. Para un punto de vista optimista, véase M. Baily, J. Manyika y S. Gupta, «U.S. productivity growth: an optimistic perspective», *International Productivity Monitor*, 2013.

⁶ Véanse, por ejemplo, C. Echevarría, «Changes in sectoral composition associated with economic growth», *International Economic Review*, vol. 38, 1997; y M. Duarte y D. Restuccia, «The role of structural transformation in aggregate productivity», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, 2010.

pública también pueden ir en su detrimento (véase el Recuadro III.B para un análisis más detallado).

La asignación inadecuada de recursos podría haber empeorado tras el estallido de la crisis financiera. La evidencia empírica apunta a que, en los países afectados por la crisis, las bajas tasas de interés y la permisividad con el endeudamiento podrían estar reteniendo recursos en empresas ineficientes. Por ejemplo, datos de empresas británicas indican que aproximadamente un tercio de la ralentización de la productividad desde 2007 se explica por una menor reasignación de los recursos entre empresas, en términos tanto de movilidad de mano de obra entre ellas como de entrada y salida de éstas del mercado⁷. Los países que han tardado demasiado en reparar sus balances podrían estar compartiendo algunas características con el Japón de después del desplome financiero de principios de los 90 (Recuadro III.B).

Salvo que repuntase el crecimiento de la productividad, las perspectivas de crecimiento del PIB son poco halagüeñas. En particular, puede quedar lastrado por el envejecimiento de la población en muchas economías avanzadas, y no solo en ellas. El porcentaje de población en edad laboral ha disminuido en la zona del euro y con más rapidez aún en Japón, mientras que en Estados Unidos y el Reino Unido tocó techo justo antes de iniciarse la crisis financiera (Gráfico III.10, panel derecho).

Todo esto destaca la importancia de las medidas para mejorar el crecimiento de la productividad. Es necesario eliminar factores estructurales que obstaculizan la innovación y la inversión y flexibilizar la asignación de capital y mano de obra, en especial en la zona del euro, Japón y otras economías en las que el crecimiento de la productividad ha sido notablemente inferior al estadounidense. Estos obstáculos incluyen las distorsiones del sistema tributario, la burocracia y la regulación excesiva del mercado laboral y de productos⁸. Además, proseguir con la consolidación fiscal es crucial para evitar que la elevada deuda pública se convierta en una rémora permanente para el crecimiento tendencial. En este ámbito, y a pesar de ciertos avances, la mayoría de las economías avanzadas todavía no han logrado situar sus finanzas públicas en una trayectoria sostenible a largo plazo (Gráfico III.4 y Cuadro Anexo III.3)⁹.

Algunas EME han exhibido hasta hace poco un crecimiento de la productividad estable y aun al alza, pero en algunos países su evolución podría haber cambiado de rumbo. Los recientes auges financieros podrían ocultar en parte la mayor dificultad para lograr mejoras de eficiencia. Cuando una economía alcanza niveles de renta medianos, el tamaño del sector manufacturero toca techo y la demanda de servicios adquiere mayor importancia. Esto complica la reducción de la brecha de productividad con las economías más avanzadas: no solo la productividad crece más despacio en el sector servicios, sino que además las deficiencias institucionales y estructurales suelen suponer un lastre mayor para este sector que para el sector manufacturero. Además, las crecientes dificultades de índole demográfica reducirán previsiblemente el crecimiento de varias EME.

⁷ Véase A. Barnett, A. Chiu, J. Franklin y M. Sebastia-Barriel, «The productivity puzzle: a firm-level investigation into employment behaviour and resource allocation over the crisis», *Bank of England Working Papers*, nº 495, abril de 2014.

⁸ Véase, por ejemplo, OCDE, *Economic Policy Reforms 2014: Going for Growth Interim Report*, abril de 2014.

⁹ La necesidad de un ajuste fiscal es especialmente acuciante en Japón, Estados Unidos, el Reino Unido, Francia y España. La mayor parte del ajuste que se precisa en Estados Unidos y en el Reino Unido se debe al gasto relacionado con el envejecimiento de la población, que se prevé que aumentará rápidamente a finales de la década actual si antes no se introducen reformas. Para un análisis más exhaustivo, véase BPI, *83^{er} Informe Anual*, junio de 2013, Capítulo IV.

Estas consideraciones sugieren que lograr un crecimiento sostenible a largo plazo exige medidas estructurales que aborden directamente las causas de la baja productividad, y no tanto políticas destinadas a estimular la demanda agregada. La relajación de restricciones que afectan a la oferta también podría ejercer efectos secundarios positivos sobre la demanda agregada, puesto que los agentes podrían gastar más hoy al anticipar mayores ingresos en el futuro. En cambio, los estímulos financiados mediante deuda podrían resultar menos eficaces de lo esperado y generar problemas de sostenibilidad a largo plazo (Capítulo V).

Crecimiento del PIB, inflación y balanzas por cuenta corriente¹

Cuadro Anexo III.1

	PIB real				Precios de consumo ²				Balanza por cuenta corriente ³		
	Variaciones porcentuales anuales				Variaciones porcentuales anuales				Porcentaje del PIB		
	2012	2013	2014	1996–2006	2012	2013	2014	1996–2006	2012	2013	2014
Mundo	2,6	2,4	2,8	3,9	3,0	2,7	3,1	4,3			
Economías avanzadas	1,4	1,1	1,9	2,8	1,9	1,3	1,6	1,9	-0,6	-0,1	-0,1
Estados Unidos	2,8	1,9	2,5	3,4	2,1	1,5	1,8	2,6	-2,7	-2,3	-2,0
Zona del euro ⁴	-0,6	-0,4	1,1	2,4	2,5	1,4	0,8	1,9	1,3	2,4	2,2
<i>Alemania</i>	0,9	0,5	1,9	1,5	2,0	1,5	1,3	1,4	7,4	7,5	7,2
<i>España</i>	-1,6	-1,2	1,0	3,7	2,4	1,4	0,3	3,0	-1,1	0,8	1,3
<i>Francia</i>	0,4	0,4	0,8	2,3	2,0	0,9	1,0	1,6	-2,2	-1,3	-1,4
<i>Italia</i>	-2,4	-1,8	0,6	1,5	3,0	1,2	0,8	2,4	-0,4	1,0	1,3
Japón	1,5	1,5	1,3	1,1	0,0	0,4	2,6	0,0	1,0	0,7	0,4
Reino Unido	0,3	1,7	2,9	3,3	2,8	2,6	1,9	1,6	-3,7	-4,4	-3,6
Europa occidental, otros ⁵	1,3	1,3	2,1	2,6	0,7	0,6	0,7	1,4	9,3	9,6	9,1
Canadá	1,7	2,0	2,3	3,2	1,5	0,9	1,7	2,0	-3,4	-3,2	-2,8
Australia	3,6	2,4	2,9	3,6	1,8	2,4	2,7	2,6	-4,1	-2,9	-2,6
Economías de mercado emergentes	4,6	4,3	4,2	5,6	4,6	4,7	5,3	5,4	1,9	1,6	1,6
Asia	5,8	5,8	5,8	7,0	3,7	3,4	3,4	2,9	1,9	2,2	2,1
<i>China</i>	7,8	7,7	7,3	9,2	2,7	2,6	2,5	1,4	2,3	2,1	2,1
<i>Corea</i>	2,3	3,0	3,6	5,1	2,2	1,3	1,9	3,2	4,3	6,5	5,1
<i>India</i> ⁶	4,5	4,7	5,4	6,7	7,4	6,0	5,5	4,8	-4,7	-2,0	-2,4
<i>Otros Asia</i> ⁷	4,6	4,1	4,2	4,0	3,1	3,2	3,5	3,8	3,8	3,6	4,0
América Latina ⁸	2,9	2,5	2,1	3,1	5,9	8,1	10,9	7,2	-1,7	-2,5	-2,5
<i>Brasil</i>	1,0	2,5	1,7	2,6	5,8	5,9	6,3	7,7	-2,4	-3,6	-3,5
<i>México</i>	3,7	1,3	2,9	3,5	3,6	4,0	3,9	4,4	-1,2	-1,8	-1,9
Europa central ⁹	0,7	0,8	2,8	4,0	4,0	1,3	0,9	3,0	-2,5	-0,6	-1,1
<i>Polonia</i>	2,1	1,5	3,1	4,5	3,7	1,2	1,1	2,5	-3,5	-1,3	-2,0
Arabia Saudita	5,8	3,8	4,2	3,6	2,9	3,5	3,4	0,5	22,4	18,0	14,1
Rusia	3,5	1,3	0,3	4,3	6,5	6,5	6,4	12,9	3,6	1,5	1,7
Sudáfrica	2,5	1,9	2,5	3,5	5,7	5,8	6,2	4,2	-5,2	-5,8	-5,2
Turquía	2,2	4,0	2,4	4,7	8,9	7,5	8,3	24,8	-6,2	-7,9	-6,2

¹ Basados en previsiones de consenso de mayo de 2014. Para las cifras agregadas, medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005. Las EME incluyen otras economías de Oriente Medio (que no se muestran). Las cifras correspondientes al periodo 1996–2006 se refieren al crecimiento e inflación medios anuales (en el caso de EME, inflación calculada para el periodo 2001–06). ² Para la India, precios al por mayor. ³ Para las cifras agregadas, suma de los países y regiones mostrados o citados; las cifras mundiales no suman cero debido a la cobertura incompleta de países y discrepancias estadísticas. ⁴ La cuenta corriente se basa en la suma de las transacciones fuera de la zona del euro. ⁵ Dinamarca, Noruega, Suecia y Suiza. ⁶ Ejercicios fiscales (comienzan en abril). ⁷ Taipéi chino, Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁸ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. En el caso de Argentina, los datos de precios de consumo se basan en estimaciones oficiales (ruptura metodológica en diciembre de 2013). ⁹ Hungría, Polonia y la República Checa.

Fuentes: FMI; Consensus Economics; datos nacionales; cálculos del BPI.

Recuperación del PIB, el empleo y la productividad desde la última crisis

En porcentaje

Cuadro Anexo III.2

	T1 2014 ¹ frente al máximo precrisis (mínimo para la tasa de desempleo)				T1 2014 ¹ frente a tendencia precrisis		Caída del máximo al mínimo ²		<i>Pro memoria: crecimiento medio anual del PIB</i>	
	PIB real	Empleo	Producto por trabajador	Tasa desempleo (p.p.)	PIB real	Producto por trabajador	PIB real	Empleo	<i>Precrisis³</i>	<i>Postcrisis⁴</i>
Estados Unidos	5,9	-0,8	6,6	2,8	-12,6	-6,8	-4,4	-5,9	3,4	2,2
Japón	1,2	-3,7	2,6	0,4	-2,3	-3,0	-9,7	-4,6	1,1	1,8
Reino Unido	-0,6	2,5	-3,8	2,3	-18,6	-15,3	-7,5	-2,5	3,3	1,3
Zona del euro										
Alemania	3,8	4,0	-0,6	-2,2	-2,5	-5,1	-7,0	-0,5	1,5	2,1
Francia	1,1	-1,0	2,1	3,0	-12,1	-4,3	-4,1	-1,7	2,3	1,1
Italia	-9,4	-5,2	-5,7	6,8	-17,7	-4,6	-9,4	-5,2	1,5	-0,5
Países Bajos	-4,5	-2,5	-2,4	5,0	-17,4	-8,4	-5,1	-2,5	2,7	0,1
España	-7,1	-17,8	10,6	17,9	-29,0	12,1	-7,7	-18,3	3,7	-0,7
Austria	0,5	4,2	-4,2	1,7	-11,4	-12,0	-6,5	-1,1	2,5	1,4
Bélgica	1,2	1,8	-1,0	2,1	-10,7	-7,6	-4,4	-0,7	2,2	1,0
Grecia	-28,3	-20,4	-6,9	20,6	-50,5	-18,8	-28,3	-20,4	3,6	-5,6
Irlanda	-10,1	-11,4	1,3	7,9	-47,6	-12,5	-12,2	-15,1	7,1	0,2
Portugal	-7,5	-11,6	4,3	11,5	-20,0	-1,7	-8,8	-13,4	2,4	-0,9
Polonia	15,0	1,4	12,7	3,1	-3,9	-15,2	-1,3	-1,4	4,5	3,0
Corea	16,8	7,6	9,3	1,1	-11,0	-10,9	-3,4	-0,8	5,1	3,8

¹ T4 2013 para el PIB real y el producto por trabajador de Irlanda; T4 2013 para la tasa de desempleo de Grecia. ² Punto mínimo calculado con respecto a 2008 hasta los últimos datos disponibles. ³ 1996-2006. ⁴ 2010 hasta los últimos datos disponibles.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; Datastream; cálculos del BPI.

Posiciones fiscales¹

Cuadro Anexo III.3

	Saldo general ²			Saldo primario estructural del gobierno ³			Deuda bruta ²		
	2009	2014	Variación	2009	2014	Variación	2007	2014	Variación
Economías avanzadas									
Alemania	-3,1	-0,2	2,9	0,9	0,8	-0,1	66	84	18,3
Austria	-4,1	-2,8	1,3	-1,4	1,7	3,2	63	90	26,6
Bélgica	-5,6	-2,1	3,5	-0,9	1,4	2,3	88	107	19,0
Canadá	-4,5	-2,1	2,4	-2,6	-1,6	1,0	70	94	23,8
España	-11,1	-5,5	5,6	-9,4	-0,7	8,6	43	108	66,0
Estados Unidos	-12,8	-5,8	7,0	-7,5	-2,4	5,1	64	106	42,4
Francia	-7,5	-3,8	3,7	-4,6	0,1	4,7	73	115	42,1
Grecia	-15,6	-2,5	13,2	-10,2	7,5	17,7	119	189	69,4
Irlanda	-13,7	-4,7	9,0	-7,7	1,8	9,5	29	133	104,0
Italia	-5,4	-2,7	2,7	0,4	4,7	4,3	117	147	30,6
Japón	-8,8	-8,4	0,5	-7,0	-7,1	-0,1	162	230	67,2
Países Bajos	-5,6	-2,7	2,9	-3,6	1,2	4,8	51	88	36,1
Portugal	-10,2	-4,0	6,2	-4,9	3,5	8,4	76	141	65,7
Reino Unido	-11,2	-5,3	5,9	-7,5	-2,6	4,9	47	102	54,7
Suecia	-1,0	-1,5	-0,6	1,8	-0,6	-2,4	48	49	0,4
Economías de mercado emergentes									
Brasil	-3,3	-3,3	-0,1	2,7	2,0	-0,7	65	67	1,5
China	-3,1	-2,0	1,1	-2,2	-0,5	1,7	20	20	0,6
Corea	-1,0	0,1	1,1	-0,7	0,7	1,4	27	38	11,0
India	-9,8	-7,2	2,5	-5,0	-2,4	2,6	74	65	-8,7
Indonesia	-1,8	-2,5	-0,8	0,0	-1,2	-1,2	35	26	-9,0
Malasia	-6,7	-3,5	3,3	-4,3	-1,7	2,7	41	56	15,1
México	-5,1	-4,1	1,0	-1,9	-1,4	0,5	38	48	10,6
Sudáfrica	-4,9	-4,4	0,5	-0,9	-0,8	0,0	28	47	19,0
Tailandia	-3,2	-1,6	1,6	-1,4	0,2	1,6	38	47	8,2

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.

IV. La deuda y el ciclo financiero a escalas nacional e internacional

Atender únicamente al ciclo económico no es suficiente para entender la evolución de la economía mundial desde la crisis financiera de 2007–09 (Capítulos I y III). Un enfoque que se centrara en el ciclo económico no puede dar cuenta cabal de la interacción entre deuda, precios de los activos y PIB que explica el anémico crecimiento de numerosas economías avanzadas en los últimos años. Este capítulo analiza el efecto que la deuda, el apalancamiento y la asunción de riesgos han impreso en la evolución económica y financiera, evaluando, en concreto, en qué posición del ciclo financiero se encuentran diferentes economías.

Los ciclos financieros difieren de los ciclos económicos. Los primeros abarcan las interacciones de refuerzo mutuo entre percepciones de valor y riesgo, asunción de riesgos y restricciones de financiación que se traducen en fases de expansión y contracción financieras. Suelen ser más amplios que los ciclos económicos y la mejor forma de medirlos es a partir de una combinación de agregados crediticios y precios inmobiliarios. Las variables que miden la actividad económica y las variables financieras pueden divergir durante largos periodos de tiempo, pero el vínculo entre ellas tiende a restablecerse con fuerza cuando los auges financieros dan paso a las depresiones. Estos episodios a menudo coinciden con crisis bancarias que, a su vez, suelen ir acompañadas de recesiones mucho más severas —recesiones de balance— que las que caracterizan el ciclo económico típico.

Un elevado endeudamiento del sector privado puede socavar la sostenibilidad del crecimiento económico. En numerosas economías con auges financieros en curso, hogares y empresas se hallan en situación de vulnerabilidad, con los riesgos consiguientes de que se produzcan graves dificultades financieras y tensiones macroeconómicas. En los países más afectados por la crisis, el endeudamiento del sector privado continúa en niveles elevados con respecto al PIB, lo que aumenta la sensibilidad de hogares y empresas a subidas de las tasas de interés. Estos países podrían quedar sumidos en una trampa de deuda: tratar de estimular la economía mediante bajas tasas de interés fomenta que se asuma aún más deuda y, por ende, agrava el problema que trata de resolver.

La expansión de nuevas fuentes de financiación ha cambiado la naturaleza de los riesgos. En la denominada «segunda fase de liquidez mundial», las empresas de economías de mercado emergentes (EME) recurrieron a los mercados de deuda internacionales para captar buena parte de su financiación, lo cual realizaron, en parte, a través de sus filiales en el extranjero, cuya deuda suele escapar al control de las autoridades. La financiación obtenida en los mercados suele tener vencimientos más largos que la financiación bancaria, por lo que los riesgos de refinanciación son inferiores. Ahora bien, es claramente procíclica: es asequible y abundante cuando las condiciones son favorables, pero puede evaporarse al primer indicio de problemas. Esto podría asimismo repercutir en las instituciones financieras nacionales, que basan parte importante de su financiación en el sector empresarial de su país. Por último, el grueso del endeudamiento externo del sector privado de las EME es en divisas, lo cual expone a los prestatarios al riesgo de tipo de cambio.

Este capítulo comienza describiendo brevemente las principales características del ciclo financiero; seguidamente, se analiza en qué fase del ciclo se encuentran determinados países; en el tercer apartado, se abordan los factores que han influido

en el ciclo financiero en los últimos años; y, por último, se tratan los riesgos y la posible necesidad de llevar a cabo procesos de ajuste.

Breve introducción al ciclo financiero

Si bien no existe una definición consensuada de qué constituye un ciclo financiero, el concepto general comprende la dinámica conjunta de un amplio abanico de variables financieras, lo que incluye tanto cantidades como precios. Estudios del BPI sugieren que los agregados crediticios, como variable indicativa de apalancamiento, y los precios inmobiliarios, como medida de las garantías disponibles, desempeñan una función especialmente importante al respecto. El rápido aumento del crédito, en particular el de carácter hipotecario, impulsa al alza los precios inmobiliarios, lo que incrementa a su vez el valor de las garantías reales y, con ello, el volumen de crédito al que puede acceder el sector privado. Este refuerzo mutuo entre factores determinantes de la financiación y percepciones de valor y riesgos ha originado en el pasado los desequilibrios macroeconómicos más graves. Otras variables, como los diferenciales de crédito, las primas por riesgo y las tasas de impago, brindan útil información complementaria sobre tensiones, percepciones de riesgo y tolerancia al mismo.

Cuatro aspectos caracterizan empíricamente los ciclos financieros (la forma de medir estos se describe en el Recuadro IV.A). En primer lugar, presentan duraciones considerablemente mayores que los ciclos económicos. Según criterios de medición tradicionales, los ciclos económicos suelen durar entre uno y ocho años, mientras que los financieros abarcan aproximadamente entre 15 y 20 años. Esta diferencia implica que un ciclo financiero pueda prolongarse durante varios ciclos económicos.

En segundo lugar, los picos del ciclo financiero suelen coincidir con crisis bancarias o periodos de fuertes tensiones financieras. Los auges financieros en los que el aumento de los precios de los activos y el rápido crecimiento del crédito se refuerzan mutuamente suelen estar motivados por la prolongación de unas condiciones monetarias y financieras acomodaticias, a menudo en conjunción con algún elemento de innovación financiera. Unas condiciones de financiación laxas, a su vez, repercuten en la actividad económica real en forma de niveles excesivos de apalancamiento en algunos sectores y de sobreinversión en aquellos más en boga, como por ejemplo el inmobiliario. Ante una perturbación económica, las empresas o los hogares sobreendeudados a menudo devienen incapaces de hacer frente al servicio de su deuda. La mala asignación sectorial de la inversión durante el auge agrava aún más este círculo vicioso (Capítulo III).

En tercer lugar, los ciclos financieros suelen producirse de manera sincronizada entre diferentes economías; si bien no tienen por qué evolucionar en paralelo en todo el mundo, numerosos factores que inciden en el ciclo financiero revisten un importante componente mundial. Por ejemplo, las condiciones de liquidez suelen estar muy correlacionadas entre mercados. La movilidad de los flujos de capital financiero tiende a armonizar primas por riesgo y condiciones de financiación entre monedas y países, actuando dichos flujos como fuente de financiación marginal (determinante por tanto del precio de financiación). Siendo así, el capital externo a menudo influye de manera desproporcionada en auges insostenibles del crédito, al intensificar la fluctuación de los agregados crediticios, y puede además provocar sobrerreacciones en los tipos de cambio. Lo hace directamente cuando una moneda se utiliza fuera de su jurisdicción nacional, como ilustra la función internacional del dólar estadounidense. Las condiciones monetarias también se transmiten de forma indirecta por la resistencia a permitir que se aprecie la propia moneda, cuando las autoridades responsables de la política económica mantienen las tasas de interés

Medición de los ciclos financieros

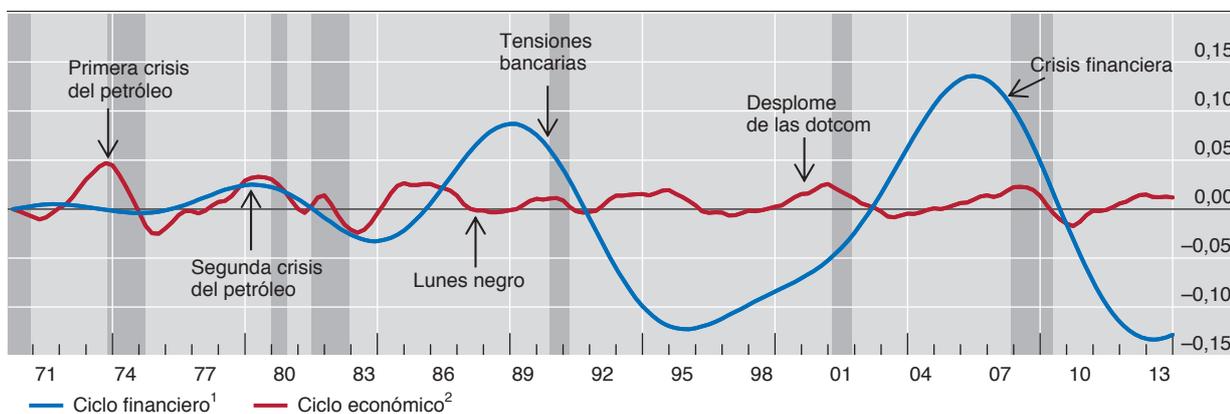
Las autoridades económicas y los investigadores disponen de un amplio acervo de conocimientos con los que medir los ciclos económicos; no sucede así en el caso de los ciclos financieros. En este recuadro se abordan las principales ideas y propuestas de las publicaciones más recientes sobre cómo medir los ciclos financieros^①.

Existen dos métodos para identificar tanto los ciclos económicos como los ciclos financieros. El primero es el denominado «método del punto de inflexión», que se remonta a los estudios de la década de 1940 para fechar los ciclos económicos, y es el que todavía utiliza el Business Cycle Dating Committee del NBER. Este enfoque identifica los puntos máximo y mínimo de cada ciclo atendiendo a las tasas de crecimiento de una amplia gama de series subyacentes. Por ejemplo, un ciclo económico alcanza su punto máximo cuando la tasa de crecimiento de diferentes series pasa de positiva a negativa, incluyendo las de PIB, desempleo, producción industrial y consumo. Para los ciclos financieros, los estudios elaborados por el BPI muestran que el crecimiento del crédito en términos reales, el cociente crédito/PIB y el crecimiento de los precios inmobiliarios en términos reales conforman el conjunto de variables mínimo necesario para poder representar adecuadamente la interacción de refuerzo mutuo entre las restricciones de financiación y las percepciones de valor y riesgos que pueden ocasionar perturbaciones macroeconómicas graves y crisis bancarias. Dicho esto, otras variables como los diferenciales de crédito, las cotizaciones bursátiles, las primas de riesgo y las tasas de impago también miden el riesgo o la percepción del mismo y, por ende, los ciclos financieros. El segundo enfoque se basa en filtros estadísticos que extraen las fluctuaciones cíclicas de determinada duración de una serie concreta, por ejemplo, del PIB.

Las estimaciones de ciclos financieros que se describen en este capítulo siguen el segundo método y se basan en la evolución conjunta del crecimiento del crédito en términos reales, el cociente crédito/PIB y el crecimiento de los precios inmobiliarios en términos reales. Los ciclos de cada serie se extraen aplicando un filtro de paso de banda para ciclos de entre ocho y 30 años de duración, que luego se combinan en una única serie aplicando una media simple. Los filtros estadísticos de paso de banda ayudan a identificar ciclos financieros históricos, pero hay que tener cuidado con las observaciones de años recientes, ya que las tendencias y por tanto las fluctuaciones cíclicas pueden cambiar a medida que se disponga de datos nuevos en el futuro.

El ciclo financiero y el ciclo económico en Estados Unidos

Gráfico IV.A



¹ El ciclo financiero, medido con filtros de frecuencia (paso de banda) para captar los ciclos de medio plazo del crédito real, el cociente crédito/PIB y el precio real de la vivienda. ² El ciclo económico, medido con un filtro de frecuencia (paso de banda) para captar las fluctuaciones del PIB real durante un periodo de entre uno y ocho años.

Fuente: M. Drehmann, C. Borio y K. Tsatsaronis, «Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!», *BIS Working Papers*, n° 380, junio de 2012.

La frecuencia típica del ciclo económico es de aproximadamente entre uno y ocho años. En cambio, los ciclos financieros más relevantes para las crisis bancarias y las principales perturbaciones macroeconómicas duran entre 10 y 20 años, como se muestra en el Gráfico IV.A. Centrarse en frecuencias de medio plazo resulta adecuado por dos motivos. En primer lugar, el crédito y los precios inmobiliarios evolucionan mucho más a la par en estas frecuencias que en frecuencias más altas. En segundo lugar, estos ciclos «medios» explican parte importante de las fluctuaciones

generales de ambas series, mucho más de lo que explican las fluctuaciones cíclicas de medio plazo en el caso del PIB real. Los ciclos financieros que se identifican de este modo se hallan estrechamente relacionados con crisis bancarias sistémicas y deterioros económicos graves. Esto es así tanto si se identifican con un enfoque de punto de inflexión como con un filtro estadístico².

① Este recuadro se basa principalmente en M. Drehmann, C. Borio y K. Tsatsaronis, «Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!», *BIS Working Papers*, n° 380, junio de 2012. Véanse asimismo D. Aikman, A. Haldane y B. Nelson, «Curbing the credit cycle», elaborado para Columbia University Center on Capital and Society Annual Conference, Nueva York, noviembre de 2010; y en S. Claessens, M. Kose y M. Terrones, «How do business and financial cycles interact?», *IMF Working Papers*, n° WP/11/88, abril de 2011. ② Véase Drehmann et al, op. cit.

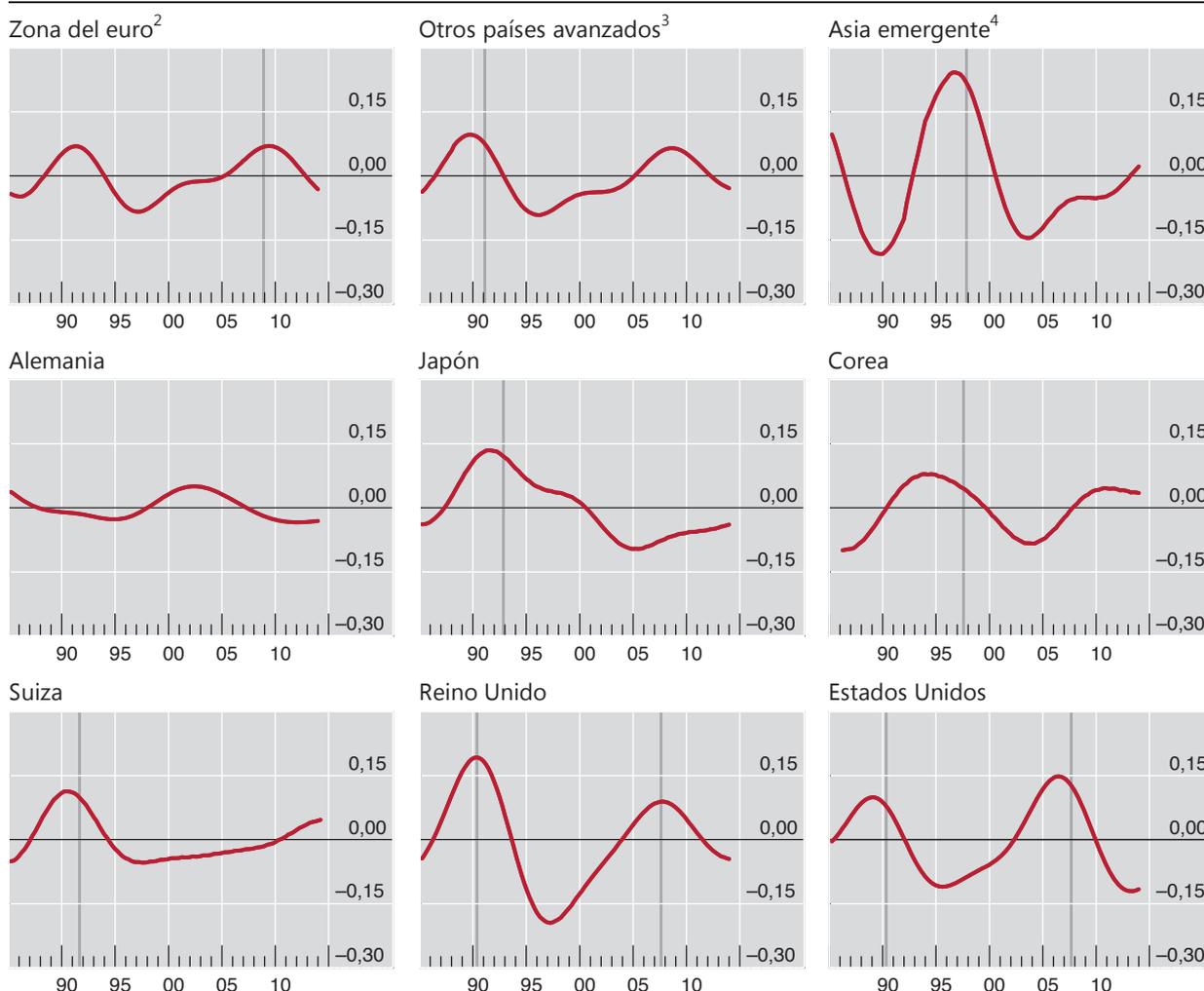
oficiales por debajo de los niveles que prescriben las propias condiciones nacionales o cuando intervienen en los mercados para acumular reservas de divisas.

En cuarto lugar, los ciclos financieros varían con el entorno macroeconómico y los marcos de política. Por ejemplo, han aumentado tanto en duración como en amplitud desde comienzos de la década de 1980, quizás reflejando unos sistemas financieros más liberalizados, condiciones macroeconómicas aparentemente más estables y marcos de política monetaria desconectados de la evolución del crédito. Puede que también influyan en su dinámica futura los significativos cambios que se han producido en los marcos de regulación y de política macroeconómica tras la crisis financiera.

Estas cuatro características de los ciclos financieros se reflejan en el Gráfico IV.1, que representa ciclos financieros para una amplia muestra de países. En numerosas economías avanzadas, el ciclo financiero, medido agregando la evolución a medio plazo del crédito real, el cociente crédito/PIB y el precio real de la vivienda, alcanzó su punto superior a comienzos de la década de 1990 y de nuevo en torno a 2008 (Recuadro IV.A). Ambos puntos de inflexión coincidieron con crisis bancarias generalizadas. Los ciclos financieros de diversas economías asiáticas muestran horizontes temporales marcadamente diferentes, pues alcanzaron sus picos en torno a la crisis financiera asiática de finales de la década de 1990. Inmediatamente después del cambio de milenio arrancó en estas economías otro periodo de auge que se prolonga hasta la actualidad, apenas interrumpido brevemente por la crisis financiera. En algunos casos, como los problemas bancarios de Alemania y Suiza en 2007–09, las tensiones se desarrollaron al margen del ciclo financiero de los países afectados, en virtud de la exposición de su banca a los ciclos financieros de otras jurisdicciones.

La escasa relación entre el ciclo económico y el ciclo financiero a lo largo de periodos prolongados puede tentar a los responsables de política a centrarse en el primero, sin prestar especial atención al segundo. Sin embargo, establecer políticas sin atender al ciclo financiero entraña riesgos, ya que puede provocar desequilibrios financieros, en forma de endeudamiento excesivo de empresas y hogares o de sobredimensionamiento de los sistemas financieros, que haga vulnerables a determinados sectores frente al mínimo deterioro de la coyuntura macroeconómica o financiera. Esto es lo que sucedió en Japón y en los países nórdicos en la década de 1980 y a comienzos de la década de 1990, y en España, Estados Unidos, Irlanda y el Reino Unido en los años anteriores a la crisis financiera.

