



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

Informe Trimestral del BPI, marzo de 2018: 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, 9 de marzo de 2018

Claudio Borio

La volatilidad ha vuelto, pero no ha afectado por igual a todas las clases de activos. En general ha quedado confinada a la renta variable y solo ha provocado ligeras reverberaciones en los mercados de deuda soberana y divisas. Tampoco sabemos hasta cuándo va a quedarse, pero está de vuelta, y en dosis moderadas su presencia es saludable. En los mercados no hay nada peor que la ilusión de una calma permanente. Como la experiencia ha demostrado, esa ilusión puede dar paso a pérdidas especialmente abultadas y perjudiciales.

En sus primeros compases, el periodo analizado se asemejó mucho al anterior, que a su vez siguió un patrón vigente desde hace tiempo. Presenciamos una arraigada fase de apetito por el riesgo, con las bolsas rondando nuevos máximos históricos, la volatilidad en mínimos de varias décadas —o casi— en un amplio espectro de clases de activos, diferenciales de rendimiento inusualmente estrechos y fuertes flujos de inversión de cartera hacia economías de mercado emergentes (EME). Además, la depreciación del dólar estadounidense volvió a relajar las condiciones de financiación para los numerosos prestatarios en dólares de los sectores privado y público de todo el mundo, especialmente de EME. Como telón de fondo, se observaron indicios de que el crecimiento mundial continuaba fortaleciéndose y generalizándose pese a las reducidas presiones inflacionistas —lo que los participantes en el mercado habían bautizado como «economía Ricitos de Oro»—.

Pero entonces, de improviso y tras un suave descenso, el 2 de febrero el mercado bursátil estadounidense entró en barrena, coincidiendo con un fuerte incremento de la volatilidad, y anuló con creces las ganancias acumuladas desde comienzos de este año. Como suele ocurrir en estos casos, el mercado recuperó parte de las pérdidas en los días posteriores. Después evolucionó sin grandes fluctuaciones, manteniéndose en niveles próximos a los de diciembre, hasta que las tensiones comerciales hicieron cundir de nuevo el nerviosismo en los mercados a principios de marzo, con el *Informe Trimestral* ya en la imprenta. Otras bolsas han descrito trayectorias similares, aunque las pérdidas en Japón han sido algo mayores y más duraderas.

¿A qué obedece una caída tan repentina y desordenada en el mercado bursátil de Estados Unidos? Antes del desplome, los rendimientos de la deuda habían estado subiendo —un aspecto destacado del periodo analizado, que prolongaba la lenta tendencia alcista desde el mínimo marcado en septiembre del pasado año—. Además, la semana anterior los rendimientos habían reaccionado al anuncio del Tesoro estadounidense de una amplia emisión de títulos en todos los vencimientos, que pareció sorprender a los mercados. No obstante, este anuncio apenas había afectado a los mercados de renta variable. El detonante de la caída de las bolsas habría sido la publicación de un fuerte dato de crecimiento salarial en Estados Unidos, que se consideró indicativo del riesgo de que se produzca un incremento inesperado de las presiones inflacionistas. Los rendimientos de los títulos del Tesoro subieron y las cotizaciones bursátiles comenzaron a retroceder.



Poco después, el 5 de febrero, las dinámicas internas del mercado tomaron las riendas, lo que en cierto modo recuerda al crac bursátil de 1987. Por aquel entonces, las protagonistas fueron las estrategias de negociación automatizadas conocidas como negociación programada y seguros de cartera. En el episodio actual, como explicamos más exhaustivamente en la primera **sección** del *Informe Trimestral*, ha sido el turno de los productos cotizados (ETP), los asesores en operaciones con materias primas (CTA) y —aparentemente en menor medida— las estrategias de paridad de riesgo. Lo que estos vehículos de inversión, agentes y algoritmos de negociación tienen en común es que bien toman posiciones directamente en volatilidad o bien, como los CTA, se encontraron con el pie cambiado y se vieron obligados a vender para cubrir pérdidas. Como en ocasiones anteriores, las fluctuaciones se vieron amplificadas por el apalancamiento, ya fuera manifiesto o incorporado en los distintos instrumentos. Pero, a diferencia de aquellos episodios, ahora los productos de volatilidad permiten a los participantes negociar directamente volatilidad. De ahí el excesivo incremento del VIX: si bien es cierto que la volatilidad aumenta cuando los mercados de desploman, esta vez el ascenso del índice era claramente desproporcionado con respecto a la caída en los parqués.

¿Dónde nos lleva todo esto? Podemos realizar diversas observaciones.

En primer lugar, el episodio de inestabilidad bursátil no ha cambiado de forma sustancial la coyuntura económica y financiera general. Las condiciones financieras continúan siendo inusualmente acomodaticias. Los mercados de crédito apenas se han movido: los diferenciales de rendimiento han seguido estrechándose hasta marcar sus mínimos de las últimas décadas y hay indicios de que el resto de las condiciones crediticias, por ejemplo las cláusulas contractuales, ni se han inmutado ante la contracción del mercado. Además, esta evolución se ha producido en un contexto en el que el dólar estadounidense, tras una persistente depreciación, ha continuado débil —lo que equivale a una relajación de las condiciones financieras, especialmente para las EME—.

La depreciación del dólar resulta sorprendente, dada la combinación de endurecimiento de la política monetaria y expansión fiscal, que para algunos recuerda a la situación de principios de la década de 1980, cuando el dólar se apreció con fuerza. No obstante, como documentamos en la primera sección del *Informe Trimestral*, no se trata de un hecho sin precedentes. En las décadas de 1990 y 2000 el dólar también se depreció durante ciclos de endurecimiento monetario de la Reserva Federal; en el segundo caso, el endurecimiento coincidió además con una expansión fiscal. Entre las posibles explicaciones de la actual depreciación cabe citar el ritmo muy gradual y previsible del endurecimiento de la política monetaria, el fortalecimiento de la recuperación mundial fuera de Estados Unidos, la preocupación por la insostenibilidad de la posición fiscal y las declaraciones realizadas en enero por altos cargos de la administración estadounidense, que parecían concebidas para provocar una depreciación de la moneda. Sin embargo, la verdad es que es muy complicado determinar cuál es la causa exacta. Como dijo una vez H. L. Mencken, autor satírico y crítico cultural estadounidense: «Hay explicaciones; siempre las ha habido; para cualquier problema complejo hay siempre una solución clara, simple y equivocada». Este aforismo podría aplicarse perfectamente a la racionalización tras las sorprendentes oscilaciones de los tipos de cambio.

En segundo lugar, el episodio de inestabilidad en los mercados podría muy bien no ser el último. Los mercados financieros y la economía mundial se están adentrando en terreno inexplorado. Y después de un periodo inusualmente prolongado de tasas de interés insólitamente bajas y condiciones monetarias acomodaticias, sería poco realista esperar que no se produzcan más turbulencias. Lo que hemos presenciado este trimestre no es más que un nuevo recordatorio de cómo la coyuntura actual complica la normalización monetaria, al influir en la toma de posiciones y de riesgos en los mercados. Además, se ha hecho evidente hasta qué punto las actuales tendencias del mercado pasan por unas perspectivas de inflación



favorables. Sin duda, el episodio de inestabilidad ha eliminado algunas posiciones —el equivalente a un «reseteo» del mercado—, pero básicamente la situación general no ha cambiado.

Por último, todo esto pone de manifiesto la delicada tarea que tienen ante sí los bancos centrales. Han de lograr un equilibrio entre dos objetivos: por un lado, normalizar su política monetaria, sobre todo para tener mayor margen de maniobra en la próxima desaceleración, y, por otro, evitar decisiones que podrían malograr la expansión. Además, deben cumplir esta misión en un contexto poscrisis en el que el endeudamiento total ha vuelto a aumentar en relación con la renta y el producto. El camino es estrecho y se hace imprescindible el apoyo activo de otras políticas. Las recientes declaraciones proteccionistas complican aún más la tarea. Para avanzar por este camino hará falta una notable dosis de habilidad, discernimiento e incluso algo de suerte. Los responsables de la política monetaria no deben temer a la volatilidad en sí misma. La presencia de cierta volatilidad durante el proceso de normalización hasta puede favorecerles.

Hyun Song Shin

Las criptomonedas y el encendido debate que suscitan se enmarcan en un debate más general sobre la naturaleza del dinero en la era digital. El entusiasmo reinante puede hacer pensar que el dinero, en forma de billetes y monedas tradicionales, se está quedando anticuado a gran velocidad. En el artículo **«Los pagos cambian, pero el efectivo sigue siendo el rey»**, de **Morten Bech, Umar Faruqui, Frederik Ougaard y Cristina Picillo**, los autores muestran que el dinero físico sigue vivo y mantiene su pujanza en la mayoría de jurisdicciones. Pese a las mejoras tecnológicas de los últimos años en el ámbito de los pagos, el uso del dinero de toda la vida continúa creciendo en la mayoría de las economías avanzadas y de mercado emergentes (aunque no en todas). El efectivo en circulación ha aumentado del 7% al 9% del PIB, aunque en Suecia y en otros países ha disminuido. La resiliencia del efectivo como institución social nos recuerda la importancia de comprender las funciones económicas del dinero, más allá de las meras innovaciones tecnológicas. Por otra parte, los pagos con tarjeta (de crédito o de débito) también se están incrementando: en 2016 alcanzaron el 25% del PIB, frente al 13% de 2000. Cada vez tenemos más tarjetas y las utilizamos con mayor asiduidad y para transacciones de menor valor.

Si la resiliencia del efectivo refleja el carácter perdurable de un elemento conocido, la contabilización de las balanzas comerciales y por cuenta corriente ejemplifica la incapacidad para seguir el ritmo de las últimas tendencias, sobre todo el creciente peso de las empresas internacionales. En su artículo **«Tras la huella internacional de las empresas con presencia global»**, **Stefan Avdjiev, Mary Everett, Philip Lane y Hyun Song Shin** muestran cómo las actividades de las empresas internacionales afectan y en ocasiones distorsionan la contabilización tradicional de la balanza comercial, la cuenta corriente y el PIB. Las cuentas nacionales se organizan en función del concepto de *residencia*, que sin embargo es una noción jurídica que no siempre coincide con la ubicación física de la producción de la empresa, ni con el lugar en el que están contratados sus trabajadores. Las compañías que deslocalizan su producción y venden sus productos a consumidores de todo el mundo a menudo son tratadas como exportadoras de mercancías desde su país de origen, sobre todo cuando utilizan insumos sujetos a derechos de propiedad intelectual en dicha jurisdicción. El traslado del domicilio jurídico puede desencadenar una serie de cambios en la balanza de pagos de los países que participan en la cadena de suministro. La cuenta corriente y el PIB de las pequeñas economías abiertas son sensibles al cambio de domicilio jurídico de empresas internacionales. Por ejemplo, el PIB de Irlanda creció un 26% en 2015, a pesar de que la actividad económica subyacente se mantuvo constante.



El resto de artículos monográficos abordan temas más habituales en la literatura del BPI, de carácter financiero. En sus observaciones, Claudio se ha centrado en los acontecimientos recientes en los mercados financieros. Las fluctuaciones rápidas de los mercados financieros reciben toda la atención, pero es posible que para la economía sean más importantes los movimientos lentos en segundo plano. Su relevancia solo se hace evidente con el tiempo.

En el artículo **«Indicadores de alerta temprana de crisis bancarias: ampliación de la familia»** de **Iñaki Aldasoro, Claudio Borio y Mathias Drehmann**, los autores comparan la eficacia de diversos indicadores de futuras tensiones bancarias. Encuentran que las medidas del endeudamiento de los hogares y del crédito internacional pueden ser útiles como señales, junto con otras más conocidas basadas en el crédito agregado. Los autores confirman también que dichos indicadores son más certeros cuando se utilizan conjuntamente con datos de precios inmobiliarios. Aplicados al contexto actual, una serie de indicadores apuntan a la acumulación de riesgos en varios países. Al mismo tiempo, los autores explican que hay que interpretar con cautela la información contenida en los indicadores, sobre todo en vista de las mejoras de la regulación bancaria de los últimos años. Por lo tanto, unos indicadores en niveles altos deberían ser el punto de partida de un análisis más exhaustivo de las vulnerabilidades.

En **«Los prestamistas comunes en Asia emergente»**, **Cathérine Koch y Eli Remolona** examinan, desde la perspectiva de los países de Asia emergente, una amplia serie de acontecimientos en el sector bancario mundial. Para ello utilizan las estadísticas bancarias del BPI, remontándose hasta su creación en la década de 1980. El liderazgo mundial inicial de los bancos estadounidenses dio paso en los años 80 al de las entidades japonesas, que a su vez cedieron el testigo a los bancos europeos en las décadas de 1990 y 2000. Estos cambios han ido acompañados de crisis y recuperaciones (particularmente la crisis financiera asiática de 1997–98, la Gran Crisis Financiera (GCF) de 2007–09 y la crisis de la deuda soberana europea de 2010–11), y los bancos se han convertido en un canal de transmisión de las tensiones financieras entre países. El círculo se ha completado y en la actualidad los bancos japoneses vuelven a ser los mayores prestamistas a la región asiática, con un 26% de los activos, si bien las entidades chinas están acortando distancias.

Los flujos de crédito pueden analizarse también según el tipo de institución que concede los préstamos. La actividad de préstamo de los promotores inmobiliarios asiáticos se examina en **«Hipotecas, promotores y precios inmobiliarios»**, de **Michael Chui, Anamaria Illes y Christian Upper**. Los autores examinan la actividad de estos promotores, especialmente su mayor endeudamiento. Sugieren que su elevado apalancamiento, unido al endurecimiento de las condiciones financieras, podría afectar negativamente a los precios inmobiliarios. A esto se añade la escasa rentabilidad de muchos promotores, que también es motivo de preocupación. Además, algunos de ellos sufren los efectos de descalces de monedas. El creciente papel de los promotores inmobiliarios también tiene consecuencias para la eficacia de las medidas macroprudenciales. Al contrario que en el sector bancario, a las autoridades a menudo les resulta complicado establecer límites de riesgo para el préstamo, por ejemplo aplicando niveles máximos para las relaciones préstamo-valor de los prestatarios.

El mayor peso de los inversores pasivos en los mercados financieros se examina en **«Consecuencias de la inversión pasiva para los mercados de valores»** de **Vladyslav Sushko y Grant Turner**. La inversión pasiva (invertir en activos que replican la rentabilidad de un índice) ha crecido a gran velocidad. En la actualidad, los fondos pasivos suman el 20% de los activos de fondos de inversión y el 43% de los activos de fondos de renta variable estadounidense. El 40% de los activos de fondos pasivos está en manos de fondos cotizados (ETF). Los fondos que replican un índice de forma implícita no están incluidos. Una de las causas de este crecimiento ha sido la exigua rentabilidad ofrecida por los fondos de gestión activa. La inversión pasiva podría afectar al funcionamiento del mercado incrementando la correlación entre rentabilidades y reduciendo el análisis fundamental. Hay quienes sostienen que los fondos pasivos podrían agravar las oscilaciones del mercado, al comprar o vender



automáticamente en respuesta a entradas y salidas de inversores. Sin embargo, analizando anteriores episodios de tensión, los autores concluyen que los flujos de los fondos de inversión pasivos fueron relativamente más estables que los de los activos, mientras que la mayor volatilidad correspondió a los flujos de los ETF.

El artículo **«El ABC de las relaciones precio-valor contable de los bancos»**, de **Bilyana Bogdanova, Ingo Fender y Előd Takáts**, analiza los determinantes de las cotizaciones de los bancos con respecto a las partidas tradicionales de su balance. En los últimos años, las relaciones precio-valor contable de muchos bancos han sido bajas, a pesar del incremento de sus ingresos y márgenes de intermediación. Los autