



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, diciembre de 2017: teleconferencia

Declaraciones oficiales (*on the record*) de Claudio Borio, Jefe del Departamento Monetario y Económico, y Hyun Song Shin, Asesor Económico y Jefe de Estudios, del Banco de Pagos Internacionales, 1 de diciembre de 2017

Claudio Borio

Parece que el tiempo se hubiera detenido. En el trimestre anterior, los participantes en los mercados financieros se entregaron al disfrute del escenario «Ricitos de Oro» en que se encontraba inmersa la economía. En el último trimestre han seguido haciendo exactamente lo mismo.

La coyuntura macroeconómica ha continuado mejorando y el crecimiento se ha generalizado y ha cobrado impulso. Sobre todo, y a pesar de la menguante capacidad económica ociosa, la inflación —que es la guía de las decisiones de los bancos centrales— ha permanecido en general notablemente contenida. Parecía que nada podría poner en peligro un futuro de crecimiento sostenido y tasas de interés bajas. Como consecuencia, los rendimientos de referencia de la deuda soberana de los principales mercados apenas variaron.

La fase de mayor apetito por el riesgo se intensificó y los principales índices bursátiles se acercaron a sus máximos o incluso los superaron. Antes de que cundiera el nerviosismo a finales del trimestre, los diferenciales corporativos volvieron a estrecharse y el índice estadounidense de alta rentabilidad rozó niveles que no se veían desde la antesala de la crisis del fondo Long-Term Capital Management en 1998 y, posteriormente, justo antes de la Gran Crisis Financiera (GCF). Los diferenciales de la deuda soberana de economías de mercado emergentes (EME) siguieron un patrón similar, aunque menos extremo, mientras que los *swaps* de incumplimiento crediticio —que representan el coste de aseguramiento de la deuda soberana de EME— alcanzaron nuevos mínimos poscrisis. Al persistir las entradas de capital hacia las EME, aunque a un ritmo más lento, los mercados siguieron acogiendo inusualmente bien las emisiones de prestatarios no convencionales. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de todas las clases de activos —renta variable, renta fija y divisas— en todo caso siguió reduciéndose. De hecho, la volatilidad de las acciones y de los rendimientos de los bonos igualó los mínimos históricos que se alcanzaron brevemente a mediados de 2014 y antes de la GCF; por su parte, la volatilidad de las divisas se aproximó a mínimos similares.

Este panorama no sorprendería realmente si no fuera por un detalle: toda esta exuberancia se ha instalado en los mercados aun cuando la Reserva Federal ha iniciado su proceso de endurecimiento monetario. Así, las primas por plazo han vuelto a comprimirse a pesar del anuncio y el inicio de la reducción de su balance. Es cierto que otros bancos centrales principales han mantenido su orientación acomodaticia (es el caso del Banco de Japón) o han tomado medidas que, en conjunto, se han percibido como una relajación, al menos con respecto a las expectativas (el BCE). Hasta la subida de 25 puntos básicos de las tasas de interés del Banco de Inglaterra se ha considerado una medida «tímida» («*dovish hike*»), dado el comunicado que la acompañó. Aun así, la Reserva Federal emite la principal moneda internacional y su influencia sobre los mercados no tiene parangón. Es cierto que los primeros pasos hacia la normalización, con la reducción de las compras de activos a gran escala, parecieron poner fin a la depreciación del dólar estadounidense, que había propiciado operaciones de *carry trade*. Con todo, la moneda en realidad también se ha depreciado desde



que comenzó el endurecimiento a finales de 2015, cuando la Reserva Federal subió por primera vez su tasa de interés oficial.

Estamos por tanto ante una paradoja. Aunque la Reserva Federal ha proseguido con su normalización de la política monetaria, las condiciones financieras generales son ahora más favorables. Por ejemplo, un indicador estándar de esas condiciones, que combina información de varias clases de activos, apunta a una relajación global con independencia de la fecha exacta en que se presuponga que comenzó el endurecimiento. De hecho, ese indicador ha alcanzado su nivel más bajo de los últimos 24 años. Teniendo en cuenta que las condiciones financieras son el principal canal de transmisión de una política monetaria más restrictiva, ¿se puede hablar, en la práctica, de un endurecimiento?