La divergencia entre los ciclos financieros y económicos puede también ayudar a explicar el fenómeno de las «recesiones inacabadas». Por ejemplo, tras las crisis bursátiles de 1987 y 2000, la política monetaria se relajó sobremanera en Estados Unidos pese a que el ciclo financiero se encontraba en fase alcista (Gráfico IV.A). Aprovechando las menores tasas de interés, los precios inmobiliarios y el crédito no se contrajeron, sino que crecieron, solo para desplomarse varios años después.



¹ El ciclo financiero, medido con filtros de frecuencia (paso de banda) para captar los ciclos de duración mediana del crédito real, el cociente crédito/PIB y el precio real de la vivienda (Recuadro IV.A). Las líneas verticales indican crisis financieras ocasionadas por vulnerabilidades nacionales. ² Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal. ³ Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelandia y Suecia. ⁴ Hong Kong RAE, Indonesia y Singapur.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

Posición actual de los países en el ciclo financiero

En los últimos años, las fases contractivas del ciclo financiero en la mayoría de las economías avanzadas han coincidido con fases expansivas en las principales EME y otros países. Lamentablemente, la carencia de series largas sobre la evolución del crédito y los precios inmobiliarios impide construir para diversas economías de peso el indicador del ciclo financiero ilustrado en el Gráfico IV.1. Sin embargo, la evolución reciente del crédito y de los precios inmobiliarios ofrece información útil al respecto, aunque insuficiente. Estos datos sugieren que los países se hallan en fases muy diferentes del ciclo financiero (Gráfico IV.2).

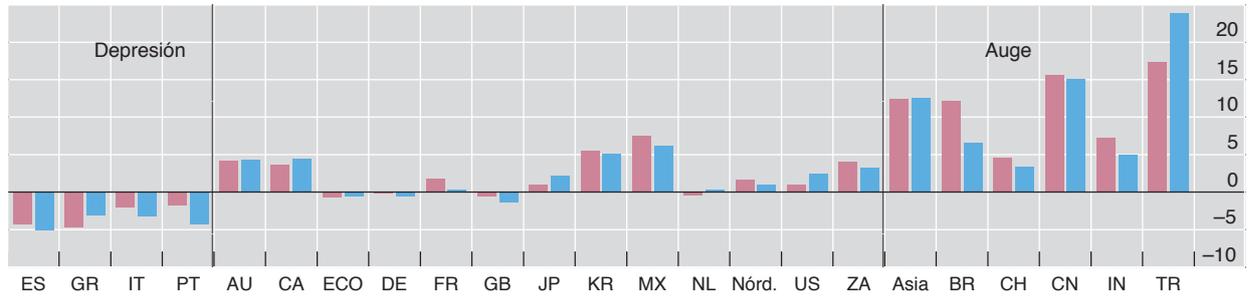
Numerosos países de la zona del euro se encuentran en fases contractivas del ciclo financiero. Tras un largo periodo de auge, los países de la zona del euro que más padecieron los efectos de la crisis financiera y la posterior crisis de la deuda europea, como España y Grecia, han registrado en los últimos años caídas medias

¿En qué fase del ciclo financiero se encuentran los países?¹

Variación de diversos indicadores del ciclo

Gráfico IV.2

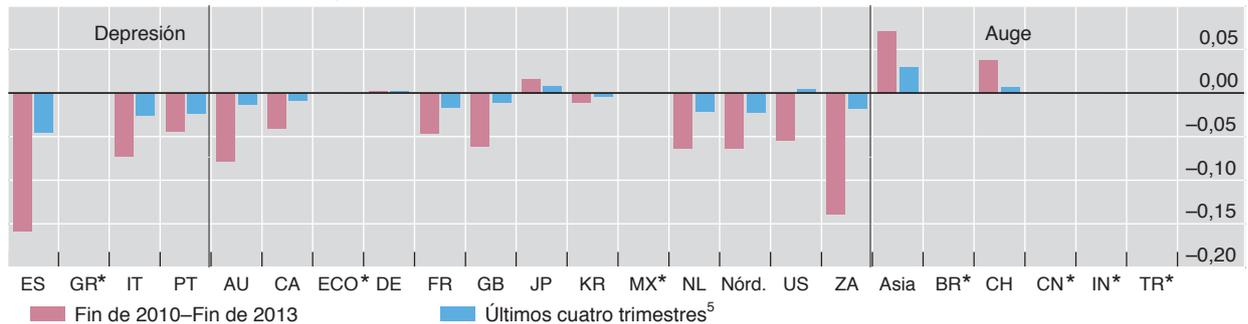
Crecimiento del crédito real²



Crecimiento del precio real de la vivienda³



Indicador financiero de medio plazo⁴



AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CN = China; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; GR = Grecia; IN = India; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; NL = Países Bajos; PT = Portugal; TR = Turquía; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

Asia = Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia; ECO = Europa central y oriental: Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia; Nórd. = Finlandia, Noruega y Suecia.

* No se dispone de datos.

¹ Se identifica un auge (depresión) si los tres indicadores para un país ofrecen cifras claramente positivas (negativas) en ambos horizontes. Los países no se clasifican en una u otra categoría si los indicadores ofrecen señales no significativas o heterogéneas en los mismos periodos. ² Crédito total al sector privado no financiero ajustado por el deflactor del PIB (excepto en el caso de Suecia, deflactado por los precios de consumo). Tasa de crecimiento anualizada para el periodo 2010–13. ³ Deflactado por índices de precios de consumo. Tasa de crecimiento anualizada para el periodo 2010–13. ⁴ Variaciones del ciclo financiero, medido con filtros de frecuencia (paso de banda) para captar los ciclos de medio plazo del crédito real, el cociente crédito/PIB y el precio real de la vivienda (Recuadro IV.A); en el caso de Asia, se excluyen Filipinas, Malasia y Tailandia. ⁵ En función de los datos disponibles, la última observación corresponde al T4 2013 o al T1 2014.

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

del crédito y los precios inmobiliarios en términos reales del 5%–10% anual. Con todo, las presiones bajistas parecen estar cediendo en cierta medida, dada la ralentización en la disminución del crédito y los precios de la vivienda en los últimos trimestres.

Los ciclos financieros en otras economías que sufrieron una crisis parecen haber tocado fondo. Estados Unidos registró una fuerte expansión del crédito y de los precios de los activos que culminó en el estallido de la crisis financiera. El subsiguiente descenso de los precios de los activos y del endeudamiento del sector empresarial no financiero finalizó en 2011, al tiempo que el endeudamiento de los hogares comenzó a repuntar en 2013. La situación no resulta tan clara en el caso del Reino Unido y de numerosas economías de Europa central y oriental, que también atravesaron fases expansivas y contractivas del ciclo en la pasada década. En estos países prosigue el desapalancamiento, aunque con menor intensidad, y los precios inmobiliarios han comenzado a repuntar, lo cual sugiere que la tendencia bajista del ciclo financiero podría haberse revertido.

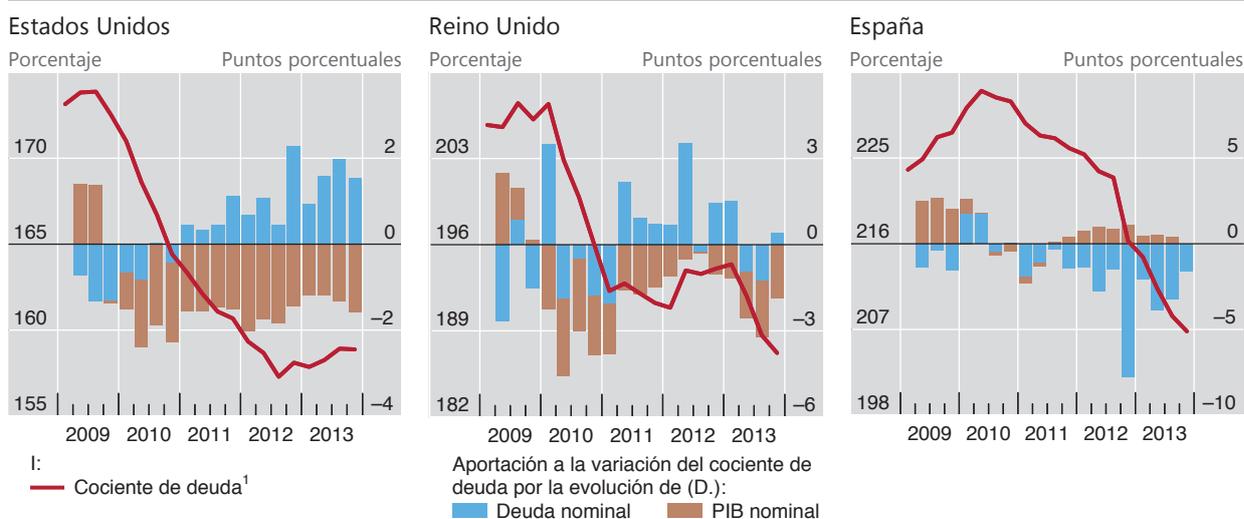
Las señales son dispares en el caso de aquellas economías avanzadas que no padecieron crisis en toda regla en los últimos años. Australia, Canadá y los países nórdicos registraron significativos auges financieros entre mediados y finales de la primera década del siglo XXI. Sin embargo, la crisis internacional y la crisis de deuda europea hicieron mella en dicha dinámica: los precios de los activos experimentaron grandes fluctuaciones y la concesión de crédito a empresas se desplomó a medida que se deterioraba la actividad económica a escala mundial. Esta evolución sumió al indicador del ciclo financiero a medio plazo en una tendencia bajista, aun cuando prosiguiese el endeudamiento de los hogares de todas estas economías, bien que a un ritmo menor. Sin embargo, el intenso encarecimiento de las materias primas en los últimos años impidió que se produjera una inflexión duradera del ciclo; durante los últimos cuatro trimestres, el crecimiento del crédito (total) y de los precios inmobiliarios en términos reales en Australia y Canadá ha repuntado en consonancia con la evolución de las principales EME.

Muchos otros países se encuentran en periodos claros de auge, concretamente las EME. En numerosos casos, el crecimiento del crédito y de los precios de los activos se ralentizó en 2008 y 2009, pero se recuperó plenamente en 2010. Desde entonces, el crédito al sector privado ha crecido, de media, en torno al 10% anual. En China este crecimiento estuvo impulsado principalmente por entidades no bancarias, mientras que en Turquía fueron los bancos quienes financiaron la fase expansiva. En la actualidad, los indicios apuntan a que algunos de estos auges pierden fuelle. Por ejemplo, en Brasil el crecimiento de los precios inmobiliarios se ha debilitado, algo propio de las últimas etapas del ciclo financiero. Los crecientes impagos en el sector inmobiliario de China también apuntan en esta dirección.

Factores que influyen en el ciclo financiero en la actualidad

En cierta medida, la situación actual del ciclo financiero refleja la dinámica de ajuste que se impuso tras la crisis financiera. Los cocientes de endeudamiento del sector privado respecto al PIB han disminuido unos 20 puntos porcentuales desde sus recientes máximos en España, Estados Unidos y el Reino Unido. Si bien estas caídas resultan significativas, la magnitud aún es muy inferior a la de los incrementos anteriores en estos países y a la caída media de 38 puntos porcentuales observada tras una serie de crisis en el pasado¹.

¹ G. Tang y C. Upper, «Debt reduction after crises», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2010, pp. 25–38; se muestra que el cociente crédito/PIB cayó tras 17 de las 20 crisis de la muestra. Dicho indicador cedió, en promedio, 38 puntos porcentuales, una cifra prácticamente equivalente a la del incremento registrado durante el auge precedente (44 puntos porcentuales).



¹ Crédito total al sector privado no financiero en porcentaje del PIB nominal.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

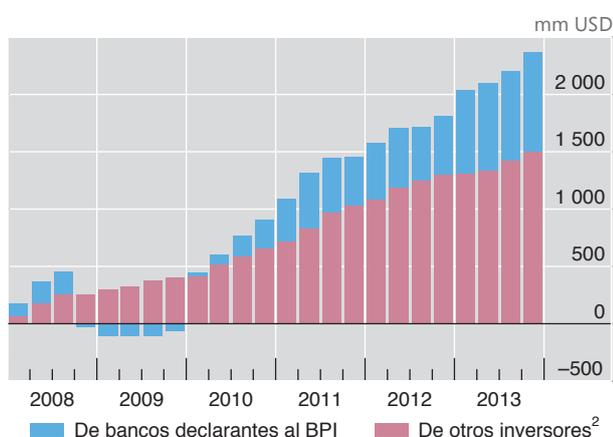
Esta evolución podría indicar que, al menos en algunos casos, los cocientes de endeudamiento con respecto a la renta pueden seguir disminuyendo. Tal podría ser en particular el caso de España, cuyo cociente de endeudamiento se redujo principalmente al hacerlo el volumen nominal de la deuda en circulación (Gráfico IV.3), patrón habitual en fases iniciales del proceso de desapalancamiento. En Estados Unidos, el volumen nominal de deuda cayó durante 2009 y 2010, pero ha crecido desde entonces. En este caso, el principal factor del desapalancamiento fue el crecimiento del PIB nominal. En cuanto al Reino Unido, entraron en juego tanto la reducción de la deuda como el crecimiento del PIB nominal.

La política monetaria acomodaticia ha ejercido un efecto ambiguo sobre la reducción de los cocientes de endeudamiento (Capítulo V). Por una parte, favoreció el ajuste en tanto que logró estimular la actividad económica, aumentar la renta y, por ende, brindar a los agentes económicos los recursos necesarios para devolver deuda y ahorrar. Por otra, las tasas de interés en niveles mínimos históricos también permitieron a los prestatarios atender el servicio de volúmenes de deuda que serían insostenibles con niveles más normales de tasas de interés y, a los prestamistas, proseguir la refinanciación indefinida de dicha deuda. Esta situación tiende a retrasar los necesarios ajustes del endeudamiento y eleva los volúmenes de deuda en circulación, lo que a su vez puede ralentizar el crecimiento.

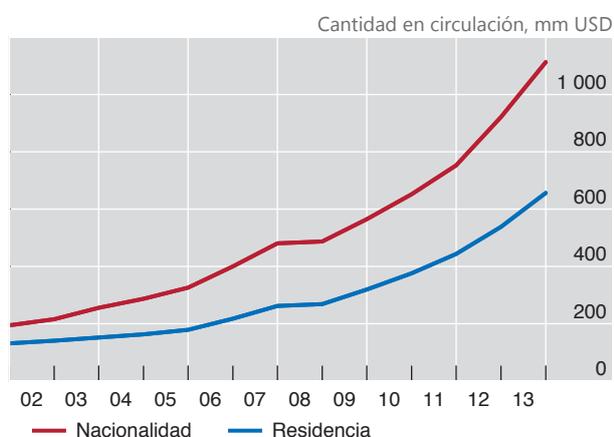
La liquidez mundial y las políticas nacionales estimulan los auge del crédito

La marcada relajación de la política monetaria que adoptaron las principales economías avanzadas tras la crisis propició un aumento de la liquidez mundial. Las tasas de interés oficiales próximas a cero y las adquisiciones de activos a gran escala emprendidas por la Reserva Federal y otros importantes bancos centrales han impulsado los precios de los activos en todo el mundo y fomentado la preferencia de los inversores por el riesgo (el «canal de asunción de riesgos» de la política monetaria).

Flujos externos hacia deuda de EME¹



Emisión de títulos de deuda internacionales por sociedades no financieras de EME³



¹ Entradas acumuladas desde T1 2008; se excluyen Hong Kong RAE y Singapur. ² Títulos de deuda de cartera (obligaciones) y demás instrumentos de deuda (obligaciones) menos las correspondientes entradas en bancos declarantes al BPI. En el caso de la India, los datos de la balanza de pagos abarcan el periodo comprendido entre T2 2009 y T1 2013. ³ Se excluyen el sector oficial y bancos.

Fuentes: FMI, *Estadísticas de la Balanza de Pagos y Estadísticas Financieras Internacionales*; estadísticas bancarias internacionales del BPI; cálculos del BPI.

Las sustanciales entradas de capital potenciaron la expansión financiera interna en numerosas EME. Desde comienzos de 2008, los residentes en estas economías han tomado prestado del exterior más de 2 billones de dólares estadounidenses (Gráfico IV.4, panel izquierdo)². Dicha cifra, equivalente al 2,2% de su PIB anual, podría no parecer excesiva comparada con los saldos de sus balanzas por cuenta corriente, pero para el periodo referido representa un volumen adicional considerable de deuda externa.

Estas cifras según el criterio de residencia subestiman en realidad el volumen de deuda externa asumido por entidades de EME, pues excluyen la deuda emitida por sus filiales en el extranjero. Clasificar las emisiones en función de la nacionalidad del prestatario inmediato (es decir, atendiendo a la jurisdicción en que se encuentra la sede de su matriz) en lugar de aplicar el criterio de residencia —como sucede en el caso de la balanza de pagos— eleva en más de un tercio el volumen de títulos de deuda emitidos por empresas de EME (Gráfico IV.4, panel derecho).

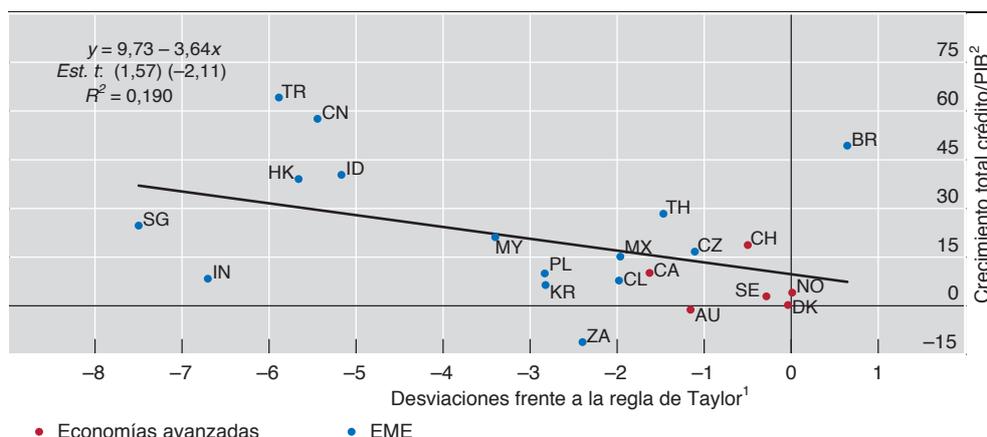
Buena parte de esta deuda se contrajo en el mercado de renta fija frente a inversores no bancarios (barras rojas del Gráfico IV.4). Esta segunda fase de liquidez mundial contrasta con el periodo anterior a la crisis financiera, en el que el crédito bancario fue el protagonista³. Dos factores explican este viraje: en primer lugar, numerosos bancos con actividad internacional se dedicaron a reparar sus balances tras la crisis y redujeron su disposición a conceder préstamo fuera de sus mercados clave (Capítulo VI); en segundo lugar, las bajas tasas de interés y bajos

² A fin de evitar la doble contabilización de los flujos obtenidos a través de centros extraterritoriales, se excluyen los flujos hacia Hong Kong RAE y Singapur; se incluyen, en cambio, los procedentes de dichos centros financieros dirigidos hacia otras EME.

³ Véase H. S. Shin, «The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies», intervención en la Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, noviembre de 2013.

Las bajas tasas de interés oficiales coinciden con auges del crédito

Gráfico IV.5



AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CL = Chile; CN = China; CZ = República Checa; DK = Dinamarca; HK = Hong Kong RAE; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; NO = Noruega; PL = Polonia; SE = Suecia; SG = Singapur; TH = Tailandia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica.

¹ Diferencia entre tasas de interés oficiales y tasas derivadas de la regla de Taylor, promedio del periodo comprendido entre fin de 2008 y fin de 2013. ² Crecimiento del crédito total al sector privado no financiero en porcentaje del PIB en el periodo comprendido entre fin de 2008 y fin de 2013.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

rendimientos de los bonos en las principales economías avanzadas empujaron a los inversores hacia clases de activos de mayor rentabilidad como, por ejemplo, títulos de deuda de EME (Capítulo II). Como consecuencia, el rendimiento medio nominal de los bonos a largo plazo de EME, calculado para una muestra de tales economías con mercados genuinos de renta fija a largo plazo y tipos de cambio flexibles, cayeron desde el entorno del 8% a comienzos de 2005 hasta rondar el 5% en mayo de 2013. Al aplicar la variación interanual de los precios de consumo en estos países, las tasas de rendimiento a largo plazo en términos reales ascendían únicamente al 1% en 2013⁴.

Contrarrestar los estímulos procedentes del extranjero endureciendo la política monetaria no es fácil. En primer lugar, gran parte de las entradas de capital extranjero están denominadas en divisas, con lo que escapan del efecto directo de la política monetaria nacional. En segundo lugar, elevar las tasas de interés internas mientras en el resto del mundo permanecen en cotas muy bajas puede agudizar la presión tendente a la apreciación de la moneda y reforzar las entradas de capital. Unas tasas de interés oficiales bajas podrían limitar la entrada de capital extranjero dirigido a adquirir títulos de deuda, pero también podrían estimular el crédito interno. De hecho, los países con una política monetaria más acomodaticia para determinadas condiciones económicas nacionales tienden a experimentar un crecimiento más rápido del crédito (Gráfico IV.5).

⁴ Véase P. Turner, «The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs», *BIS Working Papers*, n° 441, febrero de 2014.

Riesgos y necesidades de ajuste

La posición en el ciclo financiero identificada anteriormente, así como los elevados niveles de deuda del sector privado, plantean importantes desafíos de cara a los próximos años. Obviamente cabe el riesgo de que muchos de los auges más recientes culminen en una crisis o, al menos, en graves tensiones financieras, al igual que ha sucedido en el pasado. Sin embargo, también se hallan en situación de vulnerabilidad algunos países cuyo ciclo financiero se encuentra actualmente en fase contractiva o acaba de tocar fondo. A pesar del notable desapalancamiento acometido desde la crisis financiera, la deuda expresada en proporción a la renta y a los precios de los activos continúa en niveles elevados, por lo que podrían requerirse nuevos ajustes para recuperar cotas más sostenibles.

Este apartado evalúa en primer lugar el riesgo de crisis financiera utilizando una serie de indicadores de alerta temprana para, posteriormente, profundizar en los efectos de pasar de la financiación bancaria a la financiación mediante emisión de bonos en EME. Por último, se analiza la medida en que tanto hogares como empresas deben reducir su endeudamiento respecto al PIB para retornar a niveles más sostenibles; se identifica, asimismo, una posible trampa de deuda.

Los indicadores señalan riesgos de dificultades financieras

Los indicadores de alerta temprana referentes a varios países emiten señales preocupantes. En línea con el análisis de los ciclos financieros desarrollado en el apartado anterior, diversos indicadores de alerta temprana señalan la acumulación de vulnerabilidades en los sistemas financieros de diversos países. Muchos años de intenso crecimiento del crédito y, a menudo, de los precios inmobiliarios han sobreexponed a los prestatarios a aumentos de las tasas de interés, así como a desaceleraciones pronunciadas de los precios inmobiliarios y de la actividad económica. Si bien los indicadores de alerta temprana no pueden predecir el momento exacto en que llegarán las dificultades financieras, en el pasado han resultado bastante fiables para identificar dinámicas insostenibles del crédito y de los precios inmobiliarios.

Las brechas crédito/PIB de numerosas EME y de Suiza superan holgadamente el umbral que alerta de posibles problemas (Cuadro IV.1). El registro histórico muestra que brechas crédito/PIB (es decir, la diferencia entre el cociente crédito/PIB y su tendencia de largo plazo) superiores a 10 puntos porcentuales suelen predecir la materialización de graves tensiones bancarias en el plazo de tres años⁵. Las brechas de precios de la vivienda (es decir, la desviación de los precios de la vivienda en términos reales respecto de su tendencia de largo plazo) también indican riesgos: suelen aumentar durante los auges del crédito y estrecharse entre dos y tres años antes de una crisis. De hecho, las autoridades suizas reaccionaron a la acumulación de vulnerabilidades financieras aumentando los requerimientos de colchones de capital anticíclico del 1% al 2% de las posiciones ponderadas por riesgo garantizadas con activos inmobiliarios radicados en territorio nacional.

Los coeficientes de servicio de la deuda emiten señales menos preocupantes. Estos parámetros, que miden la proporción de renta que se destina al servicio de la deuda (Recuadro IV.B), permanecen en niveles bajos en numerosas economías. En

⁵ El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea eligió la brecha crédito/PIB como punto de partida para sus análisis sobre los niveles del colchón de capital anticíclico por su fiabilidad como indicador de alerta temprana. Una brecha crédito/PIB superior a 2 (celdas beige del Cuadro IV.1) indica que las autoridades deberían considerar la adopción de colchones; cuando la brecha alcanza umbrales superiores a 10 (celdas rojas), los colchones deben ser máximos.

Los indicadores tempranos de crisis bancarias nacionales alertan de riesgos futuros¹ Cuadro IV.1

		Brecha crédito/PIB ²	Brecha de precios inmobiliarios ³	Coefficiente de servicio de la deuda (DSR) ⁴	DSR si tasas de interés suben 250 pb ^{4,5}	
Auge económico	Asia ⁶	19,9	16,7	2,4	4,4	
	Brasil	13,7	3,7	4,0	6,3	
	China	23,6	-2,2	9,4	12,2	
	India	-2,7		3,4	4,4	
	Suiza	13,1	13,0	0,6	3,6	
	Turquía	17,4		4,5	6,2	
	Señales heterogéneas	Alemania	-8,8	5,4	-2,7	-0,9
Australia		-6,9	-2,0	1,5	4,5	
Canadá		5,6	5,1	2,0	4,9	
Corea		4,1	4,1	0,8	3,5	
Estados Unidos		-12,3	-5,7	0,3	2,6	
Europa central y oriental ⁷		-10,5	-0,1	1,6	2,9	
Francia		-0,9	-9,3	2,6	4,9	
Japón		5,3	2,8	-4,4	-2,0	
México		3,7	-1,6	0,5	0,9	
Países Bajos		-13,2	-24,2	1,8	5,2	
Países nórdicos ⁸		-0,5	-2,2	1,5	4,7	
Reino Unido		-19,6	-11,1	0,9	3,6	
Sudáfrica		-3,1	-7,5	-1,0	0,2	
Contracción económica		España	-27,8	-28,7	2,3	5,4
		Grecia	-11,3	-2,8		
	Italia	-6,4	-16,6	-1,0	0,9	
	Portugal	-13,9	-7,4	0,3	4,0	
Leyenda		Brecha crédito/PIB > 10	Brecha de precios inmobiliarios > 10	DSR > 6	DSR > 6	
		2 ≤ brecha crédito/PIB ≤ 10		4 ≤ DSR ≤ 6	4 ≤ DSR ≤ 6	

¹ Los umbrales de las celdas rojas se seleccionan reduciendo al mínimo las falsas alarmas, con la condición de que capten al menos dos tercios de las crisis durante un horizonte acumulado de tres años. Una señal es correcta si en cualquiera de los tres años siguientes se produce una crisis. El ruido se mide por las predicciones erróneas fuera de este horizonte. Las celdas beige, correspondientes a la brecha crédito/PIB, se basan en las directrices sobre colchones de capital anticíclicos de Basilea III. Las celdas beige relativas a los DSR se basan en umbrales críticos si se utiliza un horizonte predictivo de dos años. Para más información sobre el origen de los umbrales críticos para las brechas crédito/PIB y las brechas de precios inmobiliarios, véase M. Drehmann, C. Borio y K. Tsatsaronis, «Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates», *International Journal of Central Banking*, vol. 7, nº 4, 2011, pp. 189–240. Con respecto a los DSR, véase M. Drehmann y M. Juselius, «¿Afectan los costes del servicio de la deuda a la estabilidad macroeconómica y financiera?», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2012. ² Diferencia del cociente crédito/PIB con respecto a su tendencia en tiempo real de largo plazo, calculada mediante un filtro HP asimétrico que aplica un factor de suavización de 400 000, en puntos porcentuales. ³ Desviación de los precios reales de la vivienda con respecto a su tendencia a largo plazo, calculada mediante un filtro HP asimétrico que aplica un factor de suavización de 400 000, en porcentaje. ⁴ Diferencia de los DSR con respecto a los promedios de largo plazo de cada país desde 1985 o una fecha posterior, en función de los datos disponibles, y el momento en que la inflación media a cinco años cayó por debajo del 10% (en el caso de Rusia y Turquía, se abarcan los 10 últimos años), en puntos porcentuales. ⁵ Suponiendo un aumento de las tasas de préstamo de 2,50 puntos porcentuales e invariabilidad de todos los demás componentes del DSR. ⁶ Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia; se excluyen Filipinas y Singapur a efectos de los DSR y sus previsiones. ⁷ Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia; se excluyen la República Checa y Rumania a efectos de la brecha de precios inmobiliarios reales; se excluyen Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania y Rumania a efectos de los DSR y sus previsiones. ⁸ Finlandia, Noruega y Suecia.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

Estimación de coeficientes de servicio de la deuda

Este recuadro aborda el proceso de construcción de coeficientes de servicio de la deuda (DSR) y algunos de los aspectos técnicos subyacentes a los Gráficos IV.8 y IV.9.

Calcular DSR para toda la economía conlleva ejercicios de estimación y calibrado, ya que no suele disponerse de datos detallados al nivel de préstamos individuales. Aplicamos la metodología descrita en Drehmann y Juselius (2012), que a su vez aplica un método desarrollado por el Consejo de la Reserva Federal para diseñar coeficientes de servicio de la deuda para el sector de los hogares (véase Dynan et al (2003))^①. Partimos del supuesto básico de que, para una tasa de préstamo dada, el coste del servicio de la deuda —pagos de intereses y amortizaciones de principal— del volumen agregado de deuda se reembolsa en cuotas iguales a lo largo de la vida del préstamo (préstamos fraccionados o «a plazos»)^②. Utilizando la fórmula convencional para calcular el coste fijo del servicio de la deuda (DSC) de un préstamo fraccionado y dividiéndolo entre el PIB, el DSR para un momento t se calcula como sigue:

$$DSR_t = \frac{DSC_t}{Y_t} = \frac{i_t}{(1 - (1 + i_t)^{-s_t})} * \frac{D_t}{Y_t} \quad (1)$$

siendo: D_t el volumen agregado de crédito concedido al sector privado no financiero divulgado por el BPI^③; Y_t el PIB trimestral; i_t la tasa de interés media trimestral; y s_t el vencimiento residual medio en trimestres (es decir, para un vencimiento residual medio a cinco años, $s_t = 20$).

Mientras que crédito y PIB pueden observarse directamente, no suele ocurrir así con la tasa de interés media ni con los vencimientos residuales medios. Por motivos de disponibilidad de datos, como variable indicativa de las tasas de interés medias para el volumen total de deuda se utilizan las tasas medias de los préstamos concedidos por instituciones monetarias y financieras al sector privado no financiero^④. Esto supone que las tasas de interés de prestamistas bancarios y no bancarios evolucionan a la par, lo cual parece razonable. En el caso de algunos países, principalmente de Europa central y oriental y economías emergentes de Asia, no se dispone de datos sobre tasas de interés de préstamos. Para éstas se utiliza como aproximación la tasa a corto plazo del mercado monetario incrementada en el margen medio entre las tasas de préstamo y las tasas del mercado monetario de los distintos países. Para estimar los vencimientos residuales se recurre a los escasos datos disponibles, aun cuando el resultado sea solo aproximado. Sobre todo en las secciones más tempranas de la muestra, es posible que los vencimientos fueran en realidad menores, y por tanto los DSR mayores, dadas las mayores tasas de inflación y la menor esperanza de vida^⑤.

Los promedios históricos pueden estar sesgados a la baja, con lo que las necesidades de desapalancamiento del Gráfico IV.8 lo estarían al alza. No obstante, este sesgo probablemente sea pequeño, ya que los cambios en el parámetro de vencimiento tienen escasos efectos en las tendencias de los DSR estimados. Además, las estimaciones para el sector estadounidense de los hogares producen DSR similares a los publicados por la Reserva Federal, que se basan en datos cuyo grado de detalle es mucho mayor. Los niveles también suelen ser comparables entre países y los DSR estimados muestran oscilaciones en el largo plazo en torno a los promedios históricos específicos de cada país, lo que indica que se trata de valores de referencia realistas.

Comparando la evolución de los DSR con la de las tasas de préstamo y los cocientes crédito/PIB, se observa que la caída de las tasas de interés permitió al sector privado mantener mayores niveles de deuda en relación con el PIB (Gráfico IV.B). A partir de 1985, los cocientes deuda/PIB en Estados Unidos y el Reino Unido crecieron con fuerza, aun considerando su caída tras la crisis financiera. Al mismo tiempo, las tasas de préstamo se redujeron desde niveles superiores al 10% hasta situarse aproximadamente en el 3% en la actualidad. Esta combinación de efectos implica que los DSR fluctúan rondando sus promedios históricos de largo plazo.

Para elaborar las proyecciones del DSR para diferentes escenarios de tasas de interés (Gráfico IV.9), estimamos la dinámica conjunta de las tasas de interés de préstamos y los cocientes crédito/PIB utilizando un proceso estándar de vectores autorregresivos (VAR). Además de estas dos variables, se incluye el precio real de la vivienda como variable endógena para ajustar por cambios en el valor de las garantías reales que permitirían a los agentes incrementar su apalancamiento^⑥. Las tasas a corto plazo del mercado monetario se introducen de forma exógena. Aplicando el VAR estimado, se proyectan los cocientes crédito/PIB, las tasas medias de préstamo y los precios inmobiliarios en términos reales para diferentes escenarios de tasa del mercado monetario. Suponiendo que los vencimientos permanecen constantes, los cocientes crédito/PIB y las tasas de interés resultantes se transforman a continuación en los DSR del Gráfico IV.9.

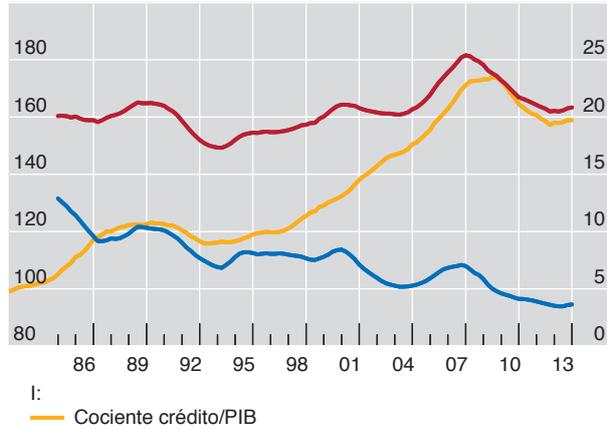
Se consideran cuatro escenarios de tasas de interés; todos ellos comienzan en el segundo trimestre de 2014 y finalizan en el cuarto de 2017. En el primer escenario, las tasas de interés del mercado monetario evolucionan a la

Coeficientes de servicio de la deuda y sus componentes principales¹

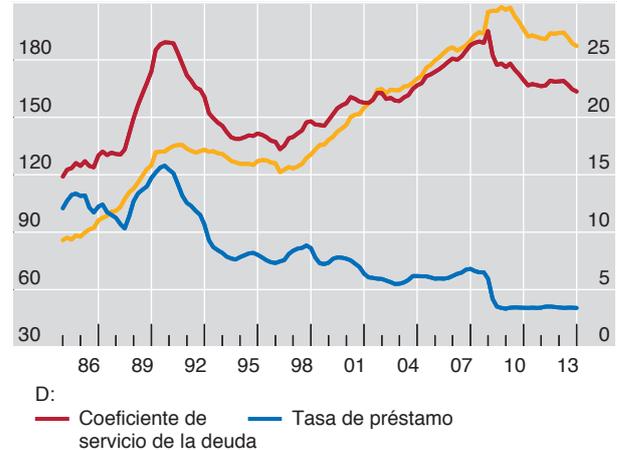
En porcentaje

Gráfico IV.B

Estados Unidos



Reino Unido



¹ Para el conjunto del sector privado no financiero.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

par que las tasas a corto implícitas en el mercado. En el segundo, las variaciones absolutas en las tasas del mercado monetario siguen las que se observaron en cada país durante el episodio de endurecimiento de la política monetaria que comenzó en junio de 2004, y quedan fijas una vez alcanzado su máximo. En el tercero, las tasas de interés se elevan hasta el promedio de largo plazo de cada país durante ocho trimestres y permanecen constantes posteriormente. En el cuarto y último escenario, las tasas de interés permanecen constantes desde el segundo trimestre de 2014 en adelante.

Los resultados señalan que la carga del servicio de la deuda probablemente aumentará, o en todo caso no disminuirá, aun incorporando determinadas salvedades. Por ejemplo, los intervalos de confianza de las proyecciones aumentan con el horizonte temporal y son bastante amplios para 2017, pero incluso en ese nivel no sugieren ningún descenso sustancial. Además, el VAR se estima a partir de una muestra desde el primer trimestre de 1985 hasta el cuarto de 2013. Por tanto, las proyecciones se basan en relaciones básicamente normales, que podrían no ser precisas en periodos de tensión financiera o en recesiones de balance, cuando un apalancamiento excesivo podría hacer que los cocientes crédito/PIB se volvieran insensibles a las tasas de interés. El modelo VAR también supone que el aumento o la disminución de las tasas del mercado monetario se trasladan simétricamente a las tasas de préstamo. Si los prestatarios se han asegurado contractualmente las bajas tasas actuales y las tasas suben, el incremento en los DSR puede ser menos pronunciado de lo que se muestra en el gráfico, pero aun así lo será más que en el caso del escenario de tasas constantes, ya que los nuevos deudores deben pagar tasas más altas.

① Véanse M. Drehmann y M. Juselius, «¿Afectan los costes del servicio de la deuda a la estabilidad macroeconómica y financiera?», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2012; y K. Dynan, K. Johnson y K. Pence, «Recent changes to a measure of US Household debt service», *Federal Reserve Bulletin*, vol. 89, n° 10, octubre de 2003, pp. 417–26. ② La justificación es que las diferencias entre las estructuras de reembolso de los distintos préstamos tienden a neutralizarse en términos agregados. Por ejemplo, considérense 10 préstamos de igual importe cuyo capital ha de reembolsarse íntegramente al vencimiento (*bullet loans*), cada uno de ellos con 10 plazos de reembolso, y suscritos en años sucesivos a lo largo de una década. Transcurridos 10 plazos, al vencimiento del primer préstamo, el flujo de amortizaciones sobre el conjunto de estos 10 préstamos no se diferenciará de la amortización de un único préstamo fraccionado del mismo importe. Normalmente, una gran parte de los préstamos al sector privado en la mayoría de los países suelen ser fraccionados (por ejemplo, préstamos hipotecarios para el sector hogares). ③ Consúltense la base de datos del BPI sobre crédito total al sector privado no financiero (www.bis.org/statistics/credtopriv.htm). ④ Estas series solo suelen tener registros para la última década aproximadamente, pero pueden ampliarse a periodos anteriores utilizando una media ponderada de diversas tasas de interés de préstamo a hogares y a empresas, entre las que se incluyen las tasas de préstamo hipotecario, crédito al consumo y crédito a la inversión. ⑤ Únicamente utilizamos medias de largo plazo como aproximaciones a niveles de DSR sostenibles a largo plazo en el Gráfico IV.8 después de que la inflación cayera persistentemente por debajo del 10%. ⑥ Los incrementos proyectados en los DSR son un tanto mayores si la inflación se incluye en el VAR como variable endógena. La inflación no se incluyó en los resultados del Gráfico IV.9 al objeto de basar las proyecciones en el modelo explicativo más parco en variables predictivas.

términos nominales, sugieren que los prestatarios de China se hallan actualmente en situación de especial vulnerabilidad. Sin embargo, un alza de las tasas de interés llevaría a terreno crítico los coeficientes de servicio de la deuda de muchas otras economías (Cuadro IV.1, última columna). Con fines ilustrativos, supóngase un aumento de las tasas del mercado monetario de 250 puntos básicos, en línea con el episodio de endurecimiento de la política monetaria de 2004⁶. Para cocientes crédito/PIB constantes, los coeficientes de servicio de la deuda de la mayoría de economías en fase expansiva se dispararían por encima de los umbrales críticos. La experiencia muestra que los coeficientes de servicio de la deuda suelen permanecer en cotas bajas durante largos periodos y dispararse uno o dos años antes de una crisis, habitualmente en respuesta a aumentos de las tasas de interés⁷. Por tanto, el que dichos coeficientes se encuentren en niveles bajos no garantiza que el sistema financiero esté a salvo.

No pueden obviarse las cifras de estos indicadores con la excusa de que «esta vez es distinto». Ciertamente es que ningún indicador de alerta temprana es infalible, y el sistema financiero evoluciona permanentemente y la naturaleza de los riesgos cambia con el tiempo. Pero las brechas de crédito y los coeficientes de servicio de la deuda han demostrado ser indicadores relativamente robustos. Al basarse en el crédito total (es decir, consideran todas las fuentes de crédito⁸) no suelen verse afectados por el paso de financiación bancaria a financiación no bancaria asociado a la segunda fase de liquidez mundial. La robustez de los indicadores también se mantendría ante variaciones de los niveles de equilibrio de la deuda por efecto de la profundización financiera. El cociente crédito/PIB y el coeficiente de servicio de la deuda suelen aumentar cuando hogares y empresas tienen acceso a los servicios financieros, con las ventajas que comporta en términos de bienestar. Sin embargo, la capacidad de los bancos para discriminar entre posibles prestatarios y gestionar los riesgos conexos impone un límite natural a la celeridad con que puede desarrollarse este proceso. El crédito que se conceda en una fase de rápido crecimiento crediticio puede encerrar préstamos de dudoso cobro, que abocarían a una inestabilidad financiera cuando se revierta el ciclo⁹.

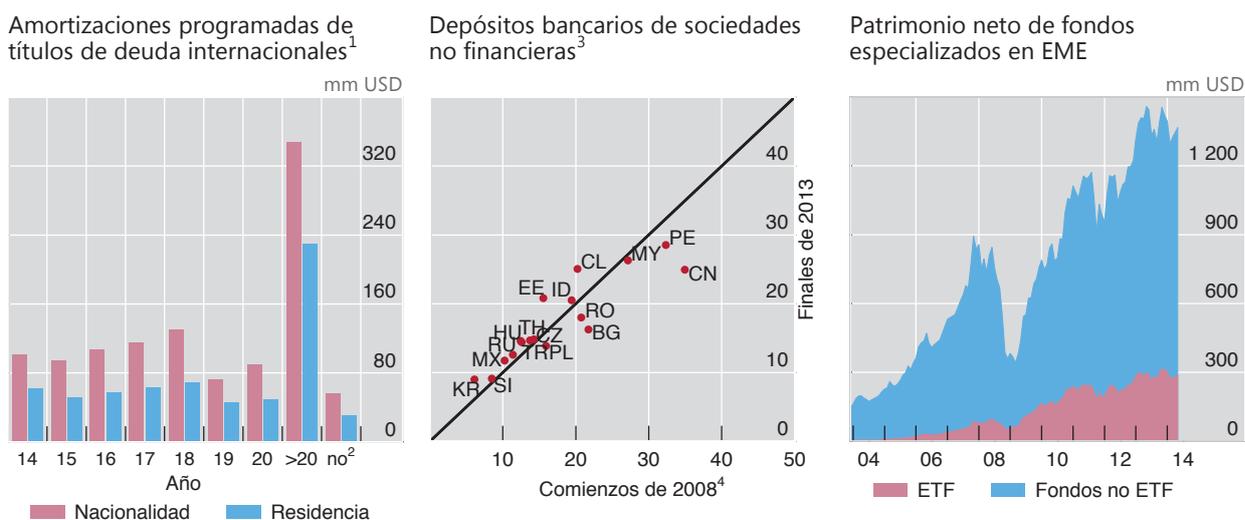
El debilitamiento del crecimiento económico también podría desatar tensiones financieras, en especial en aquellos países donde la deuda haya aumentado por encima de la tendencia durante un largo periodo. Numerosos países con brechas de crédito significativas han registrado un periodo prolongado de rápido crecimiento económico, brevemente interrumpido por los efectos de la crisis

⁶ Durante el episodio de endurecimiento de la política monetaria de 2004, las tasas de interés del mercado monetario de las economías avanzadas aumentaron en torno a 250 puntos básicos en un plazo de tres años. En el supuesto referido existe una transmisión equiproporcional de las tasas del mercado monetario a las tasas de interés medias para préstamos al sector privado no financiero, las cuales, junto con los cocientes crédito/PIB y vencimientos residuales medios actuales, determinan la carga por servicio de la deuda (Recuadro IV.B).

⁷ Véase M. Drehmann y M. Juselius, «Evaluating early warning indicators of banking crises: satisfying policy requirements», *International Journal of Forecasting*, 2014.

⁸ Para conocer el alcance de la serie de crédito total, véase C. Dembiermont, M. Drehmann y S. Muksakunratana, «How much does the private sector really borrow? A new database for total credit to the private non-financial sector», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2013, pp. 65–81.

⁹ Los estudios elaborados por el BPI muestran que la brecha crédito/PIB constituye un útil indicador en el caso de las EME, pues el margen para que aumente la profundización financiera suele ser mayor que en la mayoría de las economías avanzadas. Véase M. Drehmann y K. Tsatsaronis, «The credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: questions and answers», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2014, pp. 55–73.



BG = Bulgaria; CL = Chile; CN = China; CZ = República Checa; EE = Estonia; HU = Hungría; ID = Indonesia; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PL = Polonia; RO = Rumania; RU = Rusia; SI = Eslovenia; TH = Tailandia; TR = Turquía. ETF = fondos cotizados en bolsa.

¹ Títulos de deuda internacionales emitidos por sociedades no bancarias residentes/con sede (nacionalidad) en Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Islandia, Lituania, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rumania, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Venezuela. ² No se dispone de datos sobre fecha de vencimiento. ³ En porcentaje de los activos bancarios. La línea representa la línea de 45°. ⁴ Excepto Perú (a partir de 2012).

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Datastream; EPFR; datos nacionales; estadísticas sobre títulos internacionales de deuda del BPI; cálculos del BPI.

financiera en las economías avanzadas. Sin embargo, el crecimiento se ha ralentizado más recientemente y en el futuro bien podría quedar por debajo de la tendencia anterior (Capítulo III).

Los países exportadores de materias primas y las economías que actualmente experimentan un auge —como Brasil— podrían quedar especialmente expuestos a una eventual desaceleración pronunciada de la economía china. Tal circunstancia podría también afectar a algunas de las economías avanzadas menos damnificadas por la crisis financiera. Según se indicó antes, países como Australia, Canadá y Noruega se encontraban en la fase expansiva de un pronunciado ciclo financiero cuando estalló la crisis. Desde entonces, el ciclo se ha revertido en estas economías, si bien los elevados precios de las materias primas amortiguaron los efectos. Puesto que la deuda en circulación se mantiene en niveles elevados, la ralentización del PIB asociada a una caída de las exportaciones de materias primas podría dificultar atender su servicio.

Más allá del crédito total, el viraje de las sociedades no financieras de las EME desde la financiación bancaria hacia la financiación vía mercados de deuda ha cambiado la naturaleza de los riesgos. Por una parte, los prestatarios han aprovechado las favorables condiciones para procurarse financiación a largo plazo, reduciendo de este modo el riesgo de refinanciación. Por ejemplo, de los aproximadamente 1,1 billones de dólares estadounidenses de deuda en circulación emitida en los mercados internacionales por prestatarios con sede en EME, en torno a 100 000 millones —menos de una décima parte del total— vencen en cada uno de los próximos años (Gráfico IV.6, panel izquierdo). Además, prácticamente el 10% de los títulos de deuda con vencimiento en 2020 o con posterioridad son

rescatables («*callable*»), y una parte desconocida de ellos contiene cláusulas que facultan a los inversores para reclamar la amortización anticipada en caso de deteriorarse las condiciones del prestatario. No obstante, el potencial volumen de amortizaciones anuales parece relativamente limitado en comparación con el volumen de reservas de divisas de los principales países prestatarios.

Sin embargo, el efecto positivo de unos vencimientos más largos puede quedar neutralizado por la impredecible liquidez del mercado. La posibilidad de financiarse en los mercados es notoriamente procíclica: este tipo de financiación es abundante y asequible cuando las condiciones son favorables, pero al primer indicio de problemas puede evaporarse. Los flujos de capitales podrían revertirse rápidamente cuando finalmente suban las tasas de interés en las economías avanzadas o cuando se perciba un deterioro de la coyuntura interna en las economías receptoras. En mayo y junio de 2013, la mera posibilidad de que la Reserva Federal comenzara a reducir sus compras de activos se tradujo en rápidas salidas de fondos invertidos en bonos de EME (Capítulo II), si bien la volatilidad de la inversión de cartera fue, por lo general, menor.

Una mayor proporción de inversores cortoplacistas en deuda de EME podría intensificar las perturbaciones si se deteriorasen las condiciones internacionales. La elevada volatilidad de los fondos que se dirigen a las EME indica que algunos inversores consideran sus posiciones en estos mercados como limitadas al corto plazo más que como inversiones estables. Este enfoque responde al viraje paulatino desde los fondos tradicionales de capital fijo o variable hacia fondos cotizados en bolsa (ETF), que en la actualidad suponen en torno al 20% del patrimonio neto de los fondos de renta fija y variable que invierten predominantemente en EME, frente al 2% aproximadamente de hace 10 años (Gráfico IV.6, panel derecho). Los ETF pueden negociarse en los mercados bursátiles a bajo coste, al menos en épocas de normalidad; los inversores recurren a ellos para convertir títulos carentes de liquidez en instrumentos líquidos.

Los problemas de financiación de las sociedades no financieras de EME pueden afectar también al sistema bancario. Los depósitos de sociedades en numerosas EME superan ampliamente el 20% de los activos totales del sistema bancario en países tan dispares como Chile, China, Indonesia, Malasia y Perú (Gráfico IV.6, panel central) y, en otros, siguen una tendencia al alza. Las empresas que pierden acceso a los mercados de deuda internacionales podrían verse obligadas a retirar dichos depósitos, lo cual plantearía a los bancos serios problemas de financiación. Las entidades que han realizado algún tipo de estrategia de *carry trade* —financiándose en el extranjero a tasas de interés bajas e invirtiendo en el mercado nacional a tasas más elevadas— podrían resultar especialmente vulnerables a cambios en las condiciones del mercado.

Por último, el ingente volumen de activos administrados por grandes sociedades gestoras implica que sus decisiones de asignación de activos imprimen efectos significativos y sistémicos sobre los mercados financieros de las EME. Por ejemplo, reasignar desde economías avanzadas a EME una parte relativamente pequeña (cinco puntos porcentuales) de los activos que administran dichas gestoras —valorados en 70 billones de dólares estadounidenses— se traduciría en flujos de cartera adicionales por valor de 3,5 billones de dólares estadounidenses, una cifra equivalente al 13% de los 27 billones de dólares estadounidenses en que se valoran los bonos y las acciones de EME. La proporción podría ser significativamente mayor en economías abiertas más pequeñas. Las decisiones de las gestoras de activos tienen repercusiones especialmente notables si se correlacionan entre fondos, ya sea por aplicarse un estilo de gestión descendente a distintas carteras, como es el caso de algunos de los mayores fondos de renta fija, o por contar con índices de referencia o sistemas de gestión de riesgos similares (Capítulo VI).

El paso de la financiación bancaria a la financiación mediante títulos parece que apenas ha influido en el riesgo de tipo de cambio. Más del 90% de los títulos negociados en mercados de deuda internacionales y más del 80% de los préstamos transfronterizos de sociedades no bancarias residentes en EME están de hecho denominados en divisas. Y algunos de los mayores prestatarios de los mercados de deuda internacionales son inmobiliarias y empresas de servicios públicos, por lo que es improbable que dispongan de activos o flujos de pagos en divisas significativos para respaldar su deuda. Existen instrumentos financieros que podrían cubrir parte del riesgo cambiario, pero muchas coberturas son incompletas en la práctica, pues abarcan únicamente parte de la exposición o se basan en contratos más a corto plazo con renovación periódica. Tales estrategias reducen de forma notable el valor de las coberturas financieras frente a grandes fluctuaciones de los tipos de cambio, que suelen coincidir con periodos de escasa liquidez en los mercados.

Regresar a niveles sostenibles de endeudamiento

Independientemente de los riesgos de graves tensiones financieras, numerosas economías se enfrentarán en los próximos años a las dificultades propias de devolver la deuda en circulación a niveles más sostenibles a largo plazo. Resulta complicado fijar el nivel exacto que determina la sostenibilidad de la deuda, si bien diversos indicadores sugieren que los niveles actuales de endeudamiento del sector privado son demasiado elevados.

Por una parte, la sostenibilidad de la deuda viene determinada por la riqueza. Las fuertes caídas de los precios inmobiliarios y de otros activos tras el estallido de la crisis financiera redujeron la riqueza en muchos de los países más afectados, aunque en algunos de ellos ha comenzado a recuperarse. Los efectos negativos sobre la riqueza pueden ser de amplia duración; por ejemplo, los precios inmobiliarios en términos reales llevan cayendo en Japón más de un 3% anual de media desde 1991, lo que ha reducido las garantías disponibles para un nuevo endeudamiento.

Las tendencias demográficas a largo plazo podrían agravar el problema al someter los precios de los activos a mayor presión (Capítulo III). Una sociedad en proceso de envejecimiento implica una menor demanda de activos, en especial, de viviendas. Estudios elaborados sobre la relación entre los precios de la vivienda y las variables demográficas sugieren que los factores demográficos podrían hundir los precios de la vivienda al deprimir considerablemente el crecimiento de los precios inmobiliarios durante las próximas décadas (barras azules del Gráfico IV.7)¹⁰. De este modo, se invertiría parcialmente el ventajoso efecto demográfico que impulsó al alza los precios de la vivienda en décadas anteriores (barras rojas).

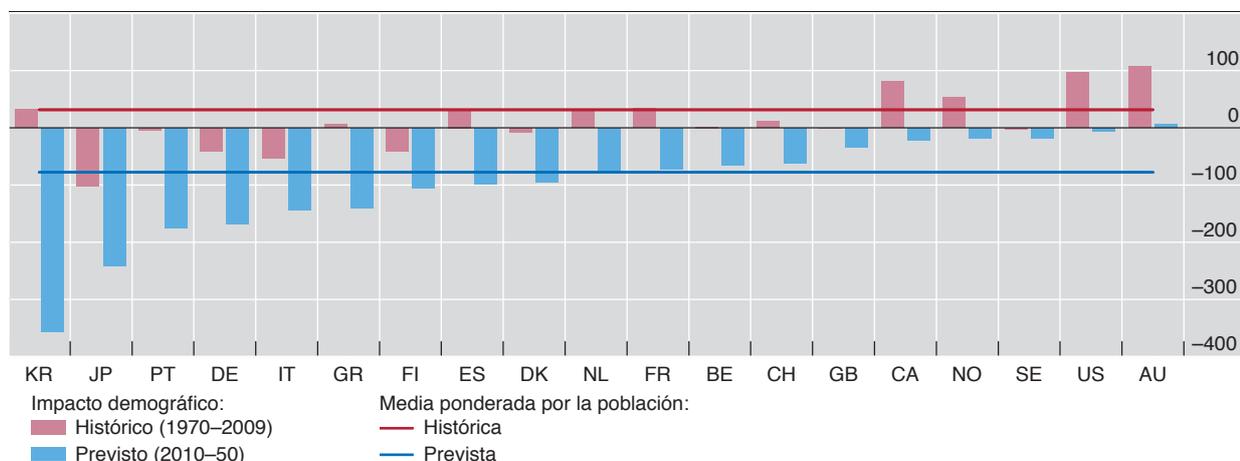
Los coeficientes de servicio de la deuda también apuntan a que los niveles de endeudamiento actuales son altos. Unos costes elevados de servicio de la deuda (pagos en concepto de intereses y de amortización de principal) con respecto a la renta limita efectivamente la cantidad de deuda que los prestatarios pueden asumir. Tal es claramente el caso de las personas físicas. Los prestamistas, por ejemplo, suelen denegar la concesión de nuevos préstamos a aquellos hogares cuyos futuros pagos en concepto de amortización e intereses superen cierto umbral, a menudo en torno al 30%–40% de su renta. Pero esta relación también mantiene su validez en términos agregados.

¹⁰ Véase E. Takáts, «Aging and house prices», *Journal of Housing Economics*, vol. 21, nº 2, 2012, pp. 131–41.

Las ventajas demográficas para los precios de la vivienda se convierten en desventajas

Puntos básicos al año

Gráfico IV.7



AU = Australia; BE = Bélgica; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; DK = Dinamarca; ES = España; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Reino Unido; GR = Grecia; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; NL = Países Bajos; NO = Noruega; PT = Portugal; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

Fuente: E. Takáts, «Aging and house prices», *Journal of Housing Economics*, vol. 21, nº 2, 2012, pp. 131-41.

Empíricamente, los coeficientes de servicio de la deuda agregados fluctúan en torno a promedios históricos estables (Gráfico IV.B), que pueden considerarse estimaciones aproximadas de niveles sostenibles a largo plazo (entornos estables). Unos costes elevados de servicio de la deuda del sector privado en relación con la renta implicarán una menor concesión de crédito, lo cual podría traducirse en la disminución de tales costes en términos agregados. A la inversa, unos coeficientes bajos de servicio de la deuda brindan a los prestatarios amplio margen para asumir más deuda. Así pues, los coeficientes de servicio de la deuda para el conjunto de la economía regresan, con el tiempo, a niveles estables¹¹.

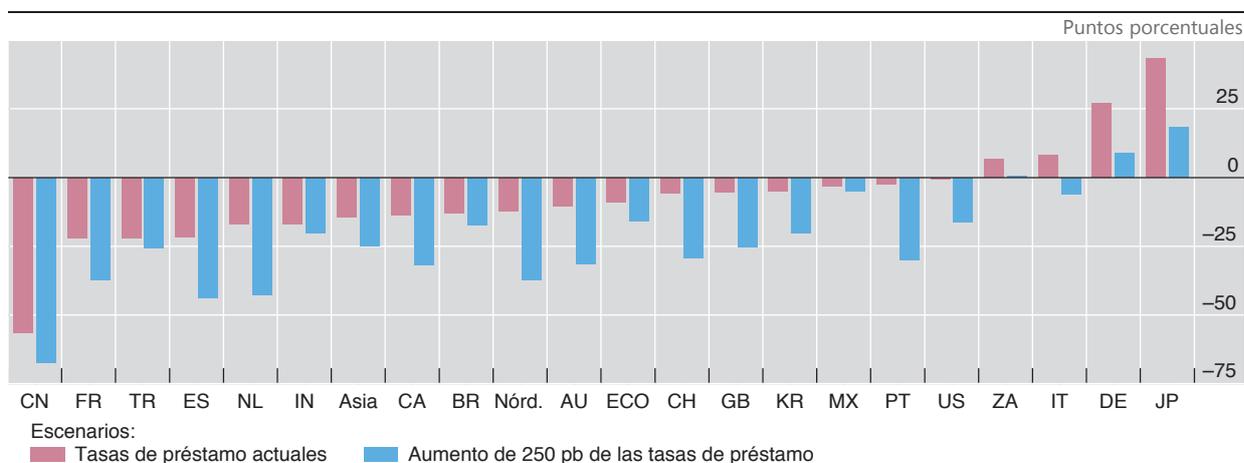
En prácticamente todos los países, devolver los coeficientes de servicio de la deuda a sus promedios históricos exigiría reducciones sustanciales en los cocientes crédito/PIB (Gráfico IV.8). Incluso a las tasas de interés actuales inusualmente bajas, los cocientes crédito/PIB deberían ser, de media, unos 15 puntos porcentuales inferiores para que los coeficientes de servicio de la deuda se situaran en sus promedios históricos. Y si las tasas de interés sobre los préstamos subieran 250 puntos básicos, como sucedió en el episodio de endurecimiento de la política monetaria de 2004, los cocientes crédito/PIB tendrían que caer de media al menos 25 puntos porcentuales. En China, tendrían que hacerlo en más de 60 puntos porcentuales. Incluso Estados Unidos y el Reino Unido tendrían que reducir sus cocientes unos 20 puntos porcentuales, pese a contar con coeficientes de servicio de la deuda acordes con sus promedios históricos de largo plazo para las tasas de interés actuales.

¹¹ En el Recuadro IV.B se abordan las salvedades relacionadas con la elección como referencias de promedios de largo plazo.

La sostenibilidad de la deuda exige un desapalancamiento a escala mundial

Variación requerida de los cocientes crédito/PIB para regresar a coeficientes sostenibles de servicio de la deuda¹

Gráfico IV.8



AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CN = China; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IN = India; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; NL = Países Bajos; PT = Portugal; TR = Turquía; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

Asia = Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia y Tailandia; ECO = Europa central y oriental: Hungría, Polonia, República Checa y Rusia; Nórd. = Finlandia, Noruega y Suecia.

¹ Los coeficientes de servicio de la deuda de cada país se suponen sostenibles si regresan a sus promedios de largo plazo. Promedios de 1985 en adelante o una fecha posterior, en función de los datos disponibles y el momento en que la inflación media de cinco años cayó por debajo del 10% (en el caso de Rusia y Turquía, se abarcan los 10 últimos años). La variación requerida en el cociente crédito/PIB se calcula utilizando la ecuación (1) que se detalla en el Recuadro IV.B y manteniendo constantes los vencimientos.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

¿Cómo pueden retornar las economías a niveles de deuda sostenibles?

Las presiones a la baja derivadas de esta menor riqueza y las pesadas cargas por servicio de la deuda sugieren que numerosas economías tendrán que reducir sus niveles de endeudamiento en próximos años. Este proceso puede desarrollarse por diferentes canales. El primero —y menos doloroso— de ellos es el crecimiento económico, que tiene el efecto dual de reducir el cociente crédito/PIB y el coeficiente de servicio de la deuda, por un lado, y de respaldar por otro los precios de los activos. Sin embargo, las anémicas previsiones de crecimiento de numerosas economías (Capítulo III) cuestionan la viabilidad de este canal.

La inflación también puede aportar su contribución, si bien su capacidad para reducir la carga real de la deuda dependerá de la medida en que las tasas de interés aplicables a la deuda nueva y aquella en circulación se ajusten al incremento de los precios. Aun cuando la inflación resultara beneficiosa desde este restringido punto de vista, cabe destacar los importantes efectos secundarios que comporta, pues redistribuye la riqueza arbitrariamente entre prestatarios y ahorradores y puede desanclar las expectativas de inflación, con indeseadas consecuencias a largo plazo.

La alternativa para dejar atrás el endeudamiento excesivo es reducir el volumen de deuda en circulación, lo cual sucede cuando la tasa de amortización supera la contratación de nuevos préstamos. Aun siendo un canal de ajuste natural e importante, puede que no baste. En algunos casos, las insostenibles cargas de deuda deben abordarse directamente; por ejemplo, reconociendo pérdidas

contables. En principio, esto implica que alguien tendrá que asumir las consiguientes pérdidas, pero la experiencia enseña que este enfoque puede resultar menos traumático que otras alternativas. Por ejemplo, los países nórdicos abordaron su endeudamiento insostenible tras las crisis bancarias de comienzos de la década de 1990 forzando a la banca a reconocer pérdidas y a disponer con diligencia de activos deteriorados, incluso mediante el recurso a su enajenación. Asimismo, las autoridades redujeron el sobredimensionamiento del sector financiero y recapitalizaron los bancos con supeditación a estrictas pruebas sobre su viabilidad. Estas medidas sentaron unas bases sólidas para la recuperación, que resultó relativamente rápida¹².

Reducir el endeudamiento mediante el reconocimiento contable de pérdidas exigiría introducir importantes cambios en el marco regulador de diversos países. Como se ilustra en el 82º Informe Anual (en el recuadro del Capítulo III), reducir el endeudamiento de los hogares requiere que las autoridades adopten dos medidas principales: la primera, inducir a las entidades prestamistas a reconocer contablemente las pérdidas; la segunda, crear incentivos para que las entidades prestamistas reestructuren los préstamos de manera que los prestatarios tengan opciones realistas de devolver su deuda¹³.

El efecto de las tasas de interés es ambiguo: en principio, unas tasas de interés menores pueden reducir las cargas por servicio de la deuda e impulsar los precios de los activos. De hecho, las autoridades monetarias suelen recortar las tasas de interés tras el estallido de crisis financieras para, de este modo, aliviar la carga que por dicho servicio soportan hogares y empresas. Sin embargo, unas tasas de interés bajas también pueden ejercer el efecto contraproducente de incentivar la asunción de deuda adicional en los prestatarios, incrementándose, en su caso, los costes que comportaría el aumento final de las tasas de interés. En función de las condiciones de partida, unas tasas bajas podrían, por tanto, sumir a los países en una trampa de deuda: cargas por deuda que ya parecen insostenibles podrían seguir aumentando.

El análisis de escenarios basado en un modelo que refleja la evolución conjunta de los cocientes crédito/PIB, las tasas de interés y los precios inmobiliarios muestra que la trampa de deuda no es, para algunos países, una mera posibilidad remota (Recuadro IV.B). El Gráfico IV.9 estima las trayectorias futuras de los cocientes de endeudamiento y de los precios inmobiliarios de Estados Unidos y el Reino Unido para cuatro escenarios de tasas de interés. Las trayectorias estimadas son similares para otras economías, como Brasil y Corea.

Los escenarios ponen de manifiesto que las cargas por servicio de la deuda aumentarían en algunos países independientemente de que sus tasas oficiales aumentasen o permaneciesen bajas. En un extremo, la reversión de las tasas de interés en el mercado monetario hacia sus promedios históricos empujaría las cargas por servicio de la deuda hasta niveles próximos a los máximos históricos registrados en la antesala de la crisis. Sin embargo, dichas cargas también se incrementarían en el otro extremo si las tasas de interés permanecieran en los bajos niveles actuales. Si bien los costes del volumen actual de deuda permanecerían constantes, un endeudamiento adicional de hogares y empresas aumentaría el coste total de su servicio en este escenario.

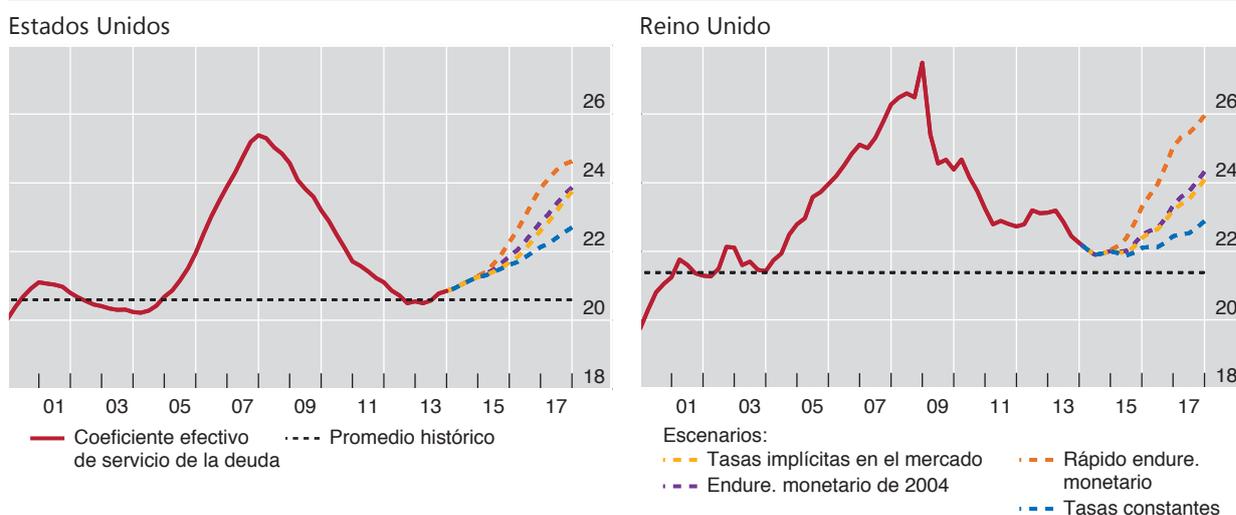
¹² Véase C. Borio, B. Vale y G. von Peter, «Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?», *BIS Working Papers*, nº 311, junio de 2010.

¹³ Para consultar un análisis más recientes a este respecto, véanse Y. Liu y C. Rosenberg, «Dealing with private debt distress in the wake of the European financial crisis», *IMF Working Papers*, nº WP/13/44, 2013; y J. Garrido, «Out-of-court debt restructuring», Banco Mundial, 2012.

Es probable que aumenten las cargas por servicio de la deuda

Cargas por servicio de la deuda proyectadas con niveles de endeudamiento endógenos para diferentes escenarios de tasas de interés, en porcentaje¹

Gráfico IV.9



¹ Escenarios: (i) tasas implícitas en el mercado: las tasas de interés evolucionan en línea con las tasas implícitas en el mercado; (ii) endurecimiento de la política monetaria de 2004: variaciones absolutas de las tasas de interés tras el episodio de endurecimiento de 2004 en las economías avanzadas; (iii) rápido endurecimiento de la política monetaria: vuelta de las tasas de interés de cada país a sus promedios de largo plazo durante ocho trimestres; y (iv) tasas constantes: las tasas de interés se mantienen constantes. Las cargas por servicio de la deuda se miden por el coeficiente de servicio de la deuda. Promedio histórico desde 1985. Las proyecciones se basan en un modelo simple de vectores autorregresivos (VAR) que capta la evolución conjunta de los cocientes crédito/PIB, las tasas de préstamo, las tasas del mercado monetario y el precio real de la vivienda (Recuadro IV.B).

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

Es preciso advertir que este análisis de escenarios es meramente ilustrativo. Además, parte del supuesto de que el aumento de las tasas de interés se produce de forma independiente a la coyuntura macroeconómica, cuando es de esperar que los bancos centrales no las suban salvo que las previsiones de crecimiento económico sean favorables. Con todo, los escenarios analizados efectivamente apuntan a las tensiones implícitas en la situación actual.

La conclusión es sencilla: unas tasas de interés bajas no resuelven el problema del elevado endeudamiento. Puede que contengan durante un tiempo las cargas por servicio de la deuda, pero al fomentar, más que desalentar, la acumulación de deuda amplifican las consecuencias de la posterior normalización de las tasas. Evitar la trampa de deuda requiere políticas que fomenten la ordenada disminución del endeudamiento mediante el saneamiento de los balances y, sobre todo, que eleven las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo (Capítulos I y III).

V. La política monetaria pugna por normalizarse

A lo largo del pasado año, la política monetaria se mantuvo muy acomodaticia en todo el mundo al situarse las tasas de interés oficiales en niveles bajos y seguir ampliándose los balances de los bancos centrales. Pese a la prolongada relajación monetaria no convencional, los bancos centrales de las principales economías avanzadas siguieron enfrentándose a una recuperación inusualmente lenta, lo que sugiere que la política monetaria ha sido relativamente poco eficaz a la hora de impulsar la recuperación de una recesión de balance.

Las economías de mercado emergentes y las pequeñas economías avanzadas abiertas tuvieron que batallar con los efectos secundarios de la relajación monetaria en las principales economías avanzadas. Asimismo, han mantenido sus tasas de interés oficiales en niveles muy bajos, lo que ha contribuido a la acumulación de vulnerabilidades financieras. Esta dinámica parece indicar que la política monetaria debería desempeñar un papel más destacado como complemento de las medidas macroprudenciales cuando se abordan desequilibrios financieros. También apunta a deficiencias en el sistema monetario internacional, ya que las repercusiones mundiales de la política monetaria no están suficientemente internalizadas.

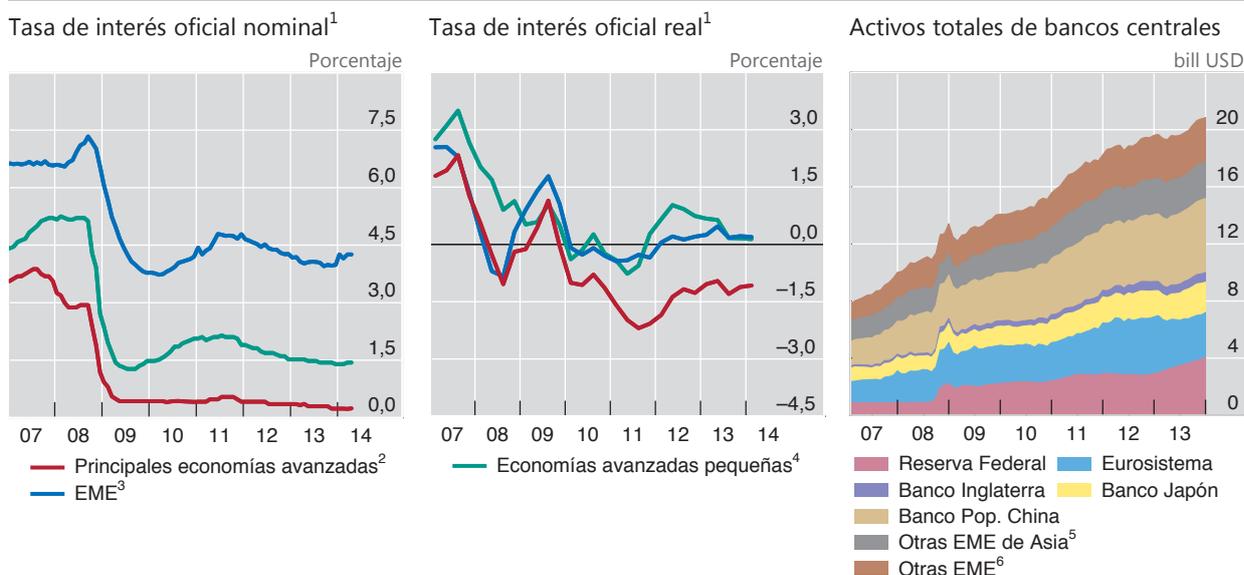
Numerosos bancos centrales afrontaron el pasado año inesperadas presiones desinflacionistas, que son una sorpresa desagradable para los deudores y hacen temer una deflación. No obstante, el riesgo de deflación generalizada parece mínimo: los bancos centrales prevén que la inflación acabará retornando a sus valores objetivo y que las expectativas de inflación a más largo plazo permanecerán bien ancladas. Además, las presiones desinflacionistas por el lado de la oferta han sido en general acordes con el repunte de la actividad económica mundial. La orientación de la política monetaria debe considerar cuidadosamente la persistencia y los factores de oferta de las fuerzas desinflacionistas, así como los efectos secundarios de la relajación de la política monetaria.

Ahora parece más claro que los bancos centrales de las principales economías avanzadas se encuentran en diferentes etapas del proceso de normalización de su política, por lo que dejarán su extraordinaria acomodación en momentos distintos. La transición probablemente será compleja y dificultosa, con independencia de los esfuerzos de comunicación; y, en parte por estas razones, no debería subestimarse el riesgo de que dicha normalización se produzca demasiado tarde y de forma demasiado gradual.

Este capítulo examina la evolución de la política monetaria en el último año y explora a continuación cuatro grandes desafíos a los que se enfrenta: pérdida de eficacia; efectos indirectos; desinflación inesperada; y riesgo de quedar rezagada durante el proceso de salida.

Evolución reciente de la política monetaria

En los últimos 12 meses, las tasas de interés oficiales nominales y reales se han mantenido en niveles muy bajos en todo el mundo y los balances de los bancos centrales siguieron creciendo hasta finales de 2013 (Gráfico V.1). En promedio, las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés oficiales en términos reales por debajo del $-1,0\%$. En el resto del mundo no fueron muy superiores: en un grupo de pequeñas economías avanzadas abiertas —Australia,



¹ Para cada grupo, medias simples de las economías enumeradas. La tasa de interés real es la nominal deflactada por la inflación de precios de consumo. ² Estados Unidos, Japón, Reino Unido y zona del euro. ³ Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Taipéi Chino, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Para Argentina, el deflactor de precios de consumo se basa en estimaciones oficiales que tienen una ruptura por cambio metodológico en diciembre de 2013. ⁴ Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza. ⁵ Suma de Taipéi Chino, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁶ Suma de Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

Canadá, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza— (en adelante, economías avanzadas pequeñas) y en las economías de mercado emergentes (EME) aquí analizadas, las tasas de interés reales fueron apenas ligeramente superiores a cero. La expansión de los activos de los bancos centrales se frenó ligeramente entre 2012 y mediados de 2013, y se aceleró en el segundo semestre de 2013.

Esta extraordinaria relajación de la política monetaria ya se aplica desde hace aproximadamente seis años (Gráfico V.1). Las tasas de interés cayeron en picado a comienzos de 2009. Los activos de los bancos centrales comenzaron a aumentar rápidamente en 2007, y desde entonces se han duplicado con creces, hasta superar su valor agregado los 20 billones de dólares, una cifra sin precedentes (superior al 30% del PIB mundial). Este aumento refleja compras de activos a gran escala y la acumulación de reservas de divisas.

Los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés oficiales en términos nominales cerca del límite inferior cero y, en términos reales, en terreno negativo (Gráfico V.2), pese a las señales de una mejora del crecimiento en los últimos 12 meses¹. En la zona del euro, donde la actividad económica ha sido débil, el BCE redujo a la mitad la tasa de interés de las principales operaciones de financiación en noviembre, hasta dejarla en 25 puntos básicos, y volvió a bajarla 15 puntos básicos en junio, ante la inquietud por la baja inflación y la apreciación de la moneda. En su decisión más reciente, el BCE situó la tasa de interés aplicable a los depósitos 10 puntos básicos por debajo de cero.

¹ En abril de 2013, el Banco de Japón sustituyó la tasa de interés a un día por la base monetaria como objetivo operativo para su política monetaria.

Las tasas de interés oficiales se mantienen bajas y los activos de bancos centrales elevados en las principales economías avanzadas

Gráfico V.2



¹ Tasa de interés oficial nominal deflactada por la inflación de precios de consumo.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

Los bancos centrales de Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido recurrieron en gran medida a diversas formas de comunicación orientativa para transmitir su intención de mantener en el futuro las tasas de interés oficiales en niveles bajos (Recuadro V.A). El BCE adoptó una comunicación orientativa de tipo cualitativo en julio de 2013, afirmando que mantendría bajas las tasas de interés oficiales durante un periodo prolongado. En agosto de 2013, el Banco de Inglaterra introdujo la comunicación orientativa basada en umbrales, supeditando las tasas de interés oficiales bajas a criterios relacionados con la tasa de desempleo, previsiones y expectativas de inflación, y los riesgos para la estabilidad financiera. Esta nueva modalidad de orientación se asemejaba en muchos aspectos al método adoptado en diciembre de 2012 por la Reserva Federal, que también hacía hincapié en umbrales de desempleo e inflación. A principios de 2014, al aproximarse antes de lo esperado los valores efectivos de desempleo en Estados Unidos y el Reino Unido a los umbrales mencionados en sus orientaciones, los bancos centrales de ambos países adoptaron una orientación más cualitativa, que incorporaba una noción más amplia de holgura económica.

Los balances de los bancos centrales de las principales economías avanzadas describieron trayectorias divergentes el año pasado (Gráfico V.2, panel derecho). El Banco de Inglaterra y la Reserva Federal relegaron gradualmente la expansión de su balance como principal forma de imprimir un estímulo adicional. En agosto de 2013, el Banco de Inglaterra anunció que mantendría el volumen de activos comprados en 375 000 millones de libras esterlinas, con sujeción a las mismas condiciones de su comunicación orientativa sobre las tasas de interés oficiales. En diciembre de 2013, la Reserva Federal anunció que en enero comenzaría a reducir gradualmente sus compras de activos a gran escala. Desde entonces, el ritmo de repliegue ha sido suave, pero el periodo previo al anuncio de diciembre se reveló todo un desafío de comunicación (Capítulo II). A fecha de hoy, los mercados esperan que el programa de compra de activos concluya antes de que finalice 2014.

Por el contrario, en abril de 2013, el Banco de Japón anunció su programa de relajación cuantitativa y cualitativa (QQE) como principal medio para superar el

Orientación de expectativas con tasas de interés cercanas a cero^①

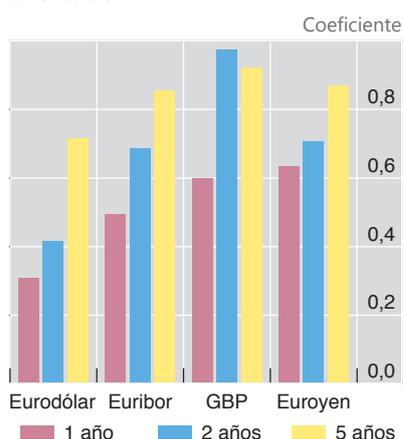
La estrategia de comunicación de los bancos centrales consistente en orientar las expectativas (*forward guidance*) en una coyuntura de tasas de interés cercanas a cero (*zero lower bound*) se ha diseñado con el fin de clarificar la trayectoria prevista de la tasa de interés oficial. Esta comunicación orientativa puede llegar a constituir un estímulo *per se* si el banco central señala que las tasas oficiales seguirán bajas durante más tiempo del previsto por los mercados. También puede reducir la incertidumbre y mitigar la volatilidad de la tasa de interés y, por esa vía, bajar las primas de riesgo.

La estrategia de comunicación orientativa debe cumplir tres condiciones para ser eficaz. En primer lugar, debe ser clara. En principio, la claridad puede mejorarse definiendo la condicionalidad de dicha orientación, pero si esta condicionalidad es excesivamente compleja, explicitar los detalles puede llevar a confusión. En segundo lugar, la comunicación orientativa debe percibirse como un compromiso creíble, es decir, el público debe creerse lo que dice

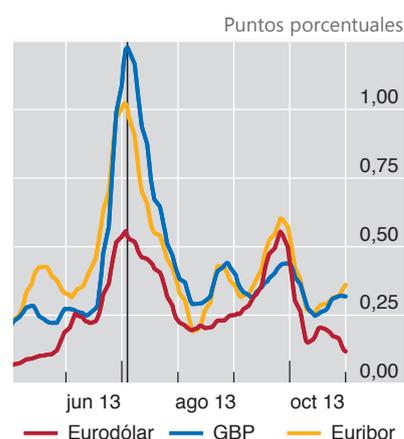
La eficacia de la comunicación orientativa en el límite inferior cero parece limitada

Gráfico V.A

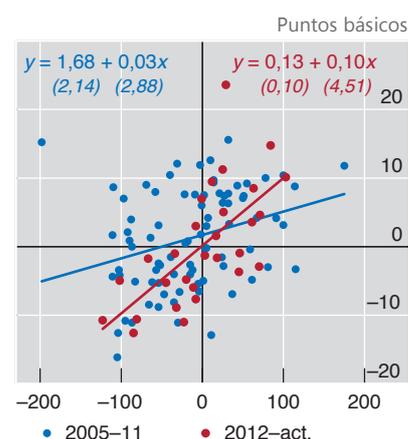
Volatilidad de futuros sobre tasas de interés en periodos con comunicación orientativa frente a periodos con escasa o nula orientación^{1,2}



Contagio de la volatilidad de los futuros sobre tasas de interés a 1 año^{1,3}



Respuesta del rendimiento a 10 años a «sorpresas» en el empleo no agrícola en EEUU⁴



¹ Volatilidad de los contratos de futuros sobre las tasas de interés interbancarias a tres meses; desviación típica de 10 días de las variaciones de los precios diarios. ² Los valores por debajo de 1 indican que los periodos con comunicación orientativa redujeron la medida de volatilidad, que es la volatilidad media materializada de 10 días; cuanto menor es el coeficiente, mayor es la reducción. Periodos con comunicación orientativa mejorada: Reserva Federal = 9 agosto 2011–actualidad; BCE= 4 julio 2013–actualidad; Banco de Inglaterra (BoE) = 7 agosto 2013–actualidad; Banco de Japón (BoJ) = 5 octubre 2010–3 abril 2013. Periodos sin comunicación orientativa o con comunicación orientativa menos explícita: Reserva Federal = 16 diciembre 2008–8 agosto 2011 (comunicación orientativa cualitativa); BCE= 8 mayo 2009–3 julio 2013; BoE = 6 marzo 2009–3 julio 2013; BoJ = 22 diciembre 2008–4 octubre 2010. ³ Medias móviles de 10 días centradas. La línea vertical indica el 4 de julio de 2013, cuando el BCE proporcionó orientación cualitativa y el Banco de Inglaterra comentó sobre la trayectoria de las tasas de interés oficiales que esperaban los mercados. ⁴ El eje de abscisas refleja la «sorpresa» en la variación del dato de empleo no agrícola, calculada como la diferencia entre los valores efectivo y esperado en las encuestas, expresada en miles. El eje de ordenadas muestra la variación en un día del rendimiento de la deuda pública a 10 años, calculada como el valor al cierre de la jornada de la fecha del anuncio menos el valor al cierre de la jornada del día anterior. Entre paréntesis, estadístico *t*.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

el banco central. Cuanto mayor sea la confianza del público, mayor será el efecto potencial de esta estrategia en las expectativas de los mercados y en las decisiones económicas, pero mayor será también el riesgo de una merma indeseada de la flexibilidad del banco central. Por último, incluso si la comunicación orientativa se comprende y genera confianza, debe ser interpretada por el público como se pretende. Por ejemplo, comunicar la intención de mantener las tasas oficiales en el límite inferior cero más tiempo del que espera el mercado podría interpretarse como una señal de que el panorama económico será más sombrío, en cuyo caso los efectos negativos sobre la confianza podrían neutralizar el estímulo pretendido.

La experiencia con la comunicación orientativa indica que ha logrado influir en los mercados en determinados horizontes temporales. Su uso ha permitido reducir la volatilidad de las tasas de interés esperadas en los mercados financieros en horizontes temporales cortos, pero no tanto en horizontes más largos (Gráfico V.A, panel izquierdo), lo que concuerda con la convicción del mercado de que la orientación constituye un compromiso condicional válido exclusivamente para la trayectoria futura a corto plazo de las tasas de interés oficiales. También existe evidencia de que la comunicación orientativa afecta a la sensibilidad de las tasas de interés a largo plazo frente a las noticias económicas. La respuesta de la volatilidad de las tasas de interés en la zona del euro y el Reino Unido frente a la volatilidad de las tasas estadounidenses se redujo considerablemente después de que el BCE y el Banco de Inglaterra adoptasen políticas de comunicación orientativa en el verano de 2013 (Gráfico V.A, panel central). Por otra parte, hay evidencia también de que la comunicación orientativa incrementó la sensibilidad de los mercados a los indicadores utilizados en la orientación. Por ejemplo, a partir de 2012, el rendimiento de los bonos estadounidenses a 10 años se tornó más sensible a la diferencia entre los datos esperados de empleo no agrícola y los datos efectivos (Gráfico V.A, panel derecho); una interpretación es que los datos que apuntaban a una recuperación más vigorosa tendieron a adelantar el momento en el que se esperaba traspasar el umbral de desempleo y al que seguiría una subida de las tasas oficiales.

La comunicación orientativa sobre las tasas oficiales conlleva sus propios riesgos. Si el público no acertase a comprender plenamente el carácter condicionado de esa orientación, podrían ponerse en entredicho la reputación y la credibilidad del banco central, especialmente si la orientación se revisase con frecuencia y de forma sustancial, aun cuando los cambios respetasen las condiciones anunciadas inicialmente. La comunicación orientativa también puede plantear riesgos financieros por dos vías. En primer lugar, si los mercados financieros se centrasen preeminentemente en estas orientaciones, su recalibrado podría provocar perturbaciones en dichos mercados. En segundo lugar, y aún más importante, esta estrategia de comunicación podría llevar a percibir un retardo en el ritmo de normalización de la política monetaria, lo que podría dar lugar a una excesiva asunción de riesgos y fomentar la acumulación de desequilibrios financieros.

① Para un análisis más detallado, véase A. Filardo y B. Hofmann, «Comunicación orientativa de los bancos centrales con tasas cercanas a cero», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2014.

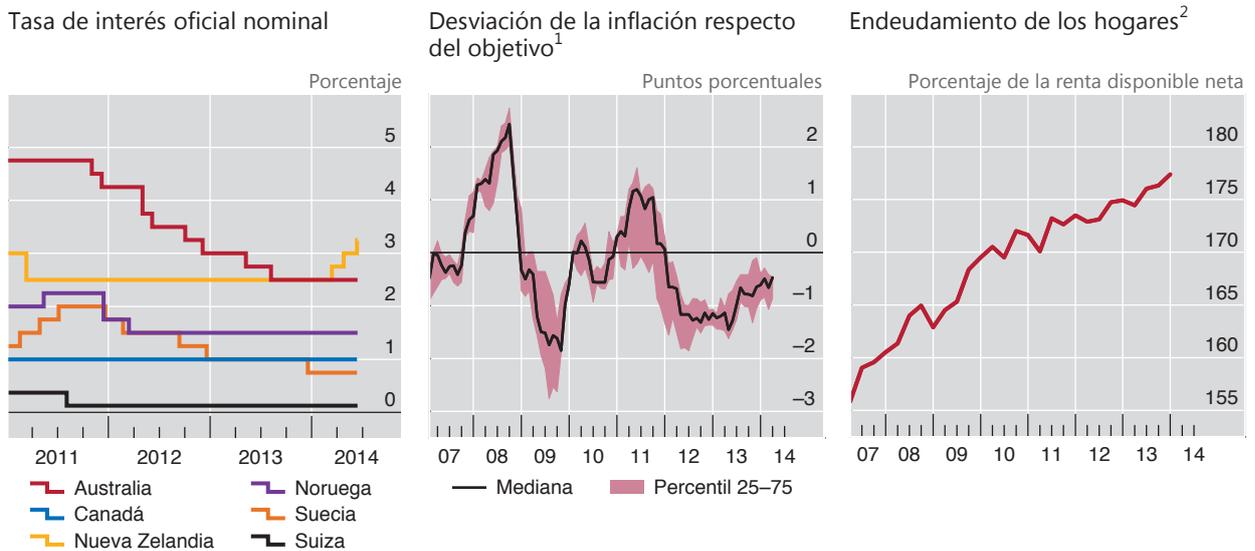
prolongado legado de deflación del país. A partir de entonces, amplió rápidamente su balance, desde menos del 35% del PIB hasta más del 50% a comienzos de 2014.

Como reflejo de la mejora de las condiciones financieras en la zona del euro, el balance del BCE se contrajo en relación al PIB, al reducir los bancos su financiación procedente del banco central, incluida la obtenida a través de sus operaciones de financiación a plazo más largo. Además, hasta la fecha, el BCE no ha activado su programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) —compras a gran escala de deuda soberana en los mercados secundarios con sujeción a estrictas condiciones—. No obstante, a principios de junio, el BCE anunció que pondría en marcha este mismo año operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) para respaldar el préstamo bancario al sector privado no financiero de la zona del euro. Asimismo, el BCE decidió intensificar los preparativos para la compra directa en el mercado de bonos de titulización de activos.

Las tasas de interés oficiales también permanecieron muy bajas en las economías avanzadas pequeñas (Gráfico V.3, panel izquierdo). El Banco de Canadá mantuvo su tasa de interés oficial en el 1,0% y reajustó su comunicación orientativa, retrasando la fecha tentativa en que reduciría moderadamente el sesgo expansivo. En Suiza, al permanecer la inflación general en torno a cero o por debajo de ese nivel, el Banco Nacional de Suiza mantuvo el rango de su tasa de interés oficial para el Libor a tres meses en 0–25 puntos básicos, así como el tope fijado para el tipo de cambio del franco suizo con el euro. El Banco Central de Noruega mantuvo las tasas de interés en el 1,5% al ceder las presiones desinflacionistas conforme avanzaba el año. Algunos de los bancos centrales de este grupo revisaron sus tasas de interés oficiales. El Banco de la Reserva de Australia bajó su tasa de interés oficial dos veces, hasta situarla en el 2,5%, para respaldar la recuperación económica. El

Las economías avanzadas pequeñas afrontan una inflación inferior al objetivo y una deuda elevada

Gráfico V.3



¹ Desviación de la inflación respecto del objetivo de inflación del banco central o bien respecto del valor central de la banda objetivo del banco central para todas las economías indicadas en el panel izquierdo. ² Indicadores de deuda y renta agregados para todas las economías enumeradas en el panel izquierdo.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

Sveriges Riksbank redujo la suya en 25 puntos básicos, hasta dejarla en 75 puntos básicos, ante una inflación situada persistentemente por debajo del objetivo. En cambio, al constatar un mayor dinamismo económico y expectativas de presiones inflacionistas al alza, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda elevó su tasa de interés en tres ocasiones, en un total de 75 puntos básicos, hasta el 3,25%.

En general, en las políticas aplicadas por los bancos centrales de numerosas economías avanzadas pequeñas influyó considerablemente la evolución de las tasas de inflación. En promedio, estas se habían situado casi 1 punto porcentual por debajo de los objetivos desde principios de 2012 (Gráfico V.3, panel central), y la persistencia de la desinflación indujo a muchos bancos centrales a revisar a la baja sus previsiones de inflación.

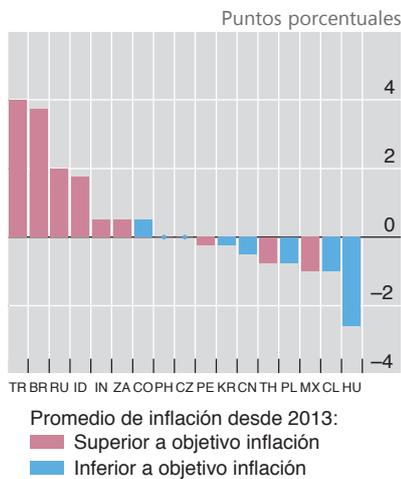
Además, muchos de estos bancos centrales tuvieron que contraponer los efectos macroeconómicos a corto plazo de una inflación baja y una recuperación deslucida con los riesgos a más largo plazo de una acumulación de desequilibrios financieros (Capítulo IV). El endeudamiento de los hogares, siendo ya elevado, siguió creciendo hasta rondar en promedio a finales de 2013 el 175% de la renta disponible neta (Gráfico V.3, panel derecho). Estos elevados niveles, unidos a la perspectiva de un endeudamiento mayor alentado por políticas monetarias acomodaticias, expusieron a estas economías a un brusco deterioro de las condiciones económicas y financieras. En aquellas jurisdicciones en las que los precios de la vivienda eran altos no podía descartarse el riesgo de un ajuste desordenado de los desequilibrios en el sector de los hogares.

En las economías de mercado emergentes, los bancos centrales tuvieron que lidiar en su política monetaria con distintos retos tras la intensa recuperación (que recientemente se ha debilitado) posterior a la crisis. Uno de estos retos surgió de episodios de volatilidad en los mercados financieros asociados a presiones tendentes a la depreciación de sus monedas durante el año (Capítulo II). En general,

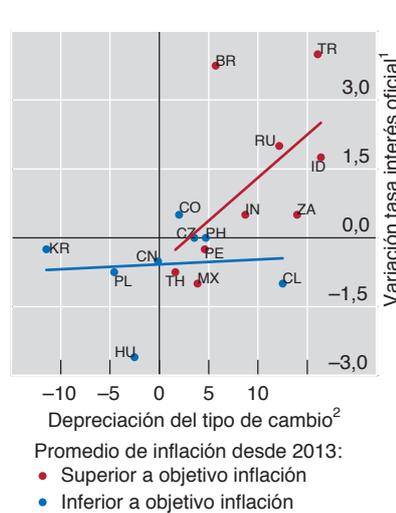
Las EME responden a las tensiones en los mercados mientras crece la preocupación por la estabilidad

Gráfico V.4

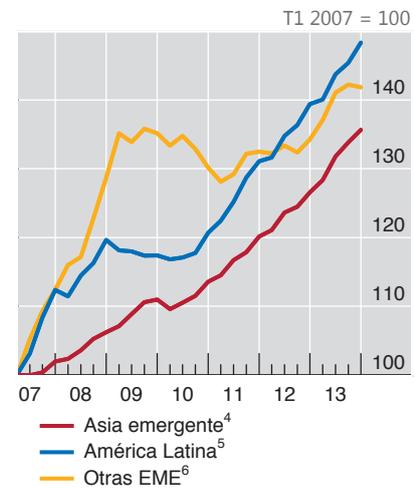
La variación de las tasas de interés oficiales desde abril de 2013...¹



... va ligada a la evolución de los tipos de cambio y de la inflación



Cociente crédito/PIB³



BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CZ = República Checa; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; TH = Tailandia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica.

¹ Tasa de interés oficial nominal o alternativa más parecida; para China, tasa *repo* a siete días; variación entre el 1 de abril de 2013 y el 6 de junio de 2014, en puntos porcentuales. ² Variación porcentual en el tipo de cambio efectivo nominal entre el 1 de abril de 2013 y el 6 de junio de 2014. Una cifra positiva (negativa) indica una depreciación (apreciación). ³ Para cada grupo, media simple de las economías enumeradas. ⁴ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁵ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. ⁶ Arabia Saudita, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales; BPI.

la firme evolución macroeconómica de muchas EME en el pasado las había protegido de sus repercusiones y les dio cierto margen de maniobra, si bien solo hasta cierto punto. Los países más afectados fueron aquellos con coyunturas económicas y financieras más débiles. En muchos de ellos, los bancos centrales recurrieron a la tasa de interés oficial para defender sus monedas (Gráfico V.4, panel izquierdo). Entre abril de 2013 y principios de junio de 2014, varios bancos centrales endurecieron considerablemente sus políticas monetarias en términos netos: lo hizo Turquía, en 400 puntos básicos (incluido un incremento de 550 puntos básicos en un solo día en enero), y también Rusia e Indonesia (en 200 y 175 puntos básicos respectivamente). La India y Sudáfrica subieron sus tasas oficiales 50 puntos básicos, al tiempo que Brasil fue haciéndolo gradualmente a lo largo del periodo, hasta 375 puntos básicos, al contribuir la depreciación de su moneda y otras fuerzas a mantener elevadas las presiones inflacionistas. Las respuestas de las autoridades de las EME a la depreciación de sus monedas podrían haber reflejado en parte su experiencia reciente con la inflación (Gráfico V.4, panel central). Donde la inflación superaba su nivel objetivo, las presiones hacia la depreciación fueron en general más fuertes y las tasas de interés oficiales subieron en mayor medida. Esta relación no parece existir donde la inflación se situaba en su objetivo o por debajo de este.

Las autoridades monetarias de las EME menos afectadas por salidas de capital y presiones cambiarias dispusieron de mayor margen de maniobra para reaccionar a otros acontecimientos. En Chile y México, los bancos centrales recortaron sus tasas de interés oficiales cuando sus economías dieron muestras de desacelerarse. En la República Checa, la tasa de interés oficial se mantuvo en niveles reducidos

al situarse la inflación por debajo del objetivo, y el banco central decidió utilizar el tipo de cambio como un instrumento adicional para relajar las condiciones monetarias estableciendo un tope para el tipo de cambio de la corona con el euro. Polonia redujo sus tasas de interés oficiales en varias ocasiones en cuanto se impusieron las presiones desinflacionistas. En China, el banco central mantuvo la orientación de su política monetaria, con cierta desaceleración del crecimiento de la masa monetaria y del crédito al aumentar la inquietud por la estabilidad financiera, especialmente en relación con la expansión del sector financiero no bancario.

Varias EME realizaron también el pasado año operaciones en las que intervenía moneda extranjera para ayudar a absorber presiones tendentes a una depreciación no deseada de sus monedas (Cuadro Anexo V.1). En una serie de ellas, como por ejemplo Brasil, Indonesia, Rusia y Tailandia, menguaron las reservas de divisas; en algunas de estas economías representó la primera disminución anual en muchos años.

La expansión del crédito en muchas EME ha venido suscitando inquietud sobre la estabilidad financiera, sobre todo en un entorno de volatilidad de los mercados financieros. En el caso del grupo de EME analizado aquí, el cociente crédito/PIB se incrementó en promedio en torno al 40% entre 2007 y 2013 (Gráfico V.4, panel derecho). Persisten dudas sobre la mejor combinación de herramientas monetarias, macroprudenciales y de gestión de flujos de capital para estos bancos centrales.

Principales desafíos de política monetaria

Los bancos centrales afrontan una serie de desafíos importantes. Para las principales economías avanzadas que se están recuperando de recesiones de balance (inducidas por una crisis financiera y una acumulación insostenible de deuda), el principal reto ha sido calibrar la política monetaria en un momento en el que esta parece haber perdido parte de su capacidad de estímulo económico. Para muchas EME y economías avanzadas pequeñas, el principal reto ha sido la acumulación de vulnerabilidades financieras y el riesgo de incremento de la volatilidad en los flujos de capitales, problemas estos que se complican por las repercusiones mundiales de la política monetaria. En todo el mundo, numerosos bancos centrales pugnan con las desconcertantes presiones desinflacionistas que se materializaron el pasado año. Y, de cara al futuro, se suscitan cuestiones sobre el momento y el ritmo oportunos de normalizar la política.

Reducida eficacia de la política monetaria

Los bancos centrales desempeñaron una función fundamental en la contención de las repercusiones de la crisis financiera. No obstante, a pesar de la relajación de la política monetaria de los últimos seis años en las principales economías avanzadas, la recuperación ha sido inusualmente lenta (Capítulo III), lo que plantea dudas sobre la eficacia de la política monetaria expansiva después de la crisis.

Esta eficacia ha sido limitada por dos razones: el límite inferior cero de las tasas de interés oficiales nominales y el legado de las recesiones de balance. En primer lugar, el límite inferior cero restringe la capacidad de los bancos centrales para reducir las tasas de interés oficiales y estimular la demanda. Esto explica los intentos de proporcionar un estímulo adicional guiando las expectativas sobre la senda futura de la tasa de interés oficial y mediante las compras de activos a gran escala. Pero estas políticas también tienen sus limitaciones. Por ejemplo, las primas por plazo y los diferenciales por riesgo de crédito ya eran muy bajos en muchos países

(Gráfico II.2), por lo que no había mucho margen de estrechamiento. Además, unas primas por plazo comprimidas, y a veces incluso negativas, reducen los beneficios de la transformación de vencimientos y, por tanto, pueden de hecho reducir los incentivos de los bancos para conceder crédito. Por otra parte, el alcance de las tasas de interés nominales negativas es muy limitado y no está clara su eficacia. Su impacto en el préstamo es dudoso y el pequeño margen para las reducciones atenúa los efectos sobre el tipo de cambio, que a su vez también depende de la reacción de terceros. En general, en el límite inferior cero, resulta cada vez más difícil proporcionar un estímulo adicional.

En segundo lugar, el legado de las recesiones de balance entumece la eficacia de la política. Esto se debe, en parte, a factores financieros. Cuando se deteriora el sector financiero, la oferta de crédito es menos sensible a recortes en las tasas de interés. Por su parte, la demanda de crédito por los sectores no financieros adolece de languidez: lo que estos más bien buscan es pagar la deuda que contrajeron partiendo de expectativas demasiado optimistas sobre sus ingresos. Esto explica que las «recuperaciones sin crédito» constituyan la regla en estas situaciones (Capítulo III). Ahora bien, parte del legado de las recesiones de balance está relacionado con factores no financieros. La deficiente asignación de capital y trabajo que acompaña a los auges financieros insostenibles puede restar eficacia a las políticas de gestión de la demanda, ya que estas solo tratan los síntomas en lugar de los problemas de fondo. Por ejemplo, el sector de la construcción residencial sería habitualmente más sensible que muchos otros a unas tasas de interés reducidas, pero creció demasiado durante el periodo de auge. De hecho, los registros históricos indican que la relación positiva entre el grado de acomodación monetaria durante las recesiones y la solidez de la recuperación posterior desaparece cuando la recesión está asociada a una crisis financiera (Recuadro V.B). Además, el desapalancamiento durante la recesión, con independencia de cómo se mida, acaba dando paso a una recuperación posterior más intensa.

Nada de esto significa que la acomodación monetaria no tenga ningún papel que desempeñar en la recuperación de una recesión de balance. Un cierto grado de acomodación fue claramente necesario en las primeras etapas de la crisis financiera para contener sus consecuencias. Pero la relativa ineficacia de la política monetaria significa que no puede sustituir a las medidas que abordan los problemas de fondo, promoviendo el necesario saneamiento de balances y reformas estructurales.

A menos que así se reconozca, tal eficacia limitada solo conducirá a un esfuerzo infructuoso al insistirse en aplicar las mismas medidas de forma aún más enérgica. La consecuencia de todo ello no es solo la insuficiencia en los avances, sino también la amplificación de efectos secundarios no intencionados, algunos de los cuales se han puesto bien de manifiesto en el periodo posterior a la crisis². En concreto, una relajación monetaria intensa y prolongada resta incentivos para sanear balances e implementar reformas estructurales que son necesarias, obstaculizando con ello la imperativa reasignación de recursos; puede fomentar una excesiva asunción de riesgo en los mercados financieros (Capítulo II), y también generar indeseados efectos indirectos en otras economías que se hallen en momentos diferentes de sus ciclos económico y financiero (véase más adelante). Dicho de otra manera, en un contexto de eficacia limitada de la política monetaria, el equilibrio entre costes y beneficios de prolongar la acomodación monetaria se ha deteriorado con el tiempo.

² Véase J. Caruana, «Hitting the limits of “outside the box” thinking? Monetary policy in the crisis and beyond», discurso pronunciado en la Golden Series Lecture del Foro Oficial de Instituciones Monetarias y Financieras (OMFIF), Londres, 16 de mayo de 2013.

Eficacia de la política monetaria tras recesiones de balance

Los datos históricos avalan la interpretación de que una política monetaria acomodaticia durante la fase recesiva de un ciclo económico normal contribuye a fortalecer la recuperación posterior. Sin embargo, esta relación no es estadísticamente significativa cuando la recesión está vinculada a una crisis financiera. Así, cuando un ciclo económico va acompañado de una crisis, la relación entre la tasa de interés real a corto plazo media durante la recesión y la tasa media de crecimiento durante la recuperación posterior no tiene el signo que cabría esperar en el caso de un ciclo económico sin crisis (Gráfico V.B, panel izquierdo).

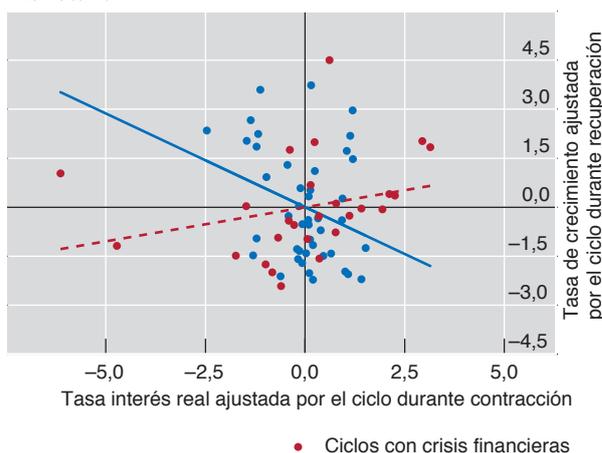
Esto podría explicarse por el hecho de que la presión para el desapalancamiento posterior a la crisis reduce la sensibilidad de la economía a las tasas de interés. De hecho, hay evidencia de que, al contrario de lo que sucede durante recesiones normales, un factor clave para que la recuperación de una recesión de balance sea más fuerte es el desapalancamiento del sector privado (Gráfico V.B, panel derecho).

La política monetaria es ineficaz y el desapalancamiento es clave en recuperaciones tras recesiones de balance¹

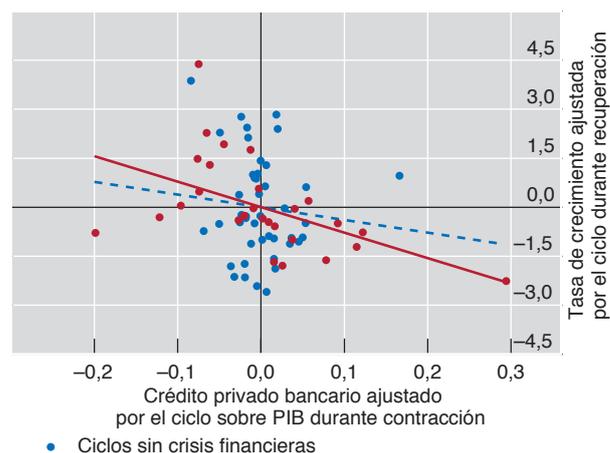
En porcentaje

Gráfico V.B

Recuperaciones económicas y orientación de la política monetaria



Recuperaciones económicas y desapalancamiento



¹ La línea continua de la regresión indica que existe una relación estadísticamente significativa (la discontinua, no significativa). Para una muestra de 24 economías desde mediados de los años 60. Las contracciones se definen como periodos con PIB real decreciente y las recuperaciones como periodos que finalizan cuando el PIB real supera el máximo anterior. Los datos abarcan 65 ciclos económicos, incluyendo 28 ciclos con una crisis financiera justo antes del máximo. Los puntos que representan para ciclos se han ajustado por la profundidad de la recesión precedente y por la tasa de interés en el máximo cíclico. Véanse más detalles en Bech et al (2014).

Fuentes: M. Bech, L. Gambacorta y E. Kharroubi, «Monetary policy in a downturn: are financial crises special?», *International Finance*, vol. 17, primavera de 2014, pp. 99–119 (también disponible en *BIS Working Papers*, n° 388, en www.bis.org/publ/work388.pdf); OCDE; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

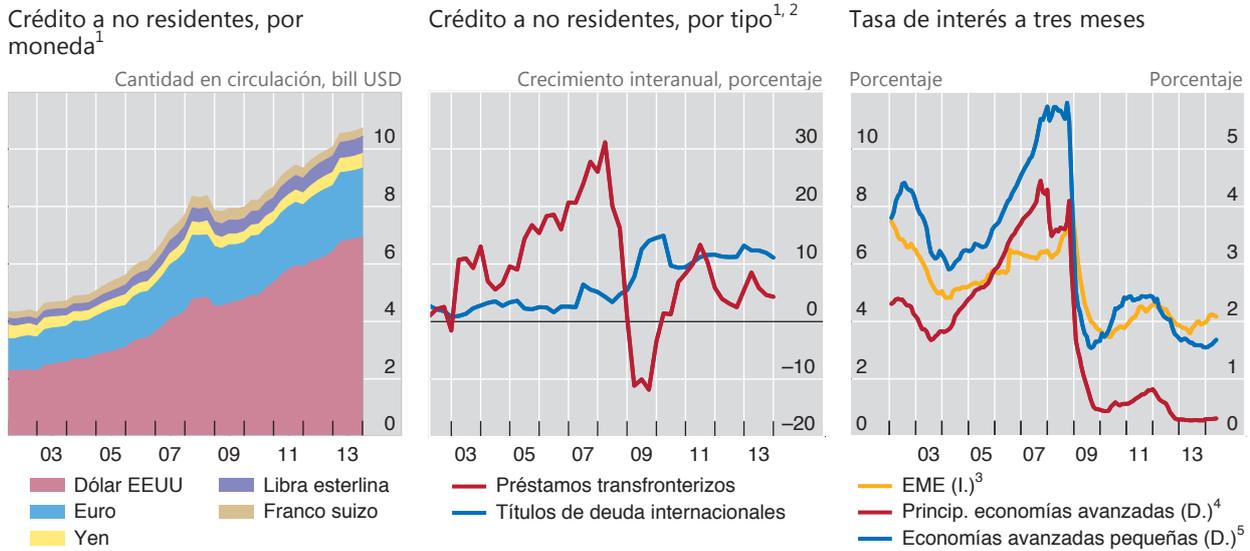
Efectos indirectos de la política monetaria

Las EME y las economías avanzadas pequeñas han estado luchando con los efectos secundarios de las políticas monetarias acomodaticias de las principales economías avanzadas, que actúan vía flujos financieros transfronterizos y precios de los activos (tipo de cambio incluido), así como a través de respuestas de política económica³.

³ Véase J. Caruana, «International monetary policy interactions: challenges and prospects», discurso pronunciado en la conferencia CEMLA-SEACEN en Punta del Este, Uruguay, 16 de noviembre de 2012.

El endeudamiento mundial en moneda extranjera aumenta y las tasas de interés a corto plazo están correlacionadas

Gráfico V.5



¹ A a tipos de cambio a 31 de diciembre de 2013. Para cada moneda, crédito a prestatarios no financieros no residentes en el respectivo país o zona de emisión. El crédito incluye los préstamos a entidades no bancarias y títulos de deuda de emisores no financieros. Además, en países no declarantes al BPI, los préstamos en cada una de las monedas enumeradas concedidos por bancos locales a residentes en el país se aproximan por los respectivos préstamos transfronterizos recibidos por los bancos, al suponer que dichos fondos se prestan a continuación al sector no bancario. ² A partir del crédito agregado en las monedas que figuran en el panel izquierdo. ³ Media simple de Arabia Saudita, Brasil, Chile, China, Taipéi Chino, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ⁴ Media simple de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y zona del euro. ⁵ Media simple de Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; estadísticas del BPI sobre deuda internacional y estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia.

Las políticas monetarias tan acomodaticias instrumentadas en las principales economías avanzadas influyen en la asunción de riesgo y, por consiguiente, en los rendimientos de activos denominados en diferentes monedas. Como resultado, una extraordinaria acomodación puede inducir ajustes importantes en los precios de los activos y en los flujos financieros en otros lugares. Estos vínculos se han reforzado a medida que los mercados financieros en EME se han desarrollado e integrado más con el resto del mundo. Por ejemplo, los rendimientos de los bonos en moneda local han mostrado una mayor correlación en los últimos años⁴.

El dólar y las demás monedas internacionales desempeñan a este respecto un papel esencial. Al utilizarse de forma generalizada fuera del país de emisión, ejercen una influencia directa en las condiciones financieras internacionales. Por ejemplo, el volumen de crédito en circulación denominado en dólares fuera de Estados Unidos rondaba los 7 billones de dólares a finales de 2013 (Gráfico V.5, panel izquierdo). Cuando las tasas de interés expresadas en estas monedas son bajas, a los prestatarios de las EME les resulta más barato endeudarse en ellas, y quienes ya han tomado préstamos a tasas de interés variable disfrutaban de costes de financiación menores. Antes de la crisis, los flujos de crédito en dólares en particular se regían

⁴ Véase P. Turner, «The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs», *BIS Working Papers*, nº 441, febrero de 2014.

por los préstamos bancarios transfronterizos; desde 2008, la actividad en los mercados internacionales de capital se ha disparado (Gráfico V.5, panel central)⁵.

Las respuestas de política también importan. Los bancos centrales encuentran difícil operar con tasas de interés oficiales que diverjan considerablemente de las correspondientes a las monedas principales, en especial cuando se trata del dólar. El temor a una sobrevaloración de la moneda nacional y a entradas de capitales les hace renuentes a aceptar diferenciales de tasas de interés considerables y posiblemente volátiles, lo que contribuye a una alta correlación en la evolución de la tasa de interés a corto plazo (Gráfico V.5, panel derecho). De hecho, existen cada vez más pruebas de que las tasas de interés oficiales de Estados Unidos influyen significativamente en las tasas oficiales de otras partes del mundo (Recuadro V.C).

De este modo, unas tasas de interés muy bajas en las principales economías avanzadas plantean un dilema a otros bancos centrales. Por un lado, vincular las tasas oficiales del país a las tasas muy bajas prevalecientes en el extranjero ayuda a mitigar la apreciación de la moneda y la entrada de capitales. Por otro lado, puede también alentar auges financieros en el país y favorecer con ello la acumulación de vulnerabilidades. De hecho, está demostrado que los países cuyas tasas oficiales han estado en niveles inferiores a sus valores de referencia tradicionales, que tienen en cuenta la evolución de la producción y de la inflación, también han registrado los mayores auges de crédito (Capítulo IV).

Para resolver este dilema, los bancos centrales han confiado en gran medida en instrumentos de naturaleza macroprudencial, que han demostrado ser muy útiles para aumentar la resiliencia del sistema financiero, pero han tenido una eficacia solo parcial en la contención de la acumulación de desequilibrios financieros (Capítulo IV y Recuadro VI.D). Una razón clave es que, como en el caso de las medidas de gestión de los flujos de capital, las herramientas macroprudenciales están expuestas a arbitraje regulador. El corolario es que confiar exclusivamente en medidas macroprudenciales no es suficiente y que dichas medidas han de complementarse por lo general con las de política monetaria. A diferencia de las herramientas macroprudenciales, la tasa de interés oficial es un factor que determina el precio del apalancamiento en una determinada divisa para toda la economía, por lo que su impacto es más penetrante y menos fácil de eludir. Los países que recurren a la política monetaria de forma más enérgica para complementar su política macroprudencial deben aceptar un mayor grado de flexibilidad del tipo de cambio.

No recurrir a la política monetaria puede plantear más adelante retos aún más graves. Permitir que se acumulen a lo largo del tiempo desequilibrios financieros exacerbaría la vulnerabilidad de un país frente a su corrección, infligiendo un daño mayor y, muy probablemente, precipitando también una crisis externa. Pero si no se corrigen o el país sufre una perturbación externa, al banco central le resultará muy difícil subir las tasas de interés sin generar las tensiones financieras que precisamente trataba de evitar. Aún no se han producido contracciones financieras en toda regla en las EME o economías avanzadas pequeñas, pero los países en los que el crecimiento del crédito había sido relativamente elevado resultaron ser más vulnerables al periodo de tensión en los mercados de mayo-junio de 2013 (Capítulo II). Esto indica que un endurecimiento más gradual pero temprano es preferible a una respuesta más tardía pero brusca, puesto que las respuestas tardías provocan un ajuste más traumático.

⁵ Véase R. McCauley, P. McGuire y V. Sushko, «Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage», *Economic Policy*, de próxima publicación.

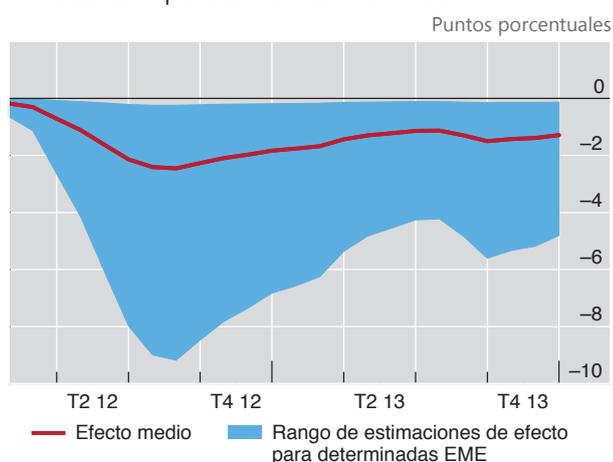
Efecto de la política monetaria de EEUU sobre las tasas de interés oficiales de las EME: pruebas basadas en las reglas de Taylor

Una forma de evaluar las repercusiones de la política monetaria de EEUU en las tasas de interés oficiales de las EME es estimar reglas de Taylor ampliadas para distintas EME. La tasa de interés de cada economía de la muestra se modela como una función de la tasa de inflación nacional, la brecha del producto nacional y la tasa de interés oficial «sombra» de Estados Unidos¹. La tasa «sombra» se ha concebido para recoger el efecto de las medidas de política monetaria no convencional de la Reserva Federal, como sus programas de compra de activos a gran escala. El universo muestral lo componen 20 EME en el periodo comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el tercero de 2013.

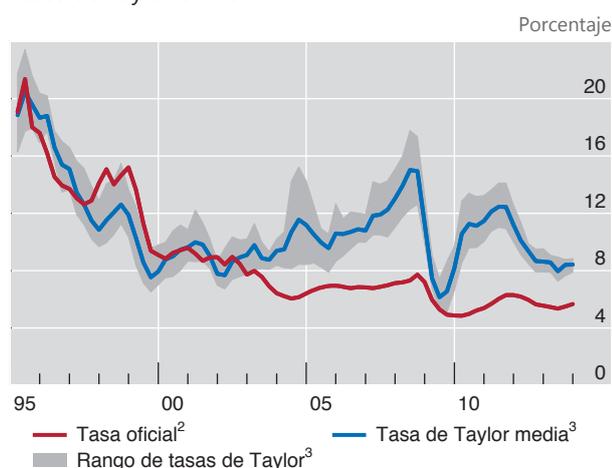
El efecto de la política monetaria de EEUU resulta ser estadísticamente significativo para 16 de las 20 EME. Desde 2012, la política monetaria más acomodaticia de EEUU se asocia con una reducción media de 150 puntos básicos en las tasas de interés oficiales de las EME (Gráfico V.C, panel izquierdo), aunque el efecto ha variado sustancialmente entre las economías y a lo largo del tiempo. La respuesta a la inflación fue a menudo más débil de lo prescrito por la regla de Taylor convencional. Estos resultados son congruentes con la conclusión de que las tasas de interés oficiales de las EME se han situado durante el último decenio por debajo del nivel que correspondería a las condiciones macroeconómicas reflejadas en las reglas de Taylor convencionales (Gráfico V.C, panel derecho).

Fuerte influencia de la política monetaria en Estados Unidos en la fijación de tasas de interés oficiales en EME

Gráfico V.C

El efecto de la política monetaria de EEUU¹

Tasas de Taylor en las EME



¹ El componente de la ecuación de Taylor ampliada inducido por la tasa oficial «sombra» de Estados Unidos cuando es significativo al nivel del 5%. Los datos corresponden a Brasil, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur (tasa a un día), Sudáfrica y Turquía. ² Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005 para Argentina, Brasil, China, Taipéi Chino, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur, Sudáfrica y Tailandia. ³ Rango y nivel medio de las tasas de Taylor para todas las combinaciones de la brecha inflación-producto. Véase B. Hofmann y B. Bogdanova, «Reglas de Taylor y política monetaria: ¿una «Gran desviación» mundial?», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2012.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Pese a ser estadísticamente robustos y coherentes con las conclusiones de otros estudios², estos resultados han de interpretarse con cautela. La medición de variables inobservables, como la brecha del producto, está plagada de dificultades. Incluso la tasa oficial podría no ser una medida exacta de las condiciones monetarias, ya que los bancos centrales de EME han utilizado cada vez más medidas no basadas en las tasas de interés para influir en las condiciones monetarias. Y los resultados, aunque representativos para los bancos centrales de las EME en su conjunto, no necesariamente se sostienen en el caso de cada banco central.

① Para obtener información adicional sobre la estimación, véase E. Takáts y A. Vela, «International monetary policy transmission», *BIS Papers*, de próxima publicación. La tasa oficial «sombra» se desarrolla en M. Lombardi y F. Zhu, «A shadow policy rate to calibrate US monetary policy at the zero lower bound», *BIS Working Papers*, n° 452, junio de 2014. ② Véanse, p. ej., C. Gray, «Responding to the monetary superpower: investigating the behavioural spillovers of US monetary policy», *Atlantic Economic Journal*, vol. 41, n° 2, 2013, pp. 173–84; M. Spencer, «Updating Asian "Taylor rules"», Deutsche Bank, *Global Economic Perspectives*, 28 de marzo de 2013; y J. Taylor, «International monetary policy coordination: past, present and future», *BIS Working Papers*, n° 437, diciembre de 2013.

Los perturbadores efectos indirectos de la política monetaria han puesto de relieve insuficiencias del sistema monetario internacional. Las principales economías avanzadas han encontrado evidentemente difícil tener plenamente en cuenta estos efectos secundarios. Si los auges financieros se tornasen en contracciones, su coste para la economía mundial podría llegar a ser muy oneroso, tanto más por cuanto el peso económico de los países afectados ha aumentado sustancialmente. La captura de estos efectos indirectos sigue siendo un desafío importante: se requieren marcos analíticos en los que los factores financieros tengan un papel mucho más importante que el que les atribuyen hoy en día las instituciones responsables de las políticas, así como una mejor comprensión de los vínculos globales.

Desinflación inesperada y riesgos de deflación

Numerosos bancos centrales se enfrentaron el último año a inesperadas presiones desinflacionistas, que tuvieron el efecto de mantener o situar la inflación por debajo de sus objetivos. Las presiones sorprendieron particularmente en las economías avanzadas, pues la tan anhelada recuperación parecía estar afianzándose (Capítulo III). Uno de los retos clave de política monetaria ha sido cómo responder mejor a dichas presiones.

Ceteris paribus, una caída inesperada de la inflación por debajo de los objetivos suele requerir una relajación de la política monetaria. Sin embargo, para determinar cuál es la respuesta idónea hay que considerar una serie de factores adicionales. Especialmente importantes son los beneficios y costes percibidos de la desinflación. Otro factor, anteriormente señalado, es la evidencia que sugiere que la eficacia de una política monetaria expansiva es reducida en el límite inferior cero, sobre todo durante la recuperación de una recesión de balance.

Los acontecimientos recientes indican que la probabilidad de que persistan las presiones desinflacionistas es baja. Las expectativas de inflación a largo plazo (a entre seis y 10 años vista) se han mantenido bien ancladas hasta la fecha de redacción de este informe (Gráfico V.6), lo que sugiere que probablemente la inflación no continuará mucho tiempo por debajo de los objetivos oficiales. En tales condiciones sería menos probable un refuerzo mutuo de las inflaciones salarial y de precios (es decir, que no entrarían en juego «efectos de segunda ronda»). Por ejemplo, el descenso de los precios de las materias primas desde sus recientes máximos históricos ha contribuido a las presiones desinflacionistas en estos últimos años. Incluso si estos precios se estabilizasen en sus niveles actuales en lugar de remontar, como a fecha de hoy parece el caso, dichas presiones desaparecerían. Este es exactamente el mismo razonamiento que indujo a algunos bancos centrales a aceptar en años anteriores niveles de inflación persistentemente por encima de sus objetivos. Por supuesto, si el anclaje de las expectativas de inflación perdiese firmeza, la preocupación por las presiones desinflacionistas sería mayor.

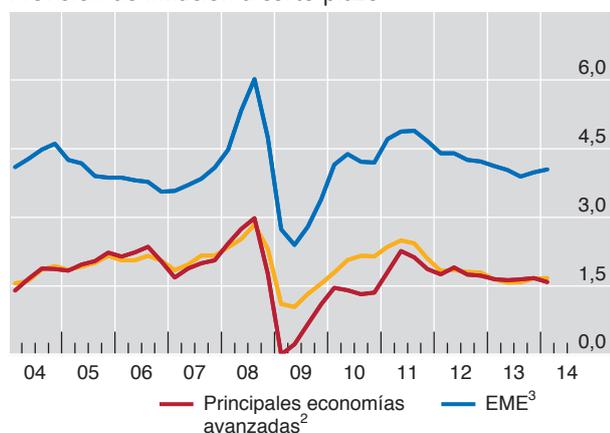
Incluso si las inesperadas presiones desinflacionistas se prolongan en el tiempo, los costes podrían ser menores de lo que suele pensarse. El origen de las presiones es importante: cuando estas nacen de una evolución favorable de factores de oferta y no de una insuficiencia de la demanda, es bien sabido que los costes asociados son menores. En parte, las recientes presiones desinflacionistas reflejan

Expectativas de inflación bien ancladas¹

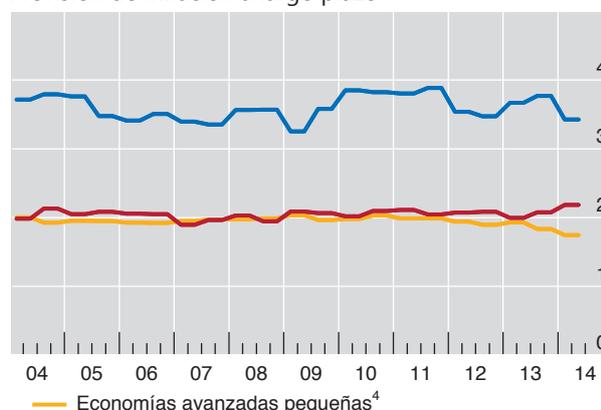
Tasa interanual, en porcentaje

Gráfico V.6

Previsión de inflación a corto plazo



Previsión de inflación a largo plazo



¹ Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005 de las economías enumeradas. La previsión a corto plazo es la previsión media a un año vista de la inflación de los precios de consumo, a partir de las previsiones de consenso del año en curso y del año próximo; para la India, inflación de precios al por mayor. La previsión a largo plazo es la previsión de consenso media en un horizonte de seis a diez años de la inflación de los precios de consumo; para la India, inflación de precios al por mayor a partir del T4 2011. Observaciones semestrales (marzo/abril y septiembre/octubre) convertidas a trimestrales mediante una interpolación por etapas (*stepwise*). ² Estados Unidos, Japón, Reino Unido y zona del euro. ³ Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur, Tailandia y Turquía. ⁴ Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza; para la previsión de inflación a largo plazo, dato agregado excluidos Australia y Nueva Zelanda.

Fuente: Consensus Economics.

esas fuerzas positivas por el lado de la oferta, sobre todo la mayor competencia transfronteriza propiciada por la continua globalización de la economía real (Capítulo III).

El análisis sobre brechas negativas de inflación también se aplica a caídas reales y persistentes del nivel de precios y, hasta la fecha y esencialmente por las mismas razones, los bancos centrales han considerado desdeñable el riesgo de deflación. De hecho, el registro histórico indica que las espirales deflacionistas han sido muy infrecuentes y que los periodos de deflación, especialmente los de deflación leve, han estado asociados a un crecimiento económico sostenido (Recuadro V.D). Efectivamente, en las últimas décadas algunos países han registrado crecimiento con desinflación, sin duda por la influencia de factores de oferta positivos.

No obstante, habida cuenta de los elevados niveles de deuda actuales, cabría preguntarse si no debería preocupar más la posibilidad de que los precios bajen. Sin duda alguna, la existencia de abultadas deudas hace que las bajadas de precios generalizadas tengan un coste más alto. Salvo que las tasas de interés en los contratos en vigor se ajusten en esa misma medida, las caídas de precios elevan *ceteris paribus* la carga de la deuda como proporción de la renta. Sin embargo, históricamente el daño causado por caídas de precios de activos se ha demostrado mucho más oneroso que el abaratamiento general de los bienes y servicios: dado el rango de fluctuaciones, su efecto en el patrimonio neto y en la actividad económica ha sido sencillamente mucho mayor (Recuadro V.D). Por ejemplo, los problemas en Japón se originaron primordialmente por el hundimiento del valor de los activos, en especial de los precios inmobiliarios, al tornarse la expansión financiera en contracción, y no por una desinflación general y gradual.

Más en general, las preocupaciones de estabilidad financiera cuestionan la inteligencia de tratar de reconducir la inflación hacia su objetivo en el horizonte

Los costes de la deflación: antecedentes históricos

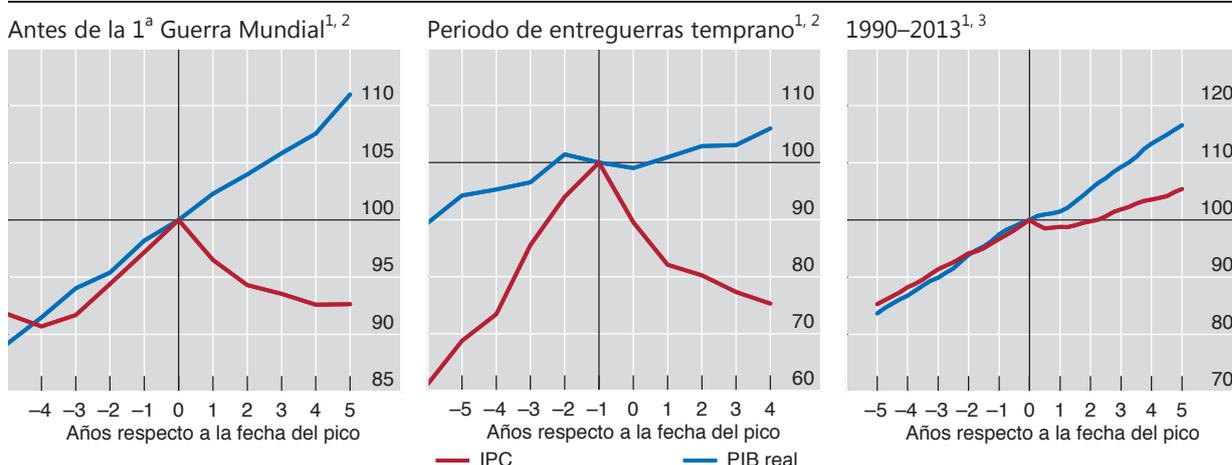
No todas las deflaciones son iguales. Debido a la prevalencia de descensos de precios en el siglo XIX y a principios del XX, así como desde la década de 1990, los datos históricos revelan aspectos importantes de la dinámica de la deflación, de los que destacan cuatro.

En primer lugar, los registros históricos están repletos de ejemplos de deflaciones «buenas» o, al menos, «benignas», en el sentido de que se corresponden con periodos en los que la economía crecía a su tasa tendencial o bien sufría un retroceso moderado y pasajero. En el periodo previo a la Primera Guerra Mundial, los episodios deflacionistas fueron en general benignos y el PIB continuó creciendo pese a las caídas de los precios (Gráfico V.D, panel izquierdo). El crecimiento real medio en los cinco años previos al pico de los precios se asemejaba a la tasa de crecimiento de los cinco años posteriores (2,3% frente al 2,1%). En el periodo de entreguerras (especialmente en la década de 1920) fueron más frecuentes deflaciones algo más perjudiciales («malas») (Gráfico V.D, panel central): el PIB también aumentó, pero mucho más despacio —las tasas medias de crecimiento en los periodos anterior y

Periodos de deflación: la buena y la mala

Pico del IPC = 100

Gráfico V.D



¹ Serie de datos del índice de precios de consumo (IPC) cinco años antes y después de cada pico con respecto a cada economía, con la base reajustada para igualar el pico a 100 (denotándose como año 0). Se ha calculado la media simple de los índices de cada economía con base reajustada. ² Los picos del periodo previo a la Primera Guerra Mundial van de 1860 a 1901; los picos de la primera parte del periodo de entreguerras van de 1920 a 1930. Media simple de las economías del G-10. Véase Borio y Filardo (2004) para información adicional sobre la identificación de picos locales del IPC basada en el índice de precios anuales. A continuación, se enumeran los años en que se registraron picos del IPC en cada economía del G-10 en el periodo previo a la Primera Guerra Mundial y en el periodo de entreguerras temprano: Alemania: 1928; Bélgica: 1862, 1867, 1873, 1891, 1901, 1929; Canadá: 1882, 1889, 1920, 1929; Estados Unidos: 1866, 1881, 1891, 1920, 1926; Francia: 1871, 1877, 1884, 1902, 1930; Italia: 1874, 1891, 1926; Japón: 1920; Países Bajos: 1892, 1920; Reino Unido: 1860, 1873, 1891, 1920; Suecia: 1862, 1874, 1891, 1920; Suiza: 1892, 1898. ³ Media simple de 13 economías, datos trimestrales del IPC. Se produce un pico cuando el nivel del IPC supera todos los niveles anteriores y los niveles de al menos los cuatro trimestres siguientes. A continuación se enumeran los trimestres en que se registraron picos del IPC: Australia: T1 1997; Canadá: T4 1993, T3 2008; China: T1 1998, T2 2008; Estados Unidos: T3 2008; zona del euro: T3 2008; Hong Kong RAE: T2 1998; Japón: T4 1994, T4 1998; Noruega: T1 2003; Nueva Zelandia: T3 1998; Singapur: T4 1997, T1 2001, T4 2008; Sudáfrica: T2 2003; Suecia: T4 1997, T3 2008; Suiza: T2 2008.

Fuentes: C. Borio y A. Filardo, «Looking back at the international deflation record», *North American Journal of Economics and Finance*, vol.15, nº 3, diciembre de 2004, pp. 287-311; datos nacionales; cálculos del BPI.

posterior al pico de los precios fueron del 2,3% y el 1,2%, respectivamente. En la percepción de que en el periodo de entreguerras tuvieron lugar episodios realmente graves de deflación influye la experiencia excepcional de la Gran Depresión, cuando los precios de las economías del G-10 registraron caídas acumuladas de hasta el 20% y el PIB se contrajo cerca de un 10%. Esta experiencia no se refleja plenamente en el panel central del Gráfico V.D.

Los episodios de deflación de los últimos 25 años se han parecido en general mucho más a las deflaciones «buenas» experimentadas durante el periodo anterior a la Primera Guerra Mundial que a los episodios de la primera parte del periodo de entreguerras (aunque identificar picos de precios durante el periodo actual es mucho más

complicado, puesto que los episodios de deflación recientes han sido en general fugaces). En estos episodios, las tasas medias de crecimiento del PIB en los periodos anterior y posterior al pico de precios se situaron en el 3,6% y el 3,1%, respectivamente, una diferencia que no es estadísticamente significativa.

La segunda característica importante de la dinámica de la deflación que muestran los registros históricos es la ausencia general de un riesgo inherente de espiral deflacionista —de entre todos los episodios deflacionistas, solo la Gran Depresión produjo una espiral deflacionista (una caída fuerte y persistente del nivel de los precios). Durante los episodios anteriores a la Primera Guerra Mundial, las caídas de precios eran persistentes pero no acusadas, con un descenso acumulado medio en el índice de precios de consumo en torno al 7%. Más recientemente, los episodios de deflación han sido muy breves y el nivel de precios ha caído de forma moderada; la excepción más notable es Japón, donde los niveles de precios registraron caídas acumuladas próximas al 4% desde finales de la década de 1990 hasta hace muy poco. La evidencia disponible contradice la idea de que las deflaciones conducen a espirales deflacionistas, sobre todo en las últimas décadas. Además, el hecho de que en la actualidad los salarios sean menos flexibles que en el pasado lejano reduce la probabilidad de una espiral bajista de salarios y precios.

En tercer lugar, son las deflaciones de los precios de los activos y no las deflaciones generales las que han deteriorado de forma continua y significativa los resultados macroeconómicos[Ⓞ]. Así, tanto la Gran Depresión en Estados Unidos como el episodio deflacionista de Japón en la década de 1990 estuvieron precedidos de un notable desplome de las cotizaciones bursátiles y, sobre todo, de los precios inmobiliarios. Estas observaciones sugieren una relación causa-efecto en la que la caída de los precios de los activos provoca una crisis en la economía real y, posteriormente, deflación, por lo que no es la deflación general la que deprime la actividad económica. Esta idea queda también corroborada por la evolución de los precios y del PIB real en el periodo de entreguerras (Gráfico V.D, panel central), que muestra que el PIB real ya tendía a contraerse antes de que se iniciara el episodio de deflación.

En cuarto lugar, los últimos episodios de deflación han coincidido a menudo con subidas de los precios de los activos, crecimiento del crédito y una sólida evolución del PIB. Sirvan de muestra los episodios de las décadas de 1990 y 2000 en países tan diferentes como China y Noruega. Existe el riesgo de que si se aplica una política monetaria acomodaticia en respuesta a deflaciones «buenas», con el fin de acercar la inflación al objetivo oficial, se pueda permitir involuntariamente la acumulación de desequilibrios financieros. Esa resistencia a las deflaciones «buenas» puede conducir, con el tiempo, a deflaciones «malas» si la corrección de los desequilibrios acaba por producir efectos negativos.

[Ⓞ] La evidencia formal sobre este aspecto puede consultarse en C. Goodhart y B. Hofmann, *House prices and the macroeconomy*, Oxford University Press, 2006, Capítulo 5, «Goods and asset price deflations».

temporal convencional de dos años. Antes bien, lo idóneo puede ser permitir que la inflación quede por debajo del objetivo, especialmente en aquellas jurisdicciones en las que hayan ido acumulándose desequilibrios financieros (Capítulo IV). *Ceteris paribus*, no permitirlo expone de hecho al riesgo de sufrir presiones desinflacionistas no deseadas en el futuro, cuando el auge se torne en desplome. Esto, unido a la evidencia de la reducción de la eficacia de la política monetaria, sugiere que, si bien las recientes presiones desinflacionistas merecen una estrecha vigilancia, deberían ponderarse cuidadosamente los factores que limitan sus efectos y los costes de una relajación monetaria adicional.

Normalización de la política monetaria

De cara al futuro, la transición desde una política monetaria extraordinariamente expansiva a un entorno monetario más normal presenta una serie de retos sin precedentes. La normalización exigirá una hábil programación y una diestra gestión de factores económicos, financieros y políticos y, por tanto, es difícil garantizar que estará libre de contratiempos. Las perspectivas de una normalización accidentada y otros factores sugieren que el riesgo fundamental es que los bancos centrales no lleven la iniciativa, normalizando demasiado tarde o demasiado despacio.

Los bancos centrales de las principales economías avanzadas se encuentran en diferentes etapas del proceso de normalización de su política. El Banco de Inglaterra

mantiene desde mediados de 2012 su volumen de activos comprados y la Reserva Federal ha comenzado en 2014 a reducir sistemáticamente su programa de compra de activos a gran escala como paso previo a subir las tasas oficiales. En cambio, el Banco de Japón sigue plenamente inmerso en su agresivo programa de expansión del balance y el BCE acaba de anunciar operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico y de bajar sus tasas oficiales hasta mínimos históricos.

Los bancos centrales han indicado igualmente que calibrarán el ritmo de normalización de la política monetaria en función de la fortaleza de la recuperación y de la evolución de diversas dificultades relacionadas con la crisis. La Reserva Federal espera que los contratiempos del mercado de trabajo y los problemas de balance vayan a menos en los próximos años; no obstante, prevé que la tasa de interés real congruente con el equilibrio macroeconómico (es decir, la tasa natural) tardará un tiempo en normalizarse en torno al 2%, en parte debido a un persistente exceso de ahorro mundial. El Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha afirmado que la tasa natural permanece baja debido a las continuas tensiones en el sistema financiero y al proceso de saneamiento de balances públicos y privados. El BCE prevé contratiempos distintos. Considera que el desapalancamiento bancario y la fragmentación financiera, entre otros factores, frenarán la recuperación durante varios años. En términos generales, la brecha entre las actuales expectativas del mercado sobre las tasas oficiales y la trayectoria de las tasas implícita en las reglas de Taylor (Gráfico V.7) puede estar influyendo en la percepción de las dificultades y de su persistencia.

Una opinión habitual a día de hoy es que los bancos centrales deben actuar con extrema cautela para evitar poner en peligro la frágil recuperación. De acuerdo con ese punto de vista, el coste de la deflación sería enormemente alto, y demorar la normalización no tendría consecuencias excesivamente graves: la inflación podría subir, pero los bancos centrales estarían en condiciones de reaccionar rápidamente. Además, desde esta perspectiva, una comunicación diligente, que anuncie cualquier normalización con suficiente antelación y dejando claro que sería gradual, ayudaría a limitar el riesgo de perturbaciones en el mercado.

Varias observaciones históricas respaldan este punto de vista. La decisión de normalización de la Reserva Federal en 1994 creó graves tensiones en los mercados de todo el mundo, mientras que la salida mejor prevista y más progresiva de 2004 no tuvo efectos tan graves. Es más, el ritmo gradual de la normalización de 2004 no provocó un aumento de la inflación que escapara del control del banco central. De hecho, esa salida se diseñó en gran medida para evitar algunas de las deficiencias del proceso de 1994.

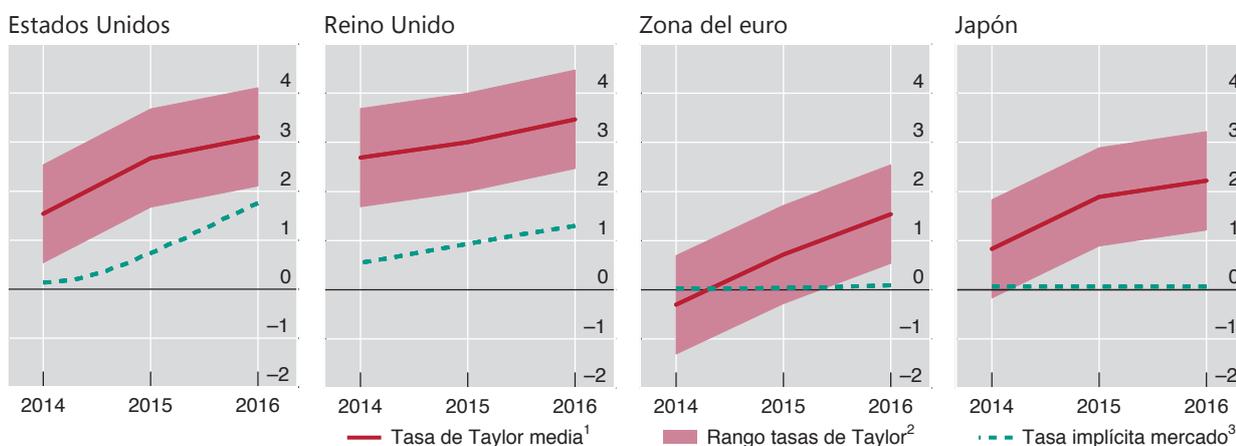
Sin embargo, el argumento de que el banco central debe contenerse se centra exclusivamente en la inflación y el ciclo económico en detrimento del ciclo financiero, pasa por alto sus efectos sobre las finanzas públicas nacionales y quizás peca de excesiva confianza en el poder de las medidas de comunicación. Cada uno de estos aspectos merece una explicación más detallada.

El argumento pierde parte de su atractivo cuando se presta atención a los temores sobre el ciclo financiero. Es muy posible que la lentitud de la normalización de la política monetaria después de 2003 fuera precisamente una de las principales causas de los fuertes auges del crédito y los precios inmobiliarios que dieron paso a la crisis. Por ejemplo, en Estados Unidos a principios de la década de 2000, el ciclo económico corrigió su trayectoria y las cotizaciones bursátiles cayeron, pero el ciclo financiero prosiguió su fase ascendente (Capítulo IV). En la actualidad son varios los acontecimientos que merecen particular atención: las señales de una búsqueda mundial de rentabilidad (Capítulo II); el riesgo de acumulación de desequilibrios financieros en algunas regiones del mundo (Capítulo IV); y la elevada sensibilidad de la carga de la deuda del sector privado a las tasas de interés, ya que los niveles

Las tasas de interés implícitas en la regla de Taylor apuntan a contratiempos persistentes

En porcentaje

Gráfico V.7



¹ La tasa implícita en la regla de Taylor, i , se calcula como $\pi^* + r^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$, donde π corresponde, para Estados Unidos, a las tasas de inflación proyectadas del índice de precios de gasto de consumo personal (excluidos los alimentos y la energía); para el Reino Unido, a la inflación proyectada de precios de consumo; para la zona del euro, a la inflación proyectada del índice armonizado de precios de consumo; y para Japón, a la inflación proyectada de precios de consumo (todos los artículos menos los alimentos frescos) excluidos los efectos de las subidas de los impuestos que gravan el consumo; donde y es la estimación del FMI de la brecha de producto para todas las economías; π^* es el objetivo de inflación; y r^* es el nivel de largo plazo de la tasa de interés real asociado a la tasa de crecimiento potencial (estimación del FMI). ² Para el supuesto de crecimiento potencial $\pm 1\%$. ³ A 13 de junio de 2014; para Estados Unidos, contrato de futuros sobre fondos federales a un mes; para la zona del euro, Japón y el Reino Unido, curvas de los *swaps* sobre índices a un día para euro, yen y libra esterlina, respectivamente.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

de deuda no han logrado ajustarse a los del crecimiento de la actividad económica (Capítulo IV).

Un ritmo de normalización muy pausado plantea asimismo cuestiones sobre sus efectos en la sostenibilidad fiscal. Uno de estos efectos es indirecto. Mantener tasas de interés excepcionalmente bajas durante un periodo inusualmente largo permite corregir situaciones fiscales tensas, pero la mayor parte de las veces también crea en los gobiernos una infundada sensación de seguridad que lleva a retrasar la necesaria consolidación.

Otro efecto es más directo, pero no muy visible. Dondequiera que los bancos centrales se embarcan en grandes compras de deuda soberana o cuasi soberana (financiada, naturalmente, con activos a corto plazo), acortan el perfil de vencimientos de la deuda del balance consolidado del sector público, que comprende al banco central y al gobierno. Esto eleva la sensibilidad de la carga del servicio de la deuda a cambios en las tasas de interés a corto plazo. También puede suscitar consideraciones de economía política que presionen al banco central para que se abstenga de normalizar su política en el momento oportuno y al ritmo adecuado (lo que se conoce como «riesgo de dominancia fiscal»). Obviamente, al gobierno no le agrada asistir al deterioro de su posición presupuestaria; en ese contexto, las pérdidas que probablemente sufriría el banco central podrían comprometer su margen de maniobra e incluso su autonomía. Además, el coste de los pasivos asociados con los abultados balances de los bancos centrales plantea otros desafíos en materia de economía política. Por ejemplo, la remuneración de los instrumentos utilizados para drenar la liquidez puede beneficiar al sector financiero, algo que la opinión pública podría considerar inapropiado. Una opción

para contener los costes de remuneración podría ser imponer requerimientos de reservas no remuneradas.

Por último, la comunicación tiene sus limitaciones. Los bancos centrales quieren comunicar claramente sus medidas para no desconcertar a los mercados y evitar fuertes reacciones en los precios. Pero sus esfuerzos por lograr esa claridad pueden trasladar un nivel de seguridad superior al que desean transmitir y alentar una mayor asunción de riesgo. Al estrecharse los diferenciales de riesgo, se necesitan posiciones cada vez más apalancadas para exprimir la rentabilidad. Y aun cuando no haya apalancamiento implicado, los inversores se sentirán atraídos hacia activos que entrañen cada vez más riesgo y, posiblemente, cada vez menos líquidos. El proceso hace más probable, por tanto, un retroceso brusco⁶. Además, incluso si el banco central es consciente de esos riesgos, puede mostrarse muy reacio a tomar medidas que podrían precipitar un ajuste con efectos desestabilizadores. Puede generarse así un círculo vicioso. Al final, si se percibe que el banco central tarda demasiado en tomar medidas, es muy probable que sean los mercados los que tomen la iniciativa.

Cuanto antecede sugiere que no debería subestimarse el riesgo de que los bancos centrales normalicen su política demasiado tarde y de forma excesivamente gradual. Hay incentivos muy potentes y lógicos que empujan en esa dirección. Otro síntoma de este sesgo afecta a los programas de relajación cuantitativa de los bancos centrales, en virtud de los cuales compraron cantidades sin precedentes de activos a largo plazo para forzar el estrechamiento de las primas por plazo. Pero ahora, cuando se aproxima el momento de normalizar la política monetaria, parece que no se deciden a venderlos por temor a causar perturbaciones en los mercados.

⁶ Véase H. S. Shin y S. Morris: «Risk-taking channel of monetary policy: a global game approach», documento de trabajo inédito, Princeton University, 2014.

Variación anual de las reservas de divisas

En miles de millones de dólares de EEUU

Cuadro Anexo V.1

	A tipos de cambio actuales						<i>Pro memoria: En circulación, diciembre 2013</i>
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Mundo	641	819	1 100	941	747	733	11 686
Economías avanzadas ¹	61	83	194	269	195	55	2 287
Estados Unidos	4	1	2	0	-2	-2	48
Zona del euro	-1	-8	13	1	12	1	221
Japón	55	-7	39	185	-28	9	1 203
Suiza	0	47	126	54	197	21	489
Asia	410	715	651	424	239	529	5 880
China	418	453	448	334	130	510	3 821
Taipéi Chino	21	56	34	4	18	14	417
Hong Kong RAE	30	73	13	17	32	-6	311
India	-20	12	9	-5	-1	6	268
Indonesia	-5	11	29	14	2	-12	93
Corea	-61	65	22	11	19	19	336
Malasia	-10	2	9	27	6	-4	130
Filipinas	3	4	16	12	6	2	74
Singapur	11	12	38	12	21	14	270
Tailandia	23	25	32	0	6	-12	159
América Latina ²	42	25	81	97	51	-6	688
Argentina	0	-1	4	-7	-3	-12	25
Brasil	13	39	49	63	19	-13	349
Chile	6	1	2	14	0	0	39
México	8	0	21	23	16	15	169
Venezuela	9	-15	-8	-3	0	-4	2
ECO ³	6	13	14	3	15	20	294
Oriente Medio ⁴	150	-29	50	88	148	79	893
Rusia	-56	-5	27	8	32	-17	456
<i>Pro memoria: Exportadores netos de petróleo⁵</i>	142	-52	117	141	209	79	1 818

¹ Países enumerados además de Australia, Canadá, Dinamarca, Islandia, Nueva Zelandia, el Reino Unido y Suecia. ² Países enumerados además de Colombia y Perú. ³ Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. ⁴ Kuwait, Libia, Qatar y Arabia Saudita. ⁵ Argelia, Angola, Kazajstán, México, Nigeria, Noruega, Rusia, Venezuela y Oriente Medio.

Fuentes: FMI; *Estadísticas Financieras Internacionales*; Datastream; datos nacionales.

VI. El sistema financiero en la encrucijada

Casi seis años después de que la crisis financiera mundial llegara a su punto álgido, el sector financiero sigue sufriendo sus secuelas. Las entidades financieras se encuentran en una encrucijada. El cambio de actitud ante el riesgo al seleccionar los modelos de negocio influirá en el futuro perfil del sector. La velocidad de este ajuste será fundamental para que el sector financiero vuelva a convertirse en un catalizador del crecimiento económico.

El sector bancario ha avanzado en su recuperación, pero la reparación de los balances sigue incompleta. Aunque el sector ha reforzado su posición agregada de capital mediante beneficios no distribuidos, los avances no han sido uniformes. Será por tanto fundamental conseguir una rentabilidad sostenible para culminar esta tarea. En consecuencia, muchos bancos han adoptado modelos de negocio más conservadores que garantizan una mayor estabilidad de los beneficios y se han retirado parcialmente de las actividades de los mercados de capitales.

De cara al futuro, el elevado endeudamiento es la principal fuente de vulnerabilidad de los bancos. Los bancos que no hayan realizado los necesarios ajustes tras la crisis se enfrentan a la persistente debilidad de sus balances como resultado de su exposición directa a prestatarios excesivamente endeudados y al lastre del sobreendeudamiento en la recuperación económica (Capítulos III y IV). La situación más grave sigue encontrándose en Europa, pero los bancos de esta región han redoblado sus esfuerzos durante el pasado año. Los bancos de las economías menos afectadas por la crisis, pero que se encuentran en una fase tardía del auge financiero, deben prepararse para una desaceleración de la actividad y para gestionar un mayor número de activos en mora.

El papel de las sociedades financieras no bancarias ha aumentado a medida que la intermediación basada en el mercado ha adquirido mayor importancia tras el repliegue de los bancos. Las bajas tasas de interés oficiales y la continua búsqueda de rentabilidad han animado las emisiones de bonos de entidades privadas, al tiempo que los bancos se han enfrentado a una persistente desventaja de costes en relación con sus clientes corporativos. Las carteras de las sociedades gestoras de activos han crecido con fuerza en los últimos años y actualmente constituyen una fuente importante de crédito. Esta situación, unida a la elevada concentración del sector, puede influir en la dinámica de los mercados de bonos y tener consecuencias en el coste y la disponibilidad de financiación para los hogares y las empresas.

El capítulo se organiza en tres secciones. La primera sección aborda la evolución del sector financiero durante el último año. La segunda se centra en los cambios estructurales que han venido definiendo los modelos de negocio. La tercera analiza los retos a los que se enfrentan las entidades a corto plazo: afrontar las pérdidas derivadas de los activos problemáticos en unos casos, y reforzar las defensas ante un posible cambio en el ciclo financiero en otros casos.

Resumen de las tendencias

El sector financiero en su conjunto ha avanzado para superar la crisis y adaptarse al nuevo entorno económico y regulador. Los bancos están acumulando capital con mayor rapidez de lo previsto y su rentabilidad mejora. No obstante, en algunos

El capital ordinario (CET1) de los bancos aumentó en relación con los activos ponderados por riesgo

Coefficientes de Basilea III definitivos, en porcentaje

Cuadro VI.1

	2009	2011		2012		2013
	31 diciembre	30 junio	31 diciembre	30 junio	31 diciembre	30 junio
Grandes bancos con actividad internacional	5,7	7,1	7,7	8,5	9,2	9,5
Otros bancos	7,8	8,8	8,7	8,8	9,4	9,5

Fuente: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

países, persisten los problemas relacionados con la calidad de los activos y los beneficios. En el sector asegurador, la situación es similar y, en líneas generales, se ha registrado un sólido crecimiento de las primas, pero una desigual rentabilidad sobre recursos propios en las distintas jurisdicciones.

Entidades bancarias

Entre las principales tendencias en los bancos destacan una posición de capital reforzada y un descenso de los activos ponderados por riesgo (RWA). El sector ha conseguido avances en la reconstrucción de su base de capital fundamentalmente a través de beneficios no distribuidos, respaldados a su vez por la recuperación de la rentabilidad. No obstante, estos avances no han sido uniformes, ya que algunos bancos (sobre todo en Europa) siguen bajo tensión. El descenso de los RWA reflejó en algunos casos la propia reducción de sus balances, pero en muchos otros, la caída de la ponderación por riesgo media de los activos. Teniendo en cuenta el exceso de optimismo de los bancos en el pasado acerca de sus riesgos, esta caída de las ponderaciones hace temer vulnerabilidades ocultas.

Coefficientes de capital

Los bancos de todo el mundo han seguido reforzando sus coeficientes de capital. Hasta el momento, los avances del conjunto del sector han superado el mínimo establecido en las disposiciones transitorias de Basilea III (Recuadro VI.A). En los doce meses hasta mediados de 2013, el grupo compuesto por los grandes bancos con actividad internacional aumentó su promedio de capital ordinario de Nivel 1 (CET1) desde el 8,5% de los activos ponderados por riesgo hasta el 9,5% (Cuadro VI.1). Este coeficiente medio superaba holgadamente el valor de referencia para 2019 fijado en el 7% (CET1 más colchón de conservación), por tanto seis años antes de lo previsto. Los bancos de menor tamaño y con una mayor orientación regional alcanzaron el mismo coeficiente de capital medio, si bien partían de una base superior situada en el 8,8%. Cabe destacar que estos coeficientes reflejan las nuevas definiciones, más exigentes, sobre capital admisible que se están introduciendo de forma progresiva y no entrarán plenamente en vigor hasta 2022.

También son evidentes los avances conseguidos entre los bancos más rezagados, cuyo déficit de capital se está reduciendo. A mediados de 2013, el déficit de estas entidades era de 85 200 millones de euros, esto es, 59 600 millones menos que a principios de ese mismo año. Este descenso se debió fundamentalmente a las ganancias obtenidas por los grandes bancos con actividad internacional, que redujeron su déficit prácticamente a la mitad. Por el contrario, el

Reforma reguladora: elementos nuevos y aplicación

Para minimizar los costes de transición, las nuevas normas de capital se aplican progresivamente a lo largo de varios años (Cuadro VI.A). Mientras que el mínimo del 8% para el coeficiente entre capital total y activos ponderados por riesgo (RWA) ya ha entrado en vigor, los coeficientes que implican capital de mayor calidad —capital ordinario de Nivel 1 (CET1) y capital de Nivel 1— alcanzarán sus nuevos niveles más altos en 2015. El nuevo colchón de conservación de capital y el recargo para bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB), definidos ambos en términos de CET1 sobre RWA, serán plenamente vinculantes en 2019.

Calendario del régimen transitorio de aplicación de las normas de capital de Basilea III¹

Cuadro VI.A

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CET1/RWA						
Mínimo	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Más colchones:						
Conservación de capital			0,625	1,25	1,875	2,5
G-SIB ²			0,625	1,25	1,875	2,5
Nivel 1						
Mínimo (coeficiente sobre RWA)	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Coeficiente de apalancamiento (sobre medida de exposición)	Observación	Divulgación			Incorporación al Primer Pilar	

¹ Las cifras en negrita indican la plena aplicación de la correspondiente norma de Basilea III (en términos de coeficiente de capital). Las correspondientes definiciones de capital admisible entrarán plenamente en vigor en 2022. ² Hace referencia al colchón máximo, según proceda.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) avanzó el pasado año en dos áreas clave del programa de reforma de la regulación posterior a la crisis. El primer elemento comprende las normas mínimas de liquidez. El coeficiente de cobertura de liquidez (LCR) se publicó en enero de 2013 y la definición de activos líquidos de alta calidad (HQLA) se concluyó un año después. La nueva definición da mayor cabida a las facilidades de liquidez comprometidas (CLF) de los bancos centrales, cuyo uso se permite ahora en todas las jurisdicciones, con supeditación a una serie de condiciones y limitaciones. Las restricciones están dirigidas a limitar el uso de las CLF en periodos de normalidad económica y a estimular a los bancos a autoasegurarse frente a perturbaciones de liquidez, pero pueden relajarse en periodos de tensión, cuando la oferta de HQLA pueda ser insuficiente. Asimismo, el Comité recibió comentarios sobre el coeficiente de financiación estable neta (NSFR), la segunda norma de liquidez.

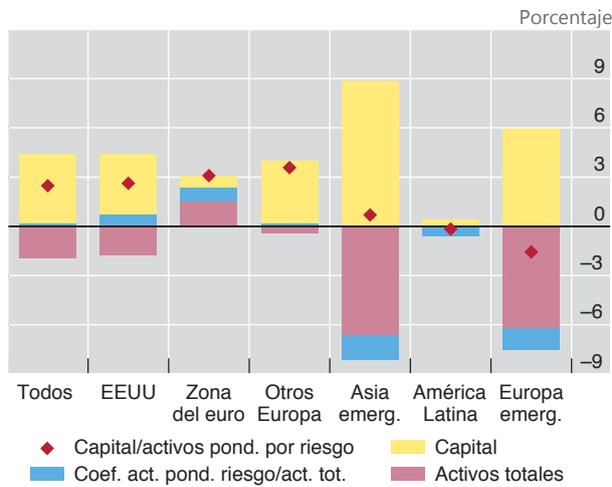
Otro elemento importante que se finalizó en enero de 2014 fue la definición del denominador en el coeficiente de apalancamiento de Basilea III, un coeficiente simple de capital sobre la exposición total del banco que complementa los requerimientos de capital en función del riesgo. La medida de la exposición constituye un avance en dos aspectos. En primer lugar, se trata de una medida universal, ya que sortea las discrepancias entre las normas contables a la hora de reflejar exposiciones fuera de balance, derivados incluidos. Su definición adopta una práctica reguladora establecida que ofrece un elevado grado de comparabilidad entre jurisdicciones. En segundo lugar, se trata de una medida integral, ya que incorpora adecuadamente fuentes de apalancamiento tanto de dentro como de fuera del balance. El resultado son requerimientos de capital más estrictos por unidad de exposición que los que implican coeficientes de apalancamiento que ya habían estado vigentes en algunas jurisdicciones. Según las primeras observaciones, la medida de la exposición es, en promedio, un 15%–20% superior a la que se obtiene a partir de la medida de activos totales. A partir de 2015, los bancos estarán obligados a divulgar este coeficiente, con vistas a incorporarlo como requerimiento del Primer Pilar para el año 2018, una vez efectuado su calibrado definitivo.

La acumulación de capital impulsa los coeficientes reguladores de los bancos¹

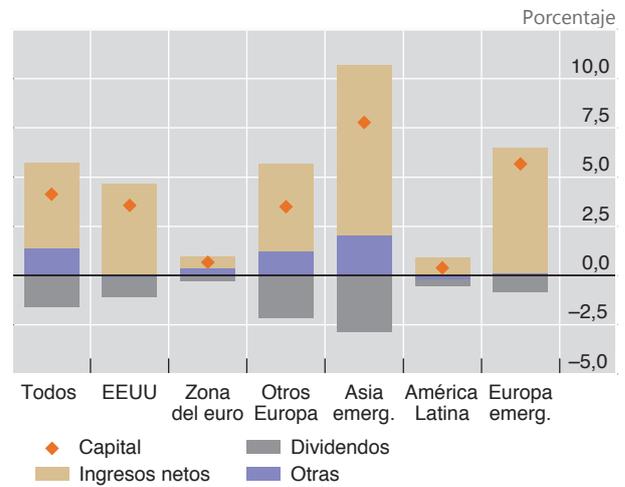
Variación entre finales de 2009 y finales de 2013

Gráfico VI.1

Determinantes de los coeficientes de capital



Fuentes de capital bancario



¹ El gráfico descompone la variación del coeficiente entre capital ordinario y activos ponderados por riesgo (panel izquierdo) y la variación porcentual del capital ordinario (panel derecho) en sus elementos constitutivos. Los símbolos con forma de diamante representan la variación total. La contribución realizada por cada componente se indica mediante la altura del correspondiente segmento. Una contribución negativa indica que el componente ha tenido un efecto a la baja. Todas las cifras son medias ponderadas por los activos totales a fin de 2013.

Fuentes: B. Cohen y M. Scatigna, «Banks and capital requirements: channels of adjustment», *BIS Working Papers*, nº 443, marzo de 2014; Bankscope; Bloomberg.

déficit de los bancos de menor tamaño se amplió ligeramente, pero siguió siendo inferior a la mitad del correspondiente a las entidades de mayores dimensiones. A efectos comparativos, en 2013 los dos grupos de bancos registraron unos beneficios anuales combinados (después de impuestos y antes de distribuciones) de 482 000 millones de euros, esto es, más de cuatro veces el déficit de capital.

Los incrementos del capital de los bancos han sido el principal motor de los coeficientes reguladores. El Gráfico VI.1 (panel izquierdo), que utiliza datos procedentes de los estados financieros publicados por los bancos, desglosa los cambios que se han producido en los coeficientes de capital ordinario sobre activos ponderados por riesgo. Los incrementos en el capital admisible (panel izquierdo, barras amarillas) constituyeron la principal aportación en términos generales, especialmente en el caso de los bancos que operan en las economías de mercado emergentes (EME) y de las instituciones de importancia sistémica (no se muestran en el gráfico).

Los beneficios no distribuidos contribuyeron en gran medida al nuevo capital (Gráfico VI.1, panel derecho). En conjunto, representan 2,8 de los 4,1 puntos porcentuales del aumento del coeficiente de capital bancario sobre RWA entre 2009 y 2013. Por ende, el coeficiente de beneficios distribuidos mediante dividendos descendió en casi 13 puntos porcentuales hasta el 33%. Los bancos de las economías avanzadas redujeron este coeficiente en más de 12 puntos porcentuales. En Estados Unidos, el descenso del coeficiente de pago de dividendos de los bancos contrasta con el comportamiento de las entidades patrocinadas por el Gobierno (GSE), principales suscriptoras de préstamos hipotecarios. Estas instituciones controladas por el Gobierno destinaron sus beneficios al Tesoro estadounidense, manteniendo bajos sus colchones de capital.

Rentabilidad de los principales bancos

En porcentaje de los activos totales¹

Cuadro VI.2

País ²	Beneficio antes de impuestos			Resultado de intermediación financiera			Provisiones para incobrables			Costes de explotación ³		
	2000–07	2008–12	2013	2000–07	2008–12	2013	2000–07	2008–12	2013	2000–07	2008–12	2013
Alemania (4)	0,26	0,06	0,10	0,68	0,81	0,99	0,18	0,16	0,18	1,38	1,15	1,55
Australia (4)	1,58	1,09	1,28	1,96	1,81	1,79	0,19	0,30	0,17	1,99	1,20	1,11
Canadá (6)	1,03	0,85	1,06	1,74	1,58	1,65	0,24	0,25	0,17	2,73	1,85	1,78
España (3)	1,29	0,77	0,50	2,04	2,32	2,32	0,37	0,94	0,96	2,29	1,61	1,75
Estados Unidos (9)	1,74	0,53	1,24	2,71	2,49	2,32	0,45	1,06	0,21	3,58	3,01	3,03
Francia (4)	0,66	0,27	0,32	0,81	0,95	0,92	0,13	0,24	0,21	1,60	1,09	1,16
Italia (3)	0,83	-0,04	-1,22	1,69	1,82	1,58	0,40	0,67	1,43	2,27	1,79	1,84
Japón (5)	0,21	0,40	0,68	1,03	0,89	0,77	0,56	0,19	0,02	0,99 ⁴	0,73 ⁴	0,60 ⁴
Reino Unido (6)	1,09	0,19	0,23	1,75	1,12	1,12	0,31	0,54	0,36	2,02	1,27	1,55
Suecia (4)	0,92	0,58	0,77	1,25	0,93	0,98	0,05	0,16	0,08	1,34	0,87	0,84
Suiza (3)	0,52	-0,03	0,36	0,64	0,54	0,61	0,05	0,05	0,01	2,39	1,86	1,90
Brasil (3)	2,23	1,58	1,62	6,56	4,71	3,55	1,24	1,43	1,07	6,21	3,69	3,28
China (4) ⁵	1,62	1,61	1,86	2,74	2,34	2,38	0,31	0,29	0,25	1,12	1,02	1,01
India (3) ⁶	1,26	1,37	1,41	2,67	2,46	2,82	0,88	0,50	0,57	2,48	2,47	2,36
Rusia (3)	3,03	1,64	2,04	4,86	4,56	4,15	0,87	1,59	0,80	4,95	2,73	2,68

¹ Los valores correspondientes a periodos de varios años son promedios simples. ² Entre paréntesis, el número de bancos incluidos en 2013. ³ Incluye costes de personal y otros costes de explotación. ⁴ Excluye costes de personal. ⁵ Los datos comienzan en 2007. ⁶ Los datos comienzan en 2002.

Fuentes: Bankscope; cálculos del BPI.

Dada su contribución al aumento del capital bancario, la estabilidad de dichos beneficios será clave para garantizar la resiliencia del sector a corto plazo. En promedio, los beneficios siguieron recuperándose desde los mínimos registrados durante la crisis, si bien la recuperación fue desigual entre países (Cuadro VI.2).

Fuera de la zona del euro, los beneficios antes de impuestos de los bancos mejoraron el pasado año, pero se mantuvieron en general por debajo de los promedios anteriores a la crisis. Los márgenes de intermediación financiera no contribuyeron tanto como en años anteriores, sino que permanecieron prácticamente sin cambios en todo el mundo, e incluso descendieron en algunos casos (por ejemplo, en Estados Unidos). En su lugar actuaron unos menores costes crediticios. Las provisiones para insolvencias han descendido en la mayoría de los países, reflejo de la recuperación económica y los avances en el reconocimiento de pérdidas.

En la zona del euro, la situación fue muy distinta. Los beneficios mantuvieron su atonía. Las tensiones en torno a la deuda soberana siguieron afectando a la calidad de los activos y el estancamiento de la economía redujo los ingresos. Los bancos están redoblando sus esfuerzos para atajar sus deteriorados balances antes de que el BCE realice el análisis oficial de la calidad de sus activos en la segunda mitad del año. Fe de ello es el reciente repunte de la tasa de reconocimiento contable de pérdidas de los bancos.

La reciente evolución del sector bancario chino ejemplifica las ventajas de mantener beneficios no distribuidos como colchón frente a futuras pérdidas. A medida que el crecimiento económico en China se debilitaba, los prestatarios del país tuvieron que hacer frente a mayores tensiones financieras y se disparó el volumen de préstamos fallidos. Sin embargo, gracias a las reservas acumuladas, los cinco mayores bancos del país pudieron absorber en 2013 unas pérdidas crediticias que duplicaron las del ejercicio anterior, obtuvieron unos sólidos beneficios y registraron unos elevados coeficientes de capital.

Las actividades de banca de inversión exhibieron resultados dispares. Aumentaron los ingresos derivados de las áreas de asesoramiento en fusiones y adquisiciones y de suscripción de valores, que se vieron respaldados por unas emisiones de deuda corporativa muy sólidas. En cambio, se debilitó la negociación de productos de renta fija y de materias primas en el mercado secundario, impulsando una caída de sus ingresos, y, debido a una supervisión más exigente, reduciendo la actividad de negociación de varios de los principales participantes de los mercados de capitales. El riesgo jurídico tuvo también su impacto, con cuantiosas multas en los últimos años al intensificarse las investigaciones oficiales sobre la manipulación de los índices de referencia.

Activos ponderados por riesgo

El segundo factor importante en la mejora de los coeficientes de capital bancario ha sido el descenso del denominador: los activos ponderados por riesgo (Gráfico VI.1, panel izquierdo). Este descenso puede reflejar la contracción de los activos totales (barras magenta) o una caída de los RWA frente a los totales (barras azules). En la mayoría de las regiones, los bancos aumentaron su tamaño pero redujeron la ponderación por riesgo media de su cartera de activos. En las economías avanzadas, la caída de los RWA sobre activos totales representó 0,7 de los 3 puntos porcentuales del incremento medio de los coeficientes de capital bancario. En este contexto, los bancos europeos son una excepción, ya que la reducción de sus balances también ha contribuido al incremento de sus coeficientes de capital.

De hecho, la ponderación por riesgo media de las carteras de los bancos se ha ido reduciendo desde 2007. A pesar de la Gran Recesión y de la débil recuperación, los coeficientes de RWA sobre activos totales fueron en 2013 casi un 20% inferiores a los registrados seis años atrás. Los comentarios del mercado apuntan a que no se trata solo de una mera reducción del nivel de riesgo de los activos, sino que los bancos han rediseñado sus modelos de riesgo para reducir los requerimientos de capital, subestimando el riesgo y realizando valoraciones optimistas de los activos. Esto explicaría en parte el continuo descuento al que cotizan las acciones de los bancos en comparación con el valor contable de su capital (Gráfico VI.8, panel izquierdo). A ello se une el hecho de que las ponderaciones por riesgo de activos similares varíen de forma significativa de unos bancos a otros.

Los observadores del mercado y los estudios de los supervisores señalan la dispersión de los RWA declarados, difícil de justificar ateniéndose solo a las exposiciones a riesgos subyacentes. Esta dispersión suele ser más elevada en las posiciones más complejas. Según los análisis específicos de las carteras de negociación y de préstamos de los bancos, las diversas prácticas de supervisión y las decisiones de los propios bancos desempeñan un papel importante en este contexto¹. Estas prácticas son el resultado de la discrecionalidad permitida en virtud

¹ Véase BCBS, *Regulatory Consistency Assessment Programme – second report on risk-weighted assets for market risk in the trading book*, diciembre de 2013; y BCBS, *Regulatory Consistency Assessment Programme – analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*, julio de 2013.

Tratamiento regulador de las exposiciones bancarias frente a soberanos

La sensibilidad al riesgo es central en el marco de capital. Basilea II y III establecen requerimientos mínimos de capital que son proporcionales al riesgo de crédito del total de exposiciones. La sensibilidad al riesgo también afecta a las exposiciones frente a soberanos.

La metodología más pertinente para los bancos con actividad internacional es el método basado en calificaciones internas (IRB)^①. Este método exige una *diferenciación significativa* del riesgo e insta a los bancos a evaluar el riesgo de crédito de cada soberano utilizando una escala de calificación muy detallada. El marco de Basilea parte de la premisa de que los bancos utilizan el método IRB en todo el grupo bancario y para todas las clases de activos. Sin embargo, faculta a los supervisores nacionales a permitir a sus bancos una aplicación gradual de este método en el grupo bancario y, en caso de que las exposiciones no sean sustanciales en cuanto a tamaño o riesgo, a mantener determinadas exposiciones indefinidamente en el método estándar basado en calificaciones externas.

Por regla general, el método estándar prescribe ponderaciones por riesgo positivas a todos los créditos salvo a los de máxima calidad (AAA a AA). Por ejemplo, a un prestatario con calificación A le asigna una ponderación de un 20%, mientras que un prestatario con calificación B recibe una ponderación del 100%. Dicho esto, los supervisores nacionales podrán, a su discreción, establecer menores ponderaciones por riesgo a exposiciones frente a soberanos que se denominen y financien en la moneda de su país. Como resultado, las ponderaciones por riesgo para dichas exposiciones han variado considerablemente entre los grandes bancos internacionales, incluidos los de importancia sistémica mundial. De hecho, la disparidad en las ponderaciones por riesgo soberano de los distintos bancos es una importante fuente de variabilidad para el conjunto de activos ponderados por riesgo.

Por lo general, los datos sobre las evaluaciones de riesgo de cada banco solo están disponibles para la comunidad supervisora. Una notable excepción es la iniciativa adoptada por la Autoridad Bancaria Europea para divulgar las ponderaciones por riesgo y las exposiciones totales de los grandes bancos europeos para diferentes clases de activos. Esta información revela un amplio abanico de prácticas y una tendencia general a asignar una ponderación inferior a las exposiciones frente al soberano del país de origen.

En conjunto, los bancos asignan una ponderación por riesgo cero a más de la mitad de la deuda soberana que mantienen. Especialmente es así en el caso de las carteras bajo el método estándar, que contienen la mayor parte de las exposiciones soberanas de los bancos, pero también sucede en el caso de algunas carteras con tratamiento IRB. Curiosamente, la tendencia a utilizar el método estándar (potencialmente más permisivo) no está relacionada con el nivel de capitalización del banco, pero aumenta en función del riesgo que se considera que presenta el prestatario. En particular, a las exposiciones a soberanos de la periferia de la zona del euro suele aplicárseles de forma abrumadora el método estándar, obteniendo con ello ponderaciones por riesgo cero. Tal es especialmente el caso de los bancos cuyas exposiciones frente a soberanos superan el 10% de su capital.

Los bancos asignan a sus propios soberanos una ponderación de riesgo considerablemente inferior a las que asignan los bancos de otros países. Este «sesgo nacional» es especialmente pronunciado en las entidades españolas, irlandesas y portuguesas, y algo menor en los bancos austriacos, británicos y franceses.

^① Para un análisis adicional, véase «Tratamiento del riesgo soberano en el marco de capital de Basilea», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2013.

del marco de Basilea y, en ocasiones, de las desviaciones con respecto a dicho marco. Algunos ejemplos de ello son la aplicación de coeficientes mínimos de capital y el uso parcial del método estándar (que no se basa en ningún modelo) sobre las exposiciones crediticias frente a soberanos (Recuadro VI.B). Las estimaciones de riesgos a partir de modelos internos que se basan en muestras con pocos datos y la gran disparidad de las valoraciones de las posiciones de negociación contribuyen a la dispersión de los RWA. El efecto combinado de estas diferentes prácticas sugiere que existe un margen importante para que se produzcan incoherencias en las evaluaciones de riesgos y, por ende, en los coeficientes reguladores.

¿Cuál es la respuesta de política más adecuada para la necesaria mejora de la fiabilidad y comparabilidad de los RWA (Capítulo V del Informe Anual del año pasado)? El método basado en calificaciones internas (IRB) deberá seguir siendo un pilar del marco regulador. Este método es un vínculo esencial con la propia capacidad de decisión de los bancos y posibilita la diversidad natural y positiva de evaluaciones de riesgos entre entidades. Lo que se necesita es estrechar el nexo con respecto a una medida objetiva de los riesgos subyacentes y mejorar las salvaguardas de supervisión. Por un lado, la introducción del coeficiente de apalancamiento ofrece un contrafuerte a las evaluaciones de riesgos excesivamente optimistas y una útil perspectiva alternativa de la solvencia bancaria. Por otro lado, el trabajo en curso para comprender los factores que guían la variación injustificada de los RWA apunta a la necesidad de contar con un riguroso proceso de validación supervisora de los modelos bancarios y mejorar su coherencia entre las distintas jurisdicciones. Asimismo, otras medidas, como la imposición de restricciones más estrictas sobre los supuestos utilizados en los modelos y la introducción de mayores exigencias de divulgación sobre estos supuestos, pueden mejorar la comparabilidad entre los RWA. Estas alternativas serían más acertadas que exigir un único modelo regulador, como por ejemplo un único conjunto de ponderaciones de riesgo, algo que podría incentivar los comportamientos gregarios y la concentración de riesgos.

El sector asegurador

Las compañías de seguros, al igual que los bancos, se están recuperando de la crisis, que afectó a una parte fundamental de las aseguradoras, provocando una fuerte caída en el valor de sus inversiones y una desaceleración en el crecimiento de las primas. Las aseguradoras de derivados de crédito también sufrieron pérdidas. La recuperación del crecimiento de las primas y del capital varía en cierta medida entre los ramos de vida y de no vida, y refleja la composición original de los activos de las entidades.

Las aseguradoras de bienes y accidentes han absorbido la caída del valor de sus activos a raíz de la crisis gracias a sus amplios colchones de capital. En la actualidad, estos colchones se están reponiendo con el incremento de las primas, que han repuntado en la mayoría de los mercados en los últimos dos años (Cuadro VI.3). La rentabilidad del aseguramiento, expresada mediante la denominada ratio combinada —o la suma de las pérdidas por aseguramiento, gastos y dividendos de tomadores de seguros dividido entre los ingresos por primas— también mejora, pese a los mayores desembolsos por catástrofes naturales. El sector del reaseguro también ha reforzado su capitalización y ha recurrido a fuentes alternativas de capital. El mercado de bonos relacionados con catástrofes naturales, que recibió un duro golpe en el periodo inmediatamente posterior a la crisis, se ha recuperado desde el año 2010 y las emisiones están en alza. Las primas en las EME siguieron creciendo con fuerza, apoyadas en muchos países por una economía en expansión, y están reduciendo la gran brecha en la penetración de los productos de seguros con respecto a los mercados maduros.

La recuperación en el ramo de seguros de vida ha sido menos sólida que en el de bienes y accidentes. Las compañías de seguros de vida sufrieron un revés adicional durante la crisis por la combinación de las pérdidas derivadas de las garantías implícitas de sus productos y el incremento de la valoración de los pasivos, motivado por la caída de las tasas de interés. Si bien los ingresos por primas se están recuperando de la fuerte caída durante la crisis, su crecimiento sigue siendo inferior al de los pagos por prestaciones y rescates.

El crecimiento de las primas ha contrarrestado la escasa rentabilidad de las carteras de inversión. Los bajos rendimientos de los bonos de alta calidad, una

Rentabilidad del sector asegurador

En porcentaje de los activos totales

Cuadro VI.3

	No vida						Vida					
	Crecimiento de primas			Rentabilidad sobre la inversión			Crecimiento de primas			Rentabilidad sobre la inversión		
	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013
Alemania	1,0	-3,4	3,9	4,0	3,3	2,9	1,0	7,1	1,0 ¹	1,3	4,6	5,4
Australia	4,5	5,1	7,1	7,4	6,7	5,0	-11,1	2,4	12,1
Estados Unidos	-0,6	-0,5	4,4	4,3	3,6	3,2	2,4	13,6	4,3	11,9	13,8	7,6
Francia	2,0	4,4	2,3	2,7	2,8	2,1	-8,5	5,0	-5,5 ¹	-1,1	7,4	5,1
Japón	-4,1	-0,1	2,8	1,3	1,0	1,0	2,8	3,8	2,2
Países Bajos	8,4	4,5	1,3 ¹	4,0	3,4	2,9 ¹	-0,1	-11,5	-13,4 ¹	-2,0	0,7	6,5
Reino Unido	8,7	0,9	-2,0	6,2	3,7	3,1	-29,2	-4,7	5,2

¹ Cifras de 2012.

Fuentes: Swiss Re, base de datos *sigma*; autoridades supervisoras nacionales.

clase de activos fundamental para las aseguradoras, siguen siendo un lastre en los ingresos por inversiones. La rentabilidad sobre recursos propios se ha recuperado de los mínimos registrados durante la crisis, pero sigue en niveles inferiores a su promedio histórico. Las escasas perspectivas de crecimiento y las bajas rentabilidades en otras clases de activos han animado a las aseguradoras a buscar mayores rendimientos, impulsando la demanda de valores con mayor riesgo (Capítulo II).

Los cambios del marco de regulación endurecen los requerimientos de capital de las aseguradoras e imponen restricciones más estrictas en la valoración de los activos y pasivos a largo plazo. Estos cambios deberían aumentar la resiliencia del sector e incrementarían además el apetito de las aseguradoras por los valores de renta fija con flujos de efectivo regulares, incluida la deuda corporativa.

De cara al futuro, las aseguradoras en general, y las compañías especializadas en los seguros de vida en particular, están expuestas al riesgo de tasa de interés. La limitada oferta de activos a largo plazo en los que poder invertir agrava este riesgo, al exacerbar el desajuste entre la duración de activos y pasivos. En este caso, los derivados pueden proporcionar una buena cobertura y las aseguradoras pueden salir beneficiadas con las reformas en la infraestructura del mercado extrabursátil (OTC), que deberían reducir el riesgo de contraparte. Pero el riesgo de tasa de interés también surge de las garantías y de otros elementos de elección de los productos de seguros de vida con características de inversión. Este riesgo resulta complejo, más difícil de predecir y también de cubrir. En este caso, los colchones de capital constituyen una mejor línea de defensa.

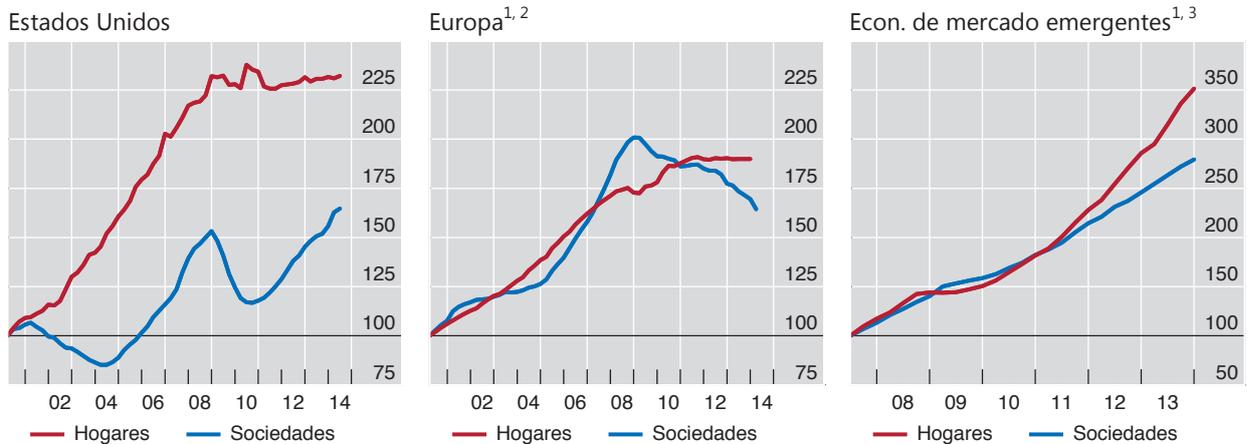
Financiación bancaria frente a financiación basada en el mercado

La crisis y sus consecuencias paralizaron la evolución del crecimiento de la financiación intermediada por los bancos. En las economías avanzadas más afectadas por la crisis, el crédito bancario a empresas ha cedido terreno a la financiación basada en el mercado. En las EME, han crecido ambas fuentes de financiación, pero las basadas en el mercado lo han hecho más rápido.

Tendencias divergentes de los préstamos bancarios

Periodo inicial = 100, valores nominales

Gráfico VI.2



¹ Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ² Zona del euro y Reino Unido. ³ Argentina, China, Corea, Hong Kong RAE, India, Indonesia, México, Polonia y Rusia.

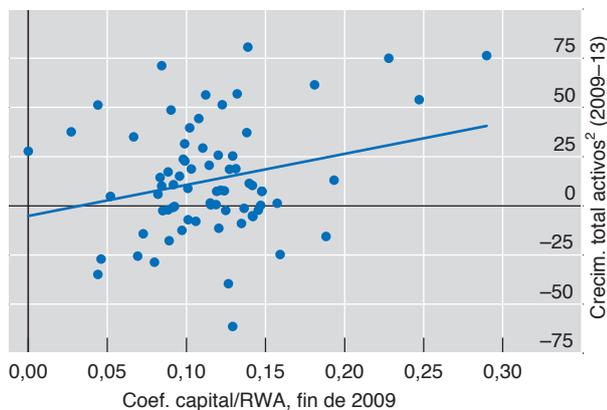
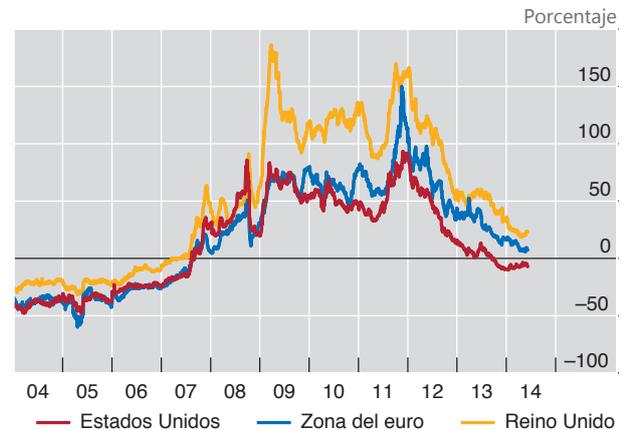
Fuentes: Datastream; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Durante el periodo inmediatamente posterior a la crisis, los bancos de las economías más afectadas redujeron la concesión de crédito para recuperar la solidez de sus balances (Gráfico VI.2, paneles izquierdo y central). Posteriormente, la financiación a los hogares de estos bancos se mantuvo inalterada, mientras que la financiación al sector empresarial descendió, sobre todo en Europa. La débil recuperación económica y la anémica demanda de unos hogares excesivamente endeudados explican en parte el estancamiento del crecimiento del crédito, aunque también han influido factores por el lado de la oferta. Los bancos con balances débiles se mostraron más reticentes a expandir sus actividades (Gráfico VI.3, panel izquierdo).

Por el contrario, el crédito bancario ha seguido creciendo con fuerza en las economías de mercado emergentes (Gráfico VI.2, panel derecho). El crédito a los hogares ha aumentado con especial intensidad, como resultado de las bajas tasas de interés y de los flujos de capitales procedentes de las economías afectadas por la crisis.

Tanto en las economías avanzadas como en las de mercado emergentes, los prestatarios del sector empresarial han recurrido cada vez más a los mercados de bonos. Estos prestatarios han encontrado en los gestores de activos a unos inversores entusiastas que, en su búsqueda de rentabilidad, han proporcionado financiación a unas tasas muy atractivas que los bancos no han podido igualar. De hecho, los bancos soportan unos costes de financiación más elevados que los propios prestatarios corporativos (Gráfico VI.3, panel derecho). Esta desventaja en cuanto a costes es probable que perdure hasta que no se disipen las dudas sobre la solidez bancaria (véase el análisis incluido a continuación).

La búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores también ha hecho mella en los criterios para la concesión de crédito. La emisión de instrumentos de baja calidad crediticia se ha disparado (Capítulo II). Ejemplo de ellos son los bonos soberanos de países de la periferia de la zona del euro y los instrumentos híbridos de deuda bancaria.

Insuficiencia de capital¹Financiación costosa³

¹ Muestra de 71 bancos de 16 economías avanzadas. La relación positiva representada es acorde con el análisis de regresión de Cohen y Scatigna (2014). ² En moneda local. ³ Diferencial ajustado por opciones de un subíndice bancario menos el de un subíndice corporativo no financiero, dividido entre el diferencial del subíndice corporativo no financiero. Los subíndices están compuestos por activos denominados en moneda local.

Fuentes: B. Cohen y M. Scatigna, «Banks and capital requirements: channels of adjustment», *BIS Working Papers*, n° 443, marzo de 2014; Bank of America Merrill Lynch; Bankscope; datos nacionales; cálculos del BPI.

Ajustes estructurales en el sector financiero

La crisis ha tenido un impacto duradero en los intermediarios financieros de todo el mundo. Muchos bancos, obligados a asegurarse la rentabilidad, empujados por los cambios en el entorno de regulación (Recuadro VI.A) y motivados por las señales del mercado, han racionalizado sus actividades de negocio. Paralelamente, el sector de la gestión de activos ha crecido hasta consolidarse en la financiación de inversiones. Todo ello ha redefinido el panorama financiero tanto a escala nacional como internacional.

Cambios en los modelos de negocio

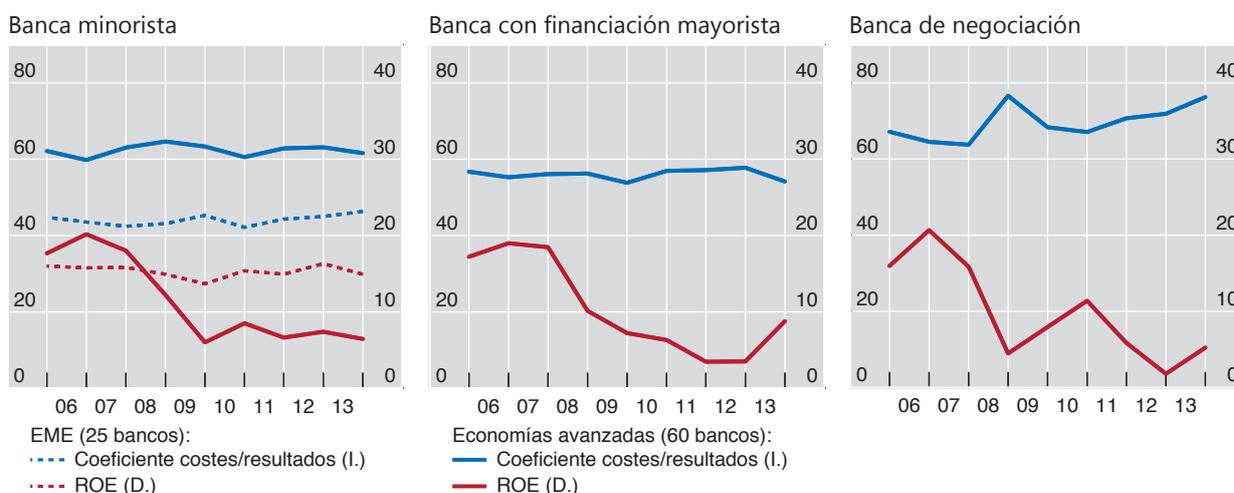
El análisis de los balances de una muestra mundial de grandes bancos permite clasificarlos en tres modelos de negocio². Dos de ellos difieren fundamentalmente en cuanto a la financiación. La «banca minorista» obtiene la mayor parte de su financiación a partir de los depositantes minoristas y opera fundamentalmente en actividades de intermediación sencillas, esto es, a través de la concesión de préstamos. La «banca con financiación mayorista» también mantiene una gran proporción de sus activos en forma de préstamos, pero depende en gran medida del mercado de financiación mayorista. Por último, la «banca de negociación» se muestra especialmente activa en los mercados de capitales. Los préstamos constituyen una pequeña proporción de sus activos, operan primordialmente en actividades de negociación y banca de inversión y se financian fundamentalmente a través de préstamos interbancarios y valores de deuda.

² Véase una descripción de un método que identifica el número de modelos de negocio y asigna un modelo a cada banco de la muestra en R. Ayadi, E. Arbak y W. de Groen, *Regulation of European banks and business models: towards a new paradigm?*, Centre for European Policy Studies, 2012.

Eficiencia y estabilidad de beneficios van de la mano

En porcentaje

Gráfico VI.4



Fuentes: Bankscope; estimaciones del BPI.

La rentabilidad y la eficiencia han variado en gran medida de un modelo de negocio a otro en los últimos siete años (Gráfico VI.4). El estallido de la crisis hizo que la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) de todos los modelos de negocio de los bancos se desplomara en las economías avanzadas (líneas rojas). Pero, si bien la ROE de la banca minorista se estabilizó después de 2009, la banca con financiación mayorista y la banca de negociación siguieron experimentando grandes altibajos. La trayectoria de los bancos es cualitativamente similar en lo que respecta a la rentabilidad sobre activos, un parámetro alternativo que en gran medida no se ve afectado por el apalancamiento. A pesar de la menor rentabilidad relativa de la banca de negociación, la elevada remuneración de sus empleados infló sistemáticamente sus coeficientes de eficiencia (costes sobre ingresos) en comparación con los del resto del sector (líneas azules). Por su parte, los bancos domiciliados en las EME, que habían adoptado fundamentalmente un modelo minorista y prácticamente no se vieron afectados por la crisis, lograron una rentabilidad estable gracias a una mayor eficiencia en costes que sus homólogos de las economías avanzadas.

Muchos bancos han ajustado sus estrategias con posterioridad a la crisis, en coherencia con el rendimiento relativo de sus modelos de negocio (Cuadro VI.4). En la muestra analizada, un tercio de las instituciones que iniciaron la crisis en 2007 con un modelo de banca con financiación mayorista o banca de negociación (19 instituciones de un total de 54) terminaron adoptando un modelo minorista en 2012. Al mismo tiempo, un reducido número de entidades pasaron del modelo de negocio minorista a otro diferente tras la crisis (tres entidades de un total de 38), confirmando así el poder de atracción relativo de unas fuentes estables de financiación y de ingresos. Esta tendencia reciente contrasta con la evolución del sector bancario antes de la crisis. Entre 2005 y 2007, solo cuatro de un total de 45 entidades cambiaron a un modelo minorista. Paralelamente, la facilidad de financiación y los elevados beneficios de las actividades de negociación llevaron a una cuarta parte de los bancos a pasar de un modelo minorista en 2005 (esto es, 13 entidades de un total de 47) a otro distinto para el año 2007.

Modelos de negocio: la banca tradicional recobra popularidad

Número de bancos¹

Cuadro VI.4

		Modelo de negocio en 2007			Total
		Minorista	Con financiación mayorista	De negociación	
Modelo de negocio en 2005	Minorista	34	10	3	47
	Con financiación mayorista	1	23	0	24
	De negociación	3	1	17	21
Total		38	34	20	92
		Modelo de negocio en 2013			Total
		Minorista	Con financiación mayorista	De negociación	
Modelo de negocio en 2007	Minorista	35	3	0	38
	Con financiación mayorista	14	18	2	34
	De negociación	5	2	13	20
Total		54	23	15	92

¹ Las cifras que figuran en cursiva indican el número de bancos que iniciaron un periodo con el modelo de negocio indicado en el título de la fila y terminaron dicho periodo con el modelo de negocio indicado en el título de la columna. Basado en una muestra de 92 bancos de economías avanzadas y economías de mercado emergentes.

Fuentes: Bankscope; cálculos del BPI.

Cambios en las prácticas de la banca internacional

Un aspecto clave del modelo de negocio de los bancos con actividad internacional es la ubicación geográfica de su financiación en relación con la de sus activos (Gráfico VI.5, panel izquierdo). En un extremo del espectro se encuentran los bancos alemanes y japoneses, que se basan fundamentalmente en el mantenimiento de posiciones transfronterizas financiadas en el país de origen. En el otro extremo del espectro, los bancos españoles, canadienses y australianos utilizan sus oficinas en el extranjero para obtener financiación y para conceder créditos dentro del país de acogida. Entre estos dos extremos, los bancos belgas y suizos acuden a fuentes de financiación procedentes de un amplio espectro geográfico y tienen grandes posiciones transfronterizas que se contabilizan fundamentalmente en centros financieros internacionales, como Londres, Nueva York, París y el Caribe.

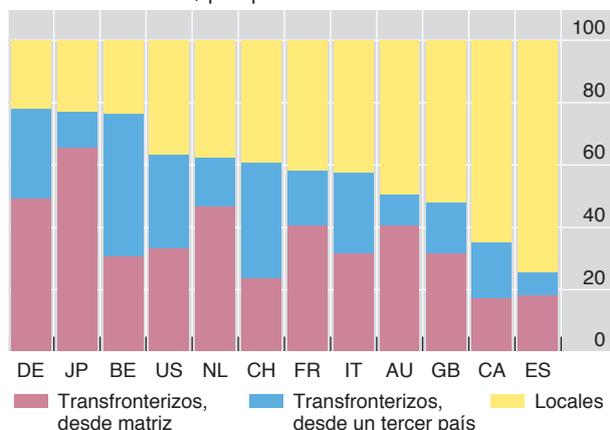
En los últimos cinco años, las prácticas de banca internacional a través de oficinas locales en el extranjero han demostrado ser más resilientes que las prácticas de banca transfronteriza. Esto es evidente en la relación positiva entre la proporción de los activos exteriores de un sistema bancario con intermediación local y el crecimiento general de estos activos (Gráfico VI.5, panel derecho). Por ejemplo, los activos exteriores de los bancos australianos han aumentado con fuerza gracias al incremento de la actividad a través de sus oficinas en Nueva Zelanda y en países asiáticos emergentes. De igual manera, las buenas condiciones económicas en América Latina han permitido a los bancos españoles incrementar sus activos exteriores, a pesar de la presión generalizada sobre los bancos europeos para reducir el crédito exterior a fin de preservar el capital en sus mercados de origen.

Banca internacional: en la intermediación, la geografía importa

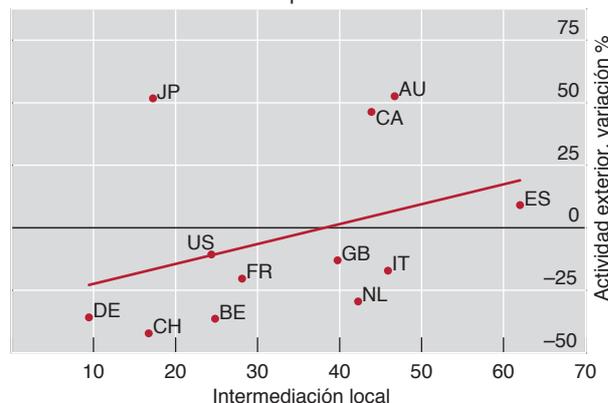
En porcentaje

Gráfico VI.5

Activos exteriores, por país donde se contabilizan¹



La intermediación local impulsa la resiliencia²



Bancos domiciliados en: AU = Australia; BE = Bélgica; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IT = Italia; JP = Japón; NL = Países Bajos; US = Estados Unidos.

¹ A finales de T4 2013. Transfronterizos, desde matriz = posiciones transfronterizas contabilizadas por la matriz del banco prestamista más financiación transfronteriza estimada de posiciones positivas netas frente a residentes del país de origen; Transfronterizos, desde un tercer país = posiciones transfronterizas contabilizadas fuera del país de origen del banco prestamista; Locales = posiciones contabilizadas en el país donde reside el prestatario. ² Intermediación local = $\sum_i \min\{LC_{ni}, LL_{ni}\} / FC_n$, donde LC_{ni} (LL_{ni}) se refiere a activos (pasivos) locales en el país i contabilizados por bancos con sede en el país n . La actividad exterior se define como la suma de los activos y los pasivos exteriores. Se representa una variación porcentual de la actividad exterior entre el trimestre T (el trimestre comprendido entre T2 2008 y T2 2009 en el que el grado de actividad exterior de cada sistema nacional alcanzó su nivel máximo) y T4 2013.

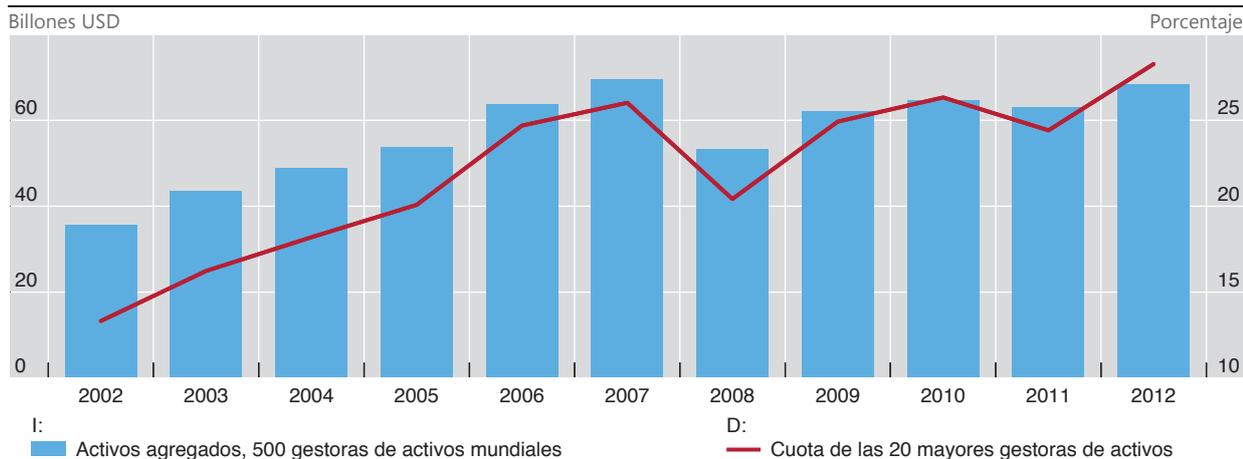
Fuentes: estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en términos de riesgo último y de prestatario inmediato); estadísticas bancarias territoriales del BPI por nacionalidad.

Por el contrario, las actividades transfronterizas se vieron presionadas cuando la liquidez desapareció durante la crisis y provocó tensiones en los mercados financieros mundiales. Desde entonces, la financiación transfronteriza de los bancos se ha contraído, guiando en gran medida la caída de los activos exteriores de los bancos suizos y alemanes en los últimos cinco años. En este contexto, cabe mencionar la excepción de los bancos japoneses, que han experimentado un incremento sustancial de sus activos transfronterizos, fundamentalmente frente a residentes de Estados Unidos y de países asiáticos emergentes.

El ascenso del sector de la gestión de activos

A medida que los bancos han reorganizado sus líneas de negocio y se han retirado de algunas de sus actividades en los mercados de capitales, han ganado terreno los intermediarios financieros basados en el mercado. Ejemplo de ello es el crecimiento del sector de la gestión de activos. Dado que las gestoras de activos son responsables de invertir grandes carteras de valores, pueden repercutir significativamente en el funcionamiento del mercado, en la dinámica de precios de los activos y, en último término, en el coste de financiación de los gobiernos, las empresas y los hogares.

Las sociedades gestoras de activos administran carteras de valores en nombre del inversor final y prestan sus servicios tanto a clientes minoristas como mayoristas. Gestionan los ahorros de los hogares y los excedentes en efectivo de pequeñas empresas, pero además volúmenes muy importantes para inversores institucionales,



Fuentes: Towers Watson; estimaciones del BPI.

como fondos de pensiones públicos y privados, compañías aseguradoras, divisiones de tesorería de grandes empresas y fondos soberanos.

Son muy diversas las características y el diseño de los productos, obedeciendo a los objetivos de inversión del cliente. Por ejemplo, los fondos de inversión abiertos y cerrados combinan los recursos de distintos inversores en carteras de mayor tamaño gestionadas colectivamente. En cambio, los fondos de pensiones públicos y privados pueden colocar sus recursos con estas gestoras a través de cuentas segregadas que se gestionan con mandatos adaptados a las necesidades del cliente. En la mayoría de sus acuerdos, las sociedades gestoras de activos no ponen en riesgo sus balances al gestionar los recursos, sino que a cambio de una comisión, ofrecen las ventajas de las economías de escala y de gama en forma de conocimiento en la selección de valores, ejecución y momento de operaciones y administración de carteras. Pero también hay excepciones. Por ejemplo, los *hedge funds* gestionan carteras activamente siguiendo estrategias de inversión con un elevado apetito por el riesgo y conllevan un importante apalancamiento. El gestor del *hedge fund* arriesga sus propios recursos y se le retribuye en función de los resultados. Del mismo modo, una forma menos visible de apalancamiento está relacionada con las garantías implícitas de preservación del capital que ofrecen los fondos del mercado monetario. La gestora de activos responsable de dichos fondos puede sentirse obligada a cubrir las pérdidas generadas por los malos resultados de su cartera. El respaldo expreso o implícito de la deuda de un fondo segregado por parte de la «organización paraguas» que gestione dicho fondo puede también poner en riesgo el balance de una sociedad gestora de activos.

El crecimiento del sector de la gestión de activos ha sido sustancial en los últimos años. Si bien la diversidad de perfiles de sociedades gestoras de activos y productos complica la medición estadística, las estimaciones sitúan el total de activos gestionados en docenas de billones de dólares de EEUU (Gráfico VI.6). A pesar de la breve reducción de tamaño que experimentó la cartera agregada durante la crisis —reflejo fundamentalmente de la caída de las valoraciones más que de la disposición de fondos por parte de clientes—, las gestoras administraron aproximadamente el doble de recursos en 2012 que 10 años atrás.

El crecimiento del sector ha coincidido con el aumento de la cuota de mercado de los participantes de mayor tamaño. Las principales sociedades gestoras de activos representan en la actualidad más de una cuarta parte del total de activos

La financiación de la inversión en infraestructuras

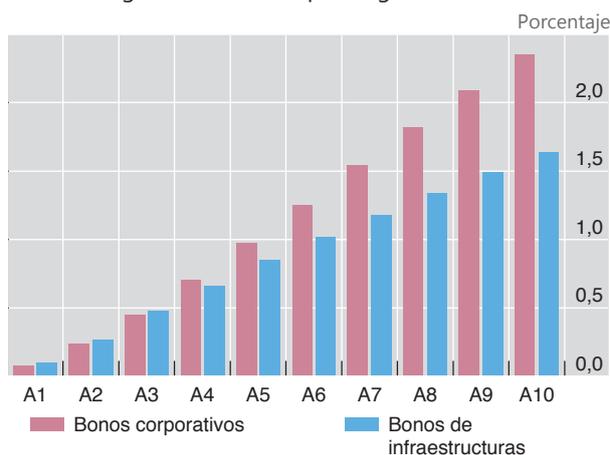
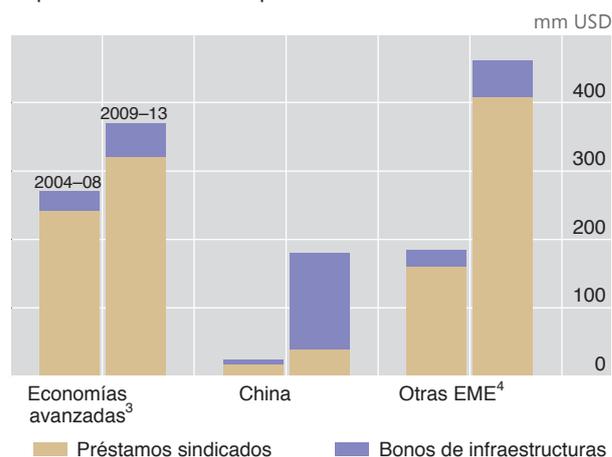
La inversión en infraestructuras puede impulsar el crecimiento potencial si se define y diseña de forma adecuada. Tanto las economías emergentes como las avanzadas deben crear o actualizar infraestructuras de energía y transporte que son cruciales. Las maltrechas posiciones fiscales de algunos países restringen claramente la financiación pública disponible para estos proyectos, confiriendo una importancia aún mayor a la financiación procedente del sector privado. Aprovechar este potencial requiere contar con cierto grado de certeza sobre el diseño y la operación del proyecto, así como con una variedad de instrumentos financieros.

Un impedimento decisivo para que la financiación privada se acreciente es la incertidumbre sobre la cartera de proyectos. La idoneidad de un proyecto para los inversores privados a menudo depende del diseño de los contratos que estipulan la atribución de riesgos y flujos de caja. Un contrato mal estructurado puede provocar desviaciones al alza en los costes, e incluso el fracaso del proyecto. Los riesgos políticos tampoco son menores. Por ejemplo, un historial de cambios —motivados por presiones políticas— en los precios que los operadores de infraestructuras pueden cobrar en sus proyectos eleva considerablemente la percepción de dichos riesgos. Los inversores privados asumirán los costes fijos de adquirir el conocimiento experto necesario solo si los proyectos están bien planificados y no están expuestos a cancelaciones o revisiones importantes durante su largo periodo de gestación y construcción. De no ser así, optarán por otras clases de activos de menor complejidad.

Otro factor que puede atraer el interés de inversores de cartera a largo plazo es la existencia de una mayor gama de instrumentos de financiación. Por ejemplo, los bonos para la financiación de proyectos de infraestructuras pueden resultar atractivos para fondos de pensiones y aseguradoras. Durante los prolongados ciclos de vida de los proyectos de infraestructuras, el riesgo de crédito de este tipo de bonos tiende a disminuir más rápidamente que en el caso de bonos corporativos comparables (Gráfico VI.C, panel izquierdo)①. Asimismo, estos bonos suelen gozar de una calificación crediticia más estable y de niveles superiores de recuperación en caso de incumplimiento. Por su parte, los vehículos especializados de inversión, tales como los fondos de infraestructuras, también pueden atraer a nuevos inversores al ofrecer posibilidades de diversificación a través de distintos proyectos en diferentes sectores o países. Sin embargo, los préstamos bancarios siguen siendo la principal fuente de financiación basada en deuda en el ámbito de las infraestructuras (Gráfico VI.C, panel derecho). Si bien es cierto que los préstamos ofrecen ciertas ventajas en la fase de construcción y en las etapas iniciales de operación, los bonos podrían utilizarse más a menudo

Financiación de infraestructuras: perfiles de impago, volúmenes y composición

Gráfico VI.C

Menor riesgo en horizontes prolongados¹Repunte de volúmenes posterior a la crisis²

¹ Tasas de impago acumuladas de bonos con grado de inversión. ² Total de emisiones en los periodos 2004-08 y 2009-13. Las emisiones en moneda local se convierten a dólares estadounidenses al tipo de cambio vigente en la fecha de emisión. ³ Australia, Canadá, Estados Unidos, Europa occidental y Japón. ⁴ Otras economías de mercado emergentes: África, América Latina, Asia emergente salvo China, Europa central y oriental, y Oriente Medio.

Fuentes: Moody's Investors Service, «Infrastructure default and recovery rates 1983-2012 H1», Special Comment, 18 de diciembre de 2012; Bloomberg; Dealogic; cálculos del BPI.

en proyectos más maduros o en la privatización de infraestructuras ya operativas. En las EME, su emisión está ligada al desarrollo del mercado de bonos en moneda local en el propio país².

① En consecuencia, la deuda a más largo plazo de los proyectos de infraestructuras no entraña necesariamente más riesgo que aquella a más corto plazo. Véase M. Sorge, «The nature of credit risk in project finance», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2004, pp. 91–101.

② Puede obtenerse más información en T. Ehlers, F. Packer y E. Remolona, «Infrastructure and corporate bond markets in Asia», en A. Heath y M. Read (eds.), *Financial Flows and Infrastructure Financing*, ponencia presentada en la conferencia anual del Banco de la Reserva de Australia, marzo de 2014.

gestionados (Gráfico VI.6, línea roja). La concentración es aún mayor en el tramo más alto, acaparado por un puñado de entidades. Muchas de estas gestoras de activos principales son filiales y/u operan bajo el mismo «paraguas corporativo» de grandes instituciones financieras de importancia sistémica.

El ascenso del sector de la gestión de activos presenta tanto oportunidades como desafíos para la estabilidad financiera. Por un lado, el fortalecimiento de la intermediación financiera basada en el mercado puede constituir un canal complementario a la financiación bancaria para empresas y hogares (véase el Recuadro VI.C como ejemplo). De hecho, el crecimiento de las carteras en las gestoras refleja el reequilibrio de la financiación de la economía real, desplazándose de la financiación bancaria a la financiación a través de los mercados. La mayor diversidad en las fuentes de financiación puede ser una virtud en la medida en que una fuente puede compensar los problemas de oferta en otra. Ahora bien, el nexo entre incentivos y objetivos que inciden en el comportamiento de las sociedades gestoras de activos puede afectar negativamente a la dinámica del mercado y a los costes de financiación en la economía real. Los gestores de las carteras son evaluados en función de los resultados de corto plazo, y los ingresos están ligados a las fluctuaciones en los flujos de fondos de los clientes. Estas características pueden exacerbar la prociclicidad del precio de los activos, potenciando las subidas del mercado durante los auges y provocando el abandono abrupto de determinadas clases de activos en periodos de tensión.

Una mayor concentración en el sector puede reforzar este efecto. El hecho de que algunas entidades sean responsables por sí solas de grandes carteras de activos puede ejercer en ocasiones una influencia desproporcionada en la dinámica del mercado. Esto se cumple especialmente cuando diferentes gestores dentro de una misma organización comparten análisis e ideas de inversión y están sujetos a evaluaciones de riesgo «de arriba a abajo». Una menor diversidad en el mercado debilita la capacidad del sistema para afrontar tensiones. Otra preocupación derivada de la concentración es que los problemas operativos o legales en una gran sociedad gestora de activos pueden tener efectos sistémicos desproporcionados.

¿Qué fortaleza tienen realmente los bancos?

Los bancos aún tienen que dar pasos importantes para reforzar su resiliencia y garantizar la sostenibilidad a largo plazo de sus modelos de negocio. Para poder recuperar la confianza de los mercados, las instituciones de una serie de países afectados por la crisis deben sanear aún más sus balances mediante el reconocimiento de pérdidas y la recapitalización. Así se reducirían sus costes de financiación y se reforzaría su capacidad de intermediación. Al mismo tiempo, los bancos que operen en países que hayan experimentado un auge financiero

reciente, o estén expuestos a ellos, deberán evitar una expansión excesiva y asegurarse de que cuentan con suficiente capacidad de absorción de pérdidas para hacer frente a un cambio en el ciclo financiero (Capítulo IV).

La recuperación de los bancos tras la crisis

Los bancos directamente afectados por la crisis financiera mundial aún no han terminado de recuperarse. A pesar de que sus posiciones de capital han mejorado (véase anteriormente), los analistas y los mercados aún se muestran escépticos. Las percepciones pesimistas se plasman tanto en sus calificaciones intrínsecas («stand-alone»), que captan la solidez financiera inherente del banco sin tener en cuenta las garantías explícitas o implícitas de la matriz del banco o el soberano, como en las calificaciones totales («all-in»), que evalúan su solvencia en general. El escepticismo también es evidente en la valoración del capital de determinadas entidades y en los diferenciales que cobran los mercados por la deuda bancaria.

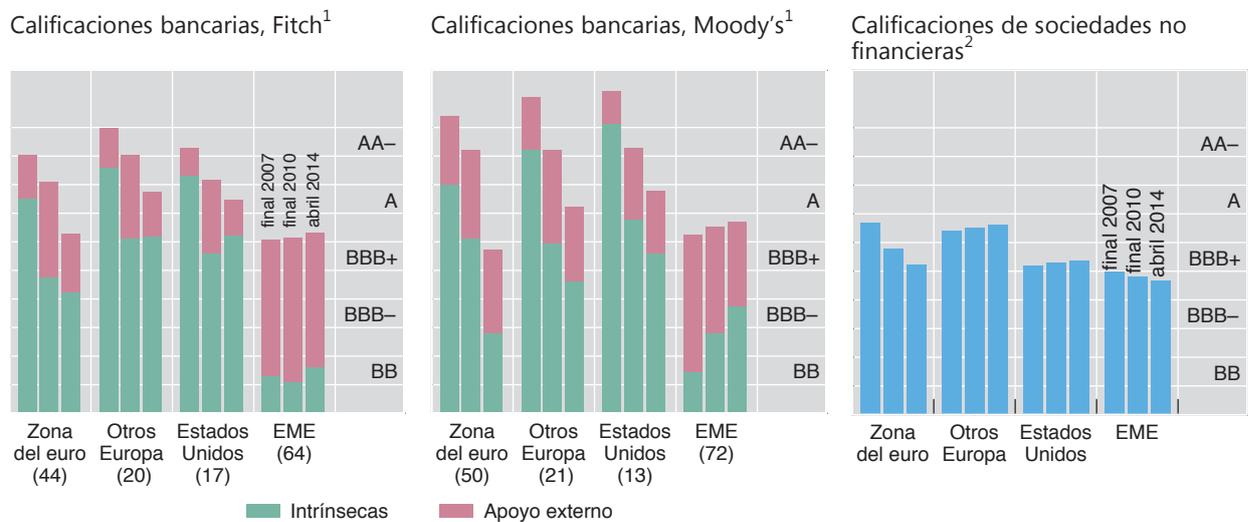
En abril de 2014, las calificaciones intrínsecas de los bancos a ambos lados del Atlántico se situaban varios escalones por debajo de sus niveles anteriores a la crisis (Gráfico VI.7, paneles izquierdo y central, barras verdes). La crisis reveló que las calificaciones de estos bancos en 2007 fueron excesivamente optimistas, desencadenando una oleada de importantes rebajas de calificación. Las evaluaciones realizadas por las principales agencias de calificación sobre la fortaleza intrínseca de los bancos siguieron deteriorándose incluso después de 2010, y solo recientemente han comenzado a mostrar ligeras mejoras.

Unas calificaciones intrínsecas bajas y con muestras de deterioro puede minar la confianza en el sector bancario. Primero, generan dudas sobre las evaluaciones realizadas por los propios bancos que indican una mejora de su solidez financiera. Asimismo, implican que los bancos han de depender más que hasta ahora de apoyo externo para mejorar su solvencia. Sin embargo, al tener los propios soberanos problemas financieros o tratar de reducir la exposición de los

Las calificaciones de los bancos se mantienen bajas

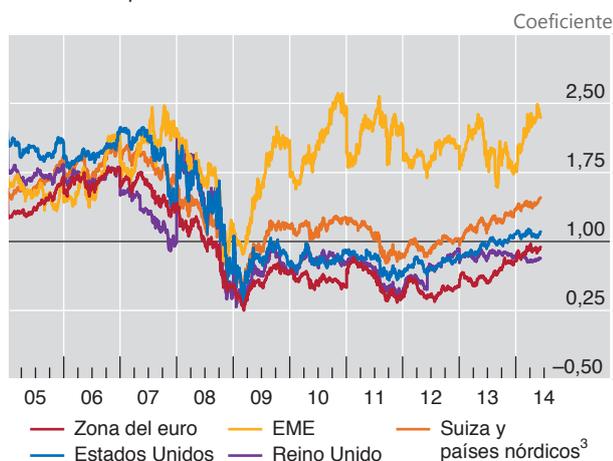
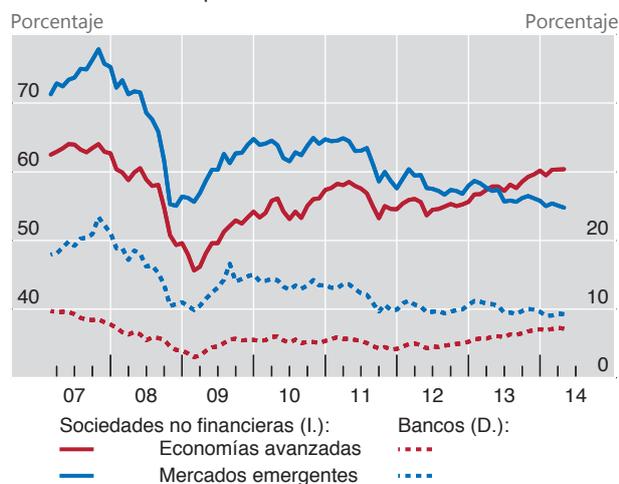
Medias ponderadas por activos

Gráfico VI.7



¹ Número de bancos entre paréntesis. ² De Moody's.

Fuentes: Fitch Ratings; Moody's; cálculos del BPI.

Relaciones precio/valor contable¹Coeficientes de capitalización²

¹ Basadas en 200 grandes bancos. Los valores agregados se calculan como la capitalización bursátil total de las instituciones domiciliadas en cada región, dividida entre el correspondiente valor contable total de los recursos propios. ² Capitalización bursátil de toda la región dividida entre la suma de la capitalización bursátil de toda la región y el valor contable de los pasivos de toda la región; promedios correspondientes a los tres meses anteriores; se basa en la muestra KMV de entidades cotizadas elaborada por Moody's. ³ Países nórdicos = Dinamarca, Noruega y Suecia.

Fuentes: Datastream; Moody's; cálculos del BPI.

contribuyentes a los riesgos del sector financiero, han tenido menos capacidad o disposición para prestar este tipo de ayuda. En consecuencia, las calificaciones totales de los bancos han empeorado a un ritmo equivalente o incluso mayor al de las calificaciones intrínsecas (Gráfico VI.7, paneles izquierdo y central, suma de barras verdes y rojas).

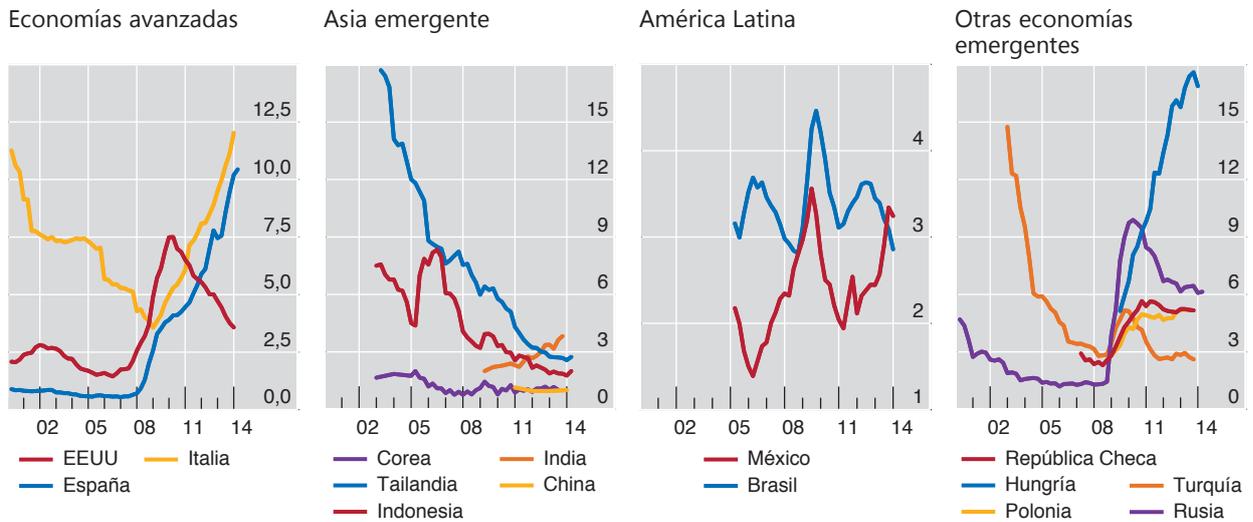
Los indicadores basados en precios de los mercados de valores de renta fija y variable también reflejan escepticismo, en especial con respecto a los bancos británicos y de la zona del euro. En vista de las calificaciones crediticias del sector empresarial no financiero (Gráfico VI.7, panel derecho), este escepticismo ha derivado en una brecha positiva entre los costes de la financiación de los bancos y la que sus clientes potenciales pueden obtener en el mercado (Gráfico VI.3, panel derecho). Unida a la lenta recuperación de los mercados interbancarios y de *repos*, esta situación ha debilitado la ventaja competitiva de los bancos en materia de costes, haciendo que pierdan terreno frente a los intermediarios del mercado. Asimismo, las relaciones precio/valor contable de los bancos británicos y de la zona del euro se han mantenido de manera sistemática por debajo de la unidad, lo que contrasta con los bancos estadounidenses, que parecen haber recuperado la confianza del mercado (Gráfico VI.8, panel izquierdo).

A pesar de los esfuerzos de captación de capital tras la crisis, persisten las dudas sobre la calidad de los balances de determinados bancos. Este nuevo capital ha contribuido a la tendencia al alza de la capitalización bursátil de los bancos, tanto en términos absolutos como en relación con el valor contable de su pasivo (Gráfico VI.8, panel derecho, líneas rojas). Sin embargo, la capacidad del capital para absorber pérdidas futuras se ve gravemente socavada por las pérdidas no reconocidas de los activos heredados. Las pérdidas no reconocidas distorsionan los incentivos de los bancos, desviando recursos para mantener a flote prestatarios con problemas en lugar de financiar nuevos proyectos. A medida que estas pérdidas van emergiendo, aumentan las tasas de morosidad de los préstamos bancarios

Los préstamos en mora siguen sendas divergentes

En porcentaje del préstamo total

Gráfico VI.9



(NPL). En los países periféricos de la zona del euro, las tasas NPL han seguido creciendo seis años después del punto álgido de la crisis (Gráfico VI.9, panel izquierdo) al tiempo que la concesión de nuevos préstamos sigue mostrándose anémica. De la misma manera, los bancos de Europa central han presentado tasas NPL obstinadamente elevadas que, en algunos casos, han aumentado rápidamente desde 2008 (Gráfico VI.9, panel derecho).

En Estados Unidos, los préstamos en mora han evolucionado de otra manera. Después de 2009, el sector bancario del país registró continuos descensos en la tasa NPL agregada, que cayó por debajo del 4% a finales de 2013. Unido al sólido crecimiento de activos, esto sugiere que el sector ha conseguido avances significativos en la superación de la crisis. Sin embargo, las continuas tensiones sobre los deudores hipotecarios mantuvieron las tasas NPL de las dos principales GSE por encima del 7% en 2013.

Exigir la reparación de los balances es un reto importante para la zona del euro, que se complica aún más por el prolongado periodo de tasas de interés extremadamente bajas. En la medida en que las bajas tasas de interés respaldan unos márgenes de intermediación financiera amplios, dan cierto respiro a los bancos con peores resultados. Sin embargo, las tasas bajas abaratan —y, por tanto, potencian— la permisividad bancaria, es decir, el hecho de que los bancos mantengan a flote a prestatarios insolventes a fin de retrasar el reconocimiento de las pérdidas. La experiencia de Japón en la década de 1990 puso de manifiesto que una excesiva permisividad no solo desestabiliza directamente el sector bancario, sino que además lastra la oferta de crédito y favorece su ineficiente asignación (Capítulo III). Esto enfatiza el valor del análisis de la calidad de los activos del BCE, que trata de acelerar la reparación de los balances, constituyendo así la base de unas pruebas de resistencia creíbles.

El objetivo de estas pruebas es restablecer y reforzar la confianza del mercado en el sector bancario. Ahora bien, en último término, será la capacidad de los bancos para evaluar sus propios riesgos lo que respaldará esta confianza de manera

continuada. De ahí la importancia de las iniciativas de política para promover unos sistemas de medición del riesgo transparentes, fiables y armonizados internacionalmente, así como la mejora de la divulgación de información.

Bancos que se encuentran en una fase tardía del auge financiero

En los países en que se ha producido recientemente un auge financiero, los bancos pueden ser menos solventes de lo que aparentan. Esto afecta principalmente a instituciones expuestas a economías de mercado emergentes donde se perciben favorables perspectivas crediticias y potencial de sólidos beneficios fundamentados en una expansión inestable basada en el apalancamiento. Algo parecido sucede con las actividades bancarias en determinadas economías avanzadas, como Suiza y los países nórdicos, donde las sólidas valoraciones (Gráfico VI.8, panel izquierdo) pueden estar reflejando el rápido crecimiento del crédito y los abultados precios de los inmuebles (Capítulo IV).

Varios indicadores muestran optimismo sobre los bancos de las EME. Por un lado, la tasa NPL de los bancos domiciliados en algunos países emergentes de Asia y América Latina se ha mantenido en niveles reducidos y con una tendencia a la baja, situándose en torno al 3% o por debajo a finales de 2013 (Gráfico VI.9, paneles segundo y tercero). En este contexto, la creciente tasa NPL de los bancos indios es una excepción. Además, las calificaciones crediticias que Fitch y Moody's asignan a los grandes bancos de las EME han permanecido estables e incluso han mejorado ligeramente en conjunto desde 2007 (Gráfico VI.7). Asimismo, las correspondientes relaciones precio/valor contable se han mantenido en niveles elevados (en torno a 2) en los últimos cinco años (Gráfico VI.8, panel izquierdo).

Ahora bien, en el pasado estos indicadores no fueron capaces de identificar vulnerabilidades. Por su naturaleza retrospectiva, las tasas NPL no repuntaron en las economías avanzadas hasta 2008, cuando la crisis ya se estaba produciendo (Gráfico VI.9, panel izquierdo). De igual manera, las calificaciones crediticias y las valoraciones del mercado previas a la crisis no advirtieron de las inminentes convulsiones financieras.

En cambio, las medidas de expansión del crédito y la velocidad de la inflación en los precios inmobiliarios, indicadores preventivos fiables, están alertando sobre una serie de economías de mercado emergentes en la coyuntura actual (Capítulo IV). Estas señales se reflejan en los coeficientes de capitalización, que equivalen al valor de mercado de los recursos propios dividido entre el valor contable de los pasivos (Gráfico VI.8, panel derecho, líneas azules). Alentados por el crecimiento de los balances basado en el apalancamiento, estos coeficientes han descendido paulatinamente en términos agregados tanto en el caso de los bancos como de las sociedades no financieras de las EME. De este modo, cualquier acontecimiento que suscite escepticismo entre los inversores mermaría los coeficientes de capitalización que ya de por sí se encuentran en unos bajos niveles, pudiendo poner en peligro la estabilidad financiera. El sector de las sociedades no financieras en las EME juega un papel importante, no solo por tratarse de la principal fuente de riesgo crediticio para los bancos nacionales, sino también por haberse integrado recientemente en la cadena de intermediación (Capítulo IV).

Como muestra del creciente escepticismo existente entre los inversores, las relaciones precio/valor contable de los bancos chinos se han comportado de manera muy distinta a las de los bancos de las EME y han descendido en los últimos cinco años. Los nexos explícitos e implícitos entre la banca regulada y el sistema bancario paralelo han contribuido a este escepticismo. Los datos nacionales indican que el crédito no bancario concedido a sociedades no financieras privadas se septuplicó entre mediados de 2008 y finales de 2013, incrementando así su peso en

La eficacia de los instrumentos de política anticíclicos

Las políticas que abordan vulnerabilidades macrofinancieras requieren de instrumentos eficaces con una perspectiva que abarque todo el sistema. En los últimos años, numerosas jurisdicciones han reforzado la orientación sistémica de su marco prudencial rediseñando sus herramientas de política macroprudencial e introduciendo otras nuevas a fin de mitigar los riesgos procedentes del ciclo financiero. Por su parte, las normas internacionales han incorporado herramientas similares. Si bien aún es pronto para extraer conclusiones definitivas sobre la eficacia de estas nuevas herramientas, como por ejemplo los colchones de capital anticíclicos, puede ser útil analizar la experiencia histórica de algunas jurisdicciones que han utilizado herramientas similares.

El criterio para evaluar la eficacia de un instrumento depende del objetivo que persiga la política. En el caso de las herramientas anticíclicas existen dos objetivos complementarios. El primero, más estrecho, consiste en proteger a las instituciones financieras de los efectos del ciclo. El segundo, de alcance más amplio, es «moderar» el ciclo financiero. El logro del primer objetivo no garantiza el éxito en el segundo, como se desprende de la experiencia hasta la fecha de las autoridades económicas con los instrumentos anticíclicos más destacados.

Colchones de capital y provisiones dinámicas

Algunas jurisdicciones han introducido un requerimiento de capital anticíclico a fin de incrementar la resiliencia de los bancos ante el riesgo acumulado durante los periodos de auge del crédito. Suiza activó esta herramienta en 2013 con vistas al mercado hipotecario del país. Las primeras señales indican que esta herramienta resulta más eficaz para reforzar los balances de los bancos que para frenar el crecimiento del crédito hipotecario o influir en su coste. Esta experiencia es similar a la de España con las provisiones dinámicas. La dotación de provisiones más elevadas por los bancos españoles contribuyó a amortiguar parcialmente el impacto del desplome del mercado inmobiliario, pero no evitó que se creara la burbuja.

Relaciones préstamo/valor (LTV) y servicio de la deuda/renta (DSTI)

Estas herramientas cuentan con un historial más dilatado en distintas jurisdicciones y la evidencia indica que contribuyen a mejorar la resiliencia de los bancos al incrementar la de los prestatarios. Una serie de estudios concluyen que la aplicación de topes más restrictivos en la LTV reduce la sensibilidad de los hogares frente a perturbaciones en sus ingresos y en los precios inmobiliarios. El efecto de estas herramientas sobre el ciclo de crédito no está tan bien documentado, pero la experiencia indica que endurecer los límites máximos aplicados a las LTV y el DSTI durante los periodos de auge frena en cierta medida el crecimiento del crédito en términos reales y de los precios de la vivienda. En particular, un endurecimiento típico de la relación DSTI máxima suele generar una desaceleración de 4–7 puntos porcentuales en el crecimiento del crédito a lo largo del año siguiente, si bien su relajación ejerce un efecto más ambiguo^①.

Requerimientos de liquidez y reservas variables en el tiempo

Al igual que sucede con los colchones de capital, el aumento de los colchones de liquidez tiene efectos obvios sobre la resiliencia de los bancos. También hay evidencias de que las herramientas macroprudenciales basadas en la liquidez pueden potenciar eficazmente la resiliencia del sistema^②. En cambio, no es tan contundente la evidencia sobre el efecto de las herramientas basadas en la liquidez en la corrección del ciclo de crédito. Los estudios sobre los efectos del aumento de los requerimientos de reservas indican que los diferenciales de crédito se amplían y el préstamo se reduce, si bien no de forma duradera.

① Véanse S. Claessens, S. Ghosh y R. Mihet, «Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities», *Journal of International Money and Finance*, vol. 39, diciembre de 2013, pp. 153–85; y K. Kuttner e I. Shim, «Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies», *BIS Working Papers*, n° 433, noviembre de 2013. ② Para un estudio sobre el coeficiente de financiación estable neta véase BCBS, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, agosto de 2010.

el crédito total del país desde el 10% hasta el 25%. Las fragilidades asociadas a este rápido aumento se materializaron en la quiebra o cuasi quiebra de una serie de bancos del sistema paralelo chino y contribuyeron a la drástica caída de la oferta de crédito en el país durante el primer trimestre de 2014. Los analistas del sector prevén que este tipo de tensiones repercuta en los bancos, entre otras razones porque han actuado como emisores y distribuidores de los productos de la banca paralela.

Las autoridades de las EME deben alertar a los bancos sobre la magnitud de los riesgos actuales, exigir la aplicación de unas sólidas prácticas de gestión de riesgos y reforzar las medidas macroprudenciales. Por un lado, el deterioro de las perspectivas de crecimiento en estas economías exige una revisión a la baja de sus previsiones de beneficios. Además, las autoridades de las EME tendrán que abordar las repercusiones de la eliminación gradual de la acomodación monetaria en las economías avanzadas. Las tensiones del mercado resultantes (Capítulos II y IV) han evidenciado la importancia de una adecuada gestión del riesgo de tasa de interés y de tipo de cambio. En términos más generales, la acumulación de vulnerabilidades financieras pone de relieve la importancia de no caer en una falsa sensación de seguridad y de reevaluar las herramientas macroprudenciales utilizadas hasta ahora (Recuadro VI.D). Las economías de mercado emergentes han sido pioneras en adoptar estas herramientas y cuentan con una dilatada experiencia en cuanto a su funcionamiento y eficacia. Esta experiencia puede ser la base de futuros ajustes y mejoras en el marco de la política macroprudencial.