



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

Informe Trimestral del BPI, septiembre de 2017: teleconferencia

Declaraciones oficiales de Claudio Borio, Jefe del Departamento Monetario y Económico, y Hyun Song Shin, Asesor Económico y Jefe de Estudios, del Banco de Pagos Internacionales, 15 de septiembre de 2017.

Claudio Borio

La coyuntura económica en este último trimestre es probablemente la que los participantes en el mercado habrían pedido si se les hubiera concedido un deseo. Hacía mucho tiempo que las economías avanzadas y las economías de mercado emergentes (EME) no crecían de forma simultánea. En algunas de las mayores economías avanzadas, los mercados laborales se tensionaron considerablemente —en Japón, aún más que durante el auge financiero de la década de 1980—. Pese a ello, los salarios permanecieron notablemente contenidos y la inflación, si varió, lo hizo a la baja. Como consecuencia, el temor a un posible endurecimiento sincrónico de la política monetaria, que había sacudido a los mercados a finales de junio, se disipó rápidamente y los rendimientos de la deuda volvieron a sus niveles anteriores. Parecía que había llegado lo que los economistas denominan un escenario «Ricitos de Oro».

La reacción del mercado fue la previsible. La conjunción de estos factores potenció una fase de apetito por el riesgo que había comenzado meses antes. Las cotizaciones bursátiles continuaron marcando nuevos máximos, la volatilidad se hundió hasta mínimos históricos y los diferenciales de rendimiento se estrecharon hasta niveles que no habían vuelto a verse después de la Gran Crisis Financiera (GCF). Al mismo tiempo, otros dos factores contribuyeron a esta evolución: la depreciación del dólar y la intensificación de la actividad de *carry trade*. La moneda estadounidense se depreció especialmente frente al euro, dada la mejora sostenida de las perspectivas económicas de la zona del euro. Los flujos de inversión de cartera hacia EME continuaron recuperándose, confirmando la relativa laxitud de las condiciones de liquidez mundial en los trimestres anteriores que señalan las estadísticas bancarias y de títulos de deuda internacionales del BPI.

Durante el periodo examinado, la política perdió parte de su influencia sobre los mercados financieros. Es cierto que el agravamiento de las tensiones políticas en el noreste asiático agitó los mercados en la segunda quincena de agosto y que parte del retroceso del dólar se debió a la incertidumbre política en Estados Unidos. Pero la huella que estos acontecimientos dejaron en los mercados no duró mucho. También la inquietud por el riesgo político en Europa fue reduciéndose. Como consecuencia, los bancos centrales volvieron a cobrar protagonismo.

Llama la atención la escasa volatilidad en los mercados financieros. Es verdad que la volatilidad de los mercados de renta variable ha tendido a ser baja durante las fases de endurecimiento de la política monetaria desde principios de la década de 1990, probablemente también por el alza generalizada de las bolsas en dichos episodios. Además, pese a ser bastante estrecho, el diferencial entre la volatilidad implícita y la volatilidad realizada del trimestre examinado —que es un indicador del apetito por el riesgo— se ajustaba bastante a sus patrones históricos. Pero lo que se sale de lo habitual en esta ocasión es que también la volatilidad de los rendimientos de la deuda ha disminuido drásticamente. El índice MOVE —una medida de la volatilidad implícita en el mercado de títulos del Tesoro estadounidense— registró nuevos mínimos históricos. Las causas de esta evolución no se comprenden del todo, pero no cabe duda de que el ritmo inusualmente gradual de la



normalización de la política monetaria ha influido en cierto modo. Otra de las causas podría ser el convencimiento de los mercados de que los bancos centrales no se quedarían de brazos cruzados si llegaran a producirse tensiones indeseables en los mercados.

Todo esto pone de manifiesto la gran dependencia que los precios de los activos parecen tener de los bajísimos rendimientos de los bonos que observamos desde hace tanto tiempo. Aunque los anuncios de beneficios empresariales han sido positivos últimamente, las cotizaciones bursátiles resultan excesivas a juzgar por los indicadores de valoración basados en los coeficientes precio/beneficio a largo plazo ajustados por el ciclo, que no incorporan información sobre los rendimientos de los bonos. Parece que las valoraciones solo se ajustan a los patrones históricos si se tiene en cuenta el nivel de los rendimientos de la deuda.

De hecho, una cuestión determinante para la economía mundial es [hasta qué punto pueden los balances ser vulnerables](#) a una subida de las tasas de interés. Después de la GCF, los niveles de deuda en relación al PIB han continuado aumentando a escala mundial. En realidad no se ha producido un desapalancamiento, puesto que en los países en los que la deuda privada se ha reducido, al menos en cierta medida, la deuda pública le ha tomado el relevo. Como analizamos más exhaustivamente en nuestro *Informe Anual* de este año y hemos actualizado en la sección «Aspectos más destacados» de esta edición del *Informe Trimestral*, los indicadores adelantados de posibles tensiones financieras señalan riesgos significativos en los próximos años para algunas de las economías menos afectadas por la crisis, tanto emergentes como avanzadas. En un [recuadro](#) de esta edición del *Informe Trimestral* se explica que, como en el pasado, los promotores inmobiliarios han venido desempeñando un papel destacado en los auges financieros de algunos países, en esta ocasión en las economías asiáticas emergentes. Conviene recordar que se han tomado numerosas medidas para reforzar los sistemas financieros y los marcos macroeconómicos, por lo que sería un error no matizar la interpretación de estos indicadores. Aunque el desenlace no tiene por qué ser el mismo que en el pasado, los indicadores señalan vulnerabilidades. Por ejemplo, la única razón de que los coeficientes de servicio de la deuda sean tan bajos es lo mucho que han caído las tasas de interés. Se observa cierta circularidad en todo esto, que señala el riesgo de una [trampa de la deuda](#): la caída prolongada de las tasas de interés hasta niveles inusualmente bajos, con independencia de la fortaleza de la economía subyacente, crea las condiciones que complican su posterior retorno a niveles más normales. En esta coyuntura, el aumento del número de empresas incapaces de cubrir sus pagos de intereses con sus beneficios —las llamadas empresas «zombi»— no es un buen augurio.

Resulta revelador que también se aprecien indicios de exuberancia en el mercado de deuda en algunos de los países que sí estuvieron en el epicentro de la GCF. En el presente *Informe Trimestral* se analiza la situación de las empresas en Estados Unidos. En este país, la deuda total del sector privado en relación al PIB se ha reducido desde la crisis, pero el ajuste se ha producido exclusivamente en los hogares, cuyo sobreendeudamiento fue una de las causas fundamentales de los problemas. La deuda corporativa se sitúa ahora en un nivel considerablemente superior al de antes de la crisis. Como consecuencia, los indicadores de apalancamiento de las empresas han alcanzado cotas que recuerdan a las de anteriores auges del crédito corporativo, como el que tuvo lugar a finales de la década de 1980. Pese a ello, la carga del servicio de la deuda sigue siendo poco voluminosa gracias a los niveles históricamente bajos de las tasas de interés. Hay otras señales que apuntan más o menos en la misma dirección: la elevada emisión de deuda de alta rentabilidad, la creciente proporción de bonos con cláusulas laxas y el estrechamiento de los diferenciales de rendimiento. De hecho, pese a las cuantiosas posiciones en efectivo de muchas empresas, la distribución de las calificaciones crediticias ha continuado deteriorándose.

Naturalmente, la política monetaria extremadamente acomodaticia ha contribuido a esta evolución. Todo esto hace aún más importante comprender las razones de la [ausencia de inflación](#), habida cuenta de que la inflación es la que guía las decisiones de los bancos centrales. Parece que estemos *Esperando a Godot*. ¿Por qué la inflación permanece



obstinadamente baja pese a que muchas economías se aproximan o superan las estimaciones de pleno empleo y los bancos centrales han tomado medidas sin precedentes para intentar que suba? Esa es la pregunta del billón de dólares que determinará la senda de la economía mundial en los próximos años y con toda probabilidad también el futuro de los actuales marcos de política económica. Lo preocupante es que nadie conoce realmente la respuesta.

Hyun Song Shin

Antes de la Gran Crisis Financiera (GCF), los observadores señalaron lo abultado del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y manifestaron su inquietud por una posible depreciación del dólar estadounidense, estableciendo un paralelismo con el «parón súbito» de los flujos de capitales experimentado por varias economías de mercado emergentes (EME).

Lo que ocurrió en realidad es que el dólar, lejos de hundirse, se disparó en cuanto comenzó la tormenta financiera. La causa fue que los bancos europeos habían recurrido a financiación en dólares a corto plazo para invertir en activos en dólares a largo plazo en Estados Unidos. Cuando los precios de los activos bajaron y llegó la fecha de vencimiento de las deudas, los prestatarios trataron de hacerse con dólares para amortizarlas. La apreciación del dólar agravó la situación, ya que la mayor fortaleza del billete verde ejerció una presión aún mayor sobre los balances de los bancos.

Parte de la financiación en dólares a corto plazo de los bancos europeos se había obtenido de los fondos del mercado monetario estadounidense, pero un importe sustancial procedía del mercado de *swaps* de divisas, en el que las entidades bancarias europeas tomaban prestados dólares aportando otras monedas (euros, por ejemplo) como garantía. El artículo monográfico «*Swaps* de divisas y contratos a plazo sobre divisas: ¿deuda mundial oculta?», de Claudio Borio, Robert McCauley y Patrick McGuire, arroja luz sobre este importante segmento del mercado de divisas.

Un *swap* de divisas se asemeja a otros instrumentos de endeudamiento garantizado en cuanto a que el prestatario aporta activos de garantía. Sin embargo, las convenciones contables consideran que los *swaps* de divisas no son deuda, puesto que están garantizados con efectivo. ¿Cuál es el volumen de esa deuda «oculta»? Este estudio es el primero que cuantifica la deuda en dólares no contabilizada en los balances y subsana una laguna en nuestros conocimientos sobre el riesgo de liquidez generado por las sociedades financieras que operan en múltiples monedas.

Se ha constatado que el importe total de los *swaps* vigentes en el mercado de divisas es enorme. De los 58 billones de dólares en *swaps* de divisas y exposiciones relacionadas, el 90% está denominado en dólares estadounidenses y un importe estimado de entre 13 y 14 billones de dólares se encuentra en manos de entidades no bancarias fuera de Estados Unidos. Compárense esas cifras con los cerca de 75 billones de dólares del PIB mundial, o con los 21 billones de dólares del comercio global.

¿Cuáles son los riesgos? Puesto que el efectivo es la garantía, el riesgo crediticio es mínimo. Sin embargo, existe un riesgo de liquidez como consecuencia de los desfases de los plazos de vencimiento, como quedó patente cuando los bancos europeos tuvieron que afrontar una súbita y aguda falta de liquidez en dólares en 2008. El artículo constata que la mayoría de los *swaps* son instrumentos a corto plazo: aproximadamente tres cuartas partes tienen plazos de vencimiento inferiores a un año, y el plazo de la transacción típica es mucho más breve.

Quisiera abordar ahora otros artículos monográficos del *Informe Trimestral*.



Últimamente, el bitcoin y otras criptomonedas han adquirido mayor protagonismo en los comentarios de los mercados financieros. Un capítulo del debate se ha centrado en el papel de los bancos centrales en un mundo en el que las criptomonedas están más disponibles, lo que es comprensible dado que estas innovaciones plantean cuestiones fundamentales sobre la naturaleza del dinero y la estructura del sistema financiero. El artículo monográfico «Criptomonedas de bancos centrales», de Morten Bech y Rod Garratt, propone una taxonomía de las monedas digitales que permite comprender mejor estas cuestiones. El dinero puede clasificarse en función de distintos criterios, como si es accesible para todo el mundo, si es electrónico, si lo emiten los bancos centrales o si las transferencias se realizan entre particulares (es decir, si están descentralizadas y no precisan la ejecución de un tercero). El efectivo cumple tres de estos requisitos, pero no es electrónico; también el bitcoin y otras monedas digitales similares satisfacen tres de estos criterios, pero su emisor no es un banco central.

Las criptomonedas de bancos centrales satisfarían los cuatro criterios. Sin embargo, no está en absoluto claro que facilitar el uso de criptomonedas entre dentro de las competencias esenciales de un banco central. Algunos bancos centrales han iniciado estudios preliminares para determinar cómo podrían operar esas monedas junto con las formas tradicionales de dinero. En la actualidad, la mayoría de ellos aceptan solo depósitos de bancos comerciales. Sin embargo, en principio sería posible que otros usuarios (los hogares, por ejemplo) accedieran a versiones minoristas del dinero electrónico. Suecia está investigando una posible criptomoneda minorista del banco central, ante el rápido descenso del uso del efectivo en el país nórdico. Las criptomonedas de bancos centrales para uso mayorista encajarían mejor con una de las funciones tradicionales de los bancos centrales: operar o supervisar sistemas mayoristas de pago, y algunas jurisdicciones (como Canadá y Singapur) están explorando esta posibilidad.

El artículo monográfico «¿Cuáles son los efectos de las políticas macroprudenciales sobre los resultados macroeconómicos?», de Codruta Boar, Leonardo Gambacorta, Giovanni Lombardo y Luiz Pereira da Silva, examina el vínculo entre las políticas macroprudenciales y el crecimiento del PIB y su volatilidad. Las EME hacen un mayor uso de las políticas macroprudenciales que las economías avanzadas; además, se ha recurrido más a este tipo de políticas con la intención de endurecer las condiciones financieras que para relajarlas. Los autores de este artículo muestran que el crecimiento es más elevado y menos volátil en los países que emplean más activamente políticas macroprudenciales.

Los autores analizan si estos efectos varían para economías con sistemas financieros más desarrollados o más abiertas a la economía mundial. Asimismo, cuantifican las medidas de política «no sistemáticas», es decir, aquellas que no están vinculadas de forma automática con el crecimiento del crédito o la entrada de capitales. Parece que estas medidas no sistemáticas están asociadas con peores resultados macroeconómicos.

Por último, el artículo monográfico «Bonos verdes: definición y certificación», de Torsten Ehlers y Frank Packer, estudia los «bonos verdes», que son títulos de renta fija utilizados para financiar inversiones con ventajas medioambientales o relacionadas con el clima. Desde que se emitiera un bono verde por primera vez en 2007, el volumen de emisión de estos títulos ha crecido rápidamente, con más de 100 000 millones de dólares emitidos en 2016 y 60 000 millones este año hasta el mes de junio. En un primer momento, los prestatarios de economías avanzadas dominaron la emisión de bonos verdes, pero ahora son los prestatarios de EME, especialmente de China, quienes emiten el grueso de estos títulos.

La certificación es una cuestión primordial. Aunque han surgido varias normas de certificación, sus respectivas definiciones de «bono verde» no siempre coinciden. Los proveedores de índices de bonos verdes tienen mucho que decir, especialmente en la supervisión continua del cumplimiento de los criterios para que un bono sea considerado «verde», pero dichos criterios no son siempre coherentes entre índices. Las agencias de calificación crediticia también intervienen en este mercado, puesto que realizan evaluaciones externas.



Los autores examinan 21 emisiones recientes y constatan que los diferenciales de rendimiento en la fecha de emisión suelen ser más bajos para los bonos verdes que para otros bonos convencionales similares. Esto parece indicar que los inversores en el mercado primario conceden cierta importancia a que un bono sea verde.

Los bonos verdes no proporcionan cobertura contra riesgos medioambientales, como el cambio climático, puesto que, incluso cuando se destinan a un proyecto concreto, su riesgo de crédito está relacionado con el conjunto de las operaciones del emisor. De hecho, es más probable que emitan bonos verdes empresas activas en sectores que están relativamente más expuestos a ese tipo de riesgos.