De hecho, este paradójico resultado no es un fenómeno totalmente nuevo. Como analizamos en la primera sección de este *Informe Trimestral*, recuerda al endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal en la década de 2000 —la fase que dio nombre al ahora célebre «enigma de Greenspan». En aquella época, las condiciones financieras prácticamente no se inmutaron, y en algunos aspectos incluso se relajaron, conforme la Reserva Federal iba subiendo las tasas de interés. Esta situación contrastó ostensiblemente con episodios previos de endurecimiento, muy especialmente con el de 1994, cuando las tasas a largo plazo se dispararon, la curva de rendimientos se acentuó, los precios de los activos cayeron, los diferenciales de la deuda corporativa se ampliaron y las EME se vieron bajo presión.

¿A qué se debe esta diferencia? Solo podemos especular.

Puede ser que la respuesta resida, en parte, en el entorno macroeconómico. En todos estos casos la economía creció mientras la inflación permanecía contenida, pero en la actualidad los participantes en el mercado prevén tasas de interés y posiblemente niveles de inflación aún más bajos de lo que el banco central ha comunicado.

Otro factor —quizá menos percibido— que puede haber tenido cierto peso es la propia combinación de gradualidad y [previsibilidad](#). El ritmo de endurecimiento se ha ralentizado de un episodio al siguiente, y se cree que el actual será el más lento de la historia. Además la Reserva Federal, escarmentada por la desmesurada reacción de 1994 —por no hablar del «*taper tantrum*» de 2013—, ha hecho todo lo posible por preparar a los mercados e indicar que continuará avanzando despacio. De hecho, la situación actual recuerda a la de los años 2000, cuando se aseguraba una y otra vez que se seguiría un «ritmo mesurado», pero en la actualidad la comunicación sobre el ajuste ha sido aún más explícita. Cuando la gradualidad convence a los participantes en los mercados de que el endurecimiento de la política monetaria no truncará la buena marcha de la economía ni perjudicará a los mercados de activos, la previsibilidad comprime las primas de riesgo. Esto puede traducirse en un incremento del apalancamiento y de la [toma de riesgo](#). Del mismo modo, estos incentivos se refuerzan si los participantes en el mercado perciben que los bancos centrales no permanecerán de brazos cruzados si surgen tensiones en el mercado. Teniendo en cuenta este contexto, la mejora de las condiciones financieras resulta menos sorprendente.

Haré dos consideraciones al respecto.

En primer lugar, la más obvia, es que el desenlace todavía se desconoce. Da la sensación de que el endurecimiento aún no ha empezado realmente. Todavía no han desaparecido las vulnerabilidades acumuladas en todo el mundo durante el periodo inusualmente prolongado de tasas de interés insólitamente bajas. Como señalan los artículos monográficos de nuestro *Informe Trimestral*, los niveles de deuda siguen siendo elevados tanto en moneda local como en divisas. También persisten las valoraciones excesivas, propiciadas a su vez por los reducidos rendimientos de la deuda pública, que sirve de referencia para los precios de todos los activos. Es más, cuanto más dure la toma de riesgos, mayores pueden llegar a ser las exposiciones subyacentes en los balances. La calma a corto plazo se logra a expensas de posibles turbulencias a largo plazo.



En segundo lugar, una pregunta de mayor calado es cuáles son las características que definen un endurecimiento eficaz. ¿Puede considerarse que un endurecimiento monetario ha sido eficaz si las condiciones financieras son claramente más favorables? Si no es así, ¿qué deben hacer los bancos centrales? En una época en la que la gradualidad y la previsibilidad se están convirtiendo en la norma, estas preguntas serán probablemente cada vez más apremiantes.

Hyun Song Shin

La sección «Aspectos más destacados» del *Informe Trimestral del BPI* se renueva en la presente edición. Hasta ahora, en esta sección examinábamos la evolución reciente de los flujos bancarios y financieros mundiales desde la perspectiva de las estadísticas internacionales del BPI. A partir de ahora, acompañaremos nuestra publicación estadística con un análisis conciso y más oportuno. La renovada sección del *Informe* se dedicará a proporcionar un análisis exhaustivo de un tema sobre el que puedan arrojar luz nuestras estadísticas bancarias y financieras.

En la presente edición del *Informe Trimestral*, **Iñaki Aldasoro** y **Torsten Ehlers** examinan las **transferencias del riesgo de crédito**, una práctica con la que los bancos traspasan su riesgo de crédito mediante instrumentos como garantías, contratos de derivados y colateral. El BPI consigna las transferencias de riesgo distinguiendo entre los activos internacionales **con arreglo al criterio de la contraparte directa** (que no tiene en cuenta tales transferencias) y **conforme al criterio de riesgo último** (que sí las incorpora).

Los autores documentan los mecanismos que utilizan los bancos con presencia global para transferir exposiciones de riesgo de crédito desde centros financieros de economías avanzadas (como el Reino Unido y Luxemburgo), centros financieros extraterritoriales y economías de mercado emergentes (EME) hacia economías avanzadas. En ocasiones, esta transferencia se produce cuando un banco del país de origen de una empresa garantiza las operaciones de esta en el exterior. Otras veces, refleja un intercambio de colateral o la compra de un derivado de crédito.

El artículo también pone de relieve un cambio significativo en los patrones frente a EME. Aunque los bancos siguen recurriendo a mecanismos de transferencia de riesgo para reducir sus exposiciones a la mayoría de las EME, en la práctica los han utilizado (en términos netos) para *incrementar* sus exposiciones de crédito frente a economías emergentes asiáticas. Dos pueden ser las causas: la mayor confianza en las economías asiáticas y la creciente actividad global de las empresas de la región, que obtienen garantías de bancos de sus países de origen. Esta evolución es reflejo de la actividad económica real subyacente, pero conviene vigilarla, ya que los instrumentos que mitigan el riesgo también pueden usarse para magnificarlo.

Los dos artículos monográficos de nuestro *Informe Trimestral* abordan distintos aspectos relacionados con el aumento de la deuda del sector privado tras la crisis. Como pusimos de manifiesto en nuestro *Informe Anual* y en anteriores ediciones del *Informe Trimestral*, este incremento constituye una posible vulnerabilidad en las perspectivas económicas.

Los países que más padecieron las consecuencias de la Gran Crisis Financiera registraron un considerable desapalancamiento. El reciente incremento de la deuda les ha devuelto a niveles previos a la crisis. Sin embargo, muchos países que salieron relativamente indemnes de la crisis registran ahora niveles de deuda considerablemente más elevados que antes de la misma. Los dos artículos monográficos analizan cómo afecta el volumen de deuda a la evolución macroeconómica y la estabilidad financiera. Sus conclusiones también pueden arrojar luz sobre los efectos que la normalización de la política monetaria tendrá sobre la actividad económica.



El artículo de **Anna Zabai (BPI)** examina la **deuda de los hogares**. El crédito permite a los hogares obtener financiación con cargo a sus ingresos futuros para la adquisición de vivienda y el consumo. Sin embargo, acumular una carga de deuda excesiva puede tensar los presupuestos de los hogares y hacerlos vulnerables a perturbaciones macroeconómicas y financieras. Los efectos globales del endeudamiento de los hogares sobre la actividad económica dependen de varios factores, como el nivel de deuda, si las tasas de interés son fijas o variables, si los hogares cuentan con colchones en forma de ahorros líquidos y la carga del servicio de la deuda.

Un mayor endeudamiento suele impulsar la actividad económica a corto plazo, pero hay datos que indican que constituye una rémora para el crecimiento en horizontes de tres años o más. La deuda de los hogares tiene también efectos sobre la estabilidad financiera, tanto directos (a través de las exposiciones a préstamos) como indirectos (por el impacto de la deuda sobre el PIB). Por estos motivos, las medidas macroprudenciales que se adopten en el presente pueden conceder un mayor margen de maniobra a la política monetaria en el futuro.

El artículo de **Boris Hofmann (BPI)** y **Geert Peersman (Universidad de Gante)** analiza el impacto de cambios significativos de la política monetaria sobre el **coeficiente de servicio de la deuda (DSR)**, que se define como los pagos por intereses y el principal como porcentaje de los ingresos del sector privado no financiero. En consonancia con anteriores estudios del BPI, el artículo concluye que el DSR es un importante canal de transmisión de la política monetaria a la actividad real. Utilizando datos de 18 economías, los autores observan que un endurecimiento de la política monetaria incrementa el DSR de manera significativa y persistente, además de ralentizar el crecimiento, la inflación, los precios de la vivienda y el crédito. Estas repercusiones son especialmente pronunciadas en economías con elevados niveles de deuda del sector privado no financiero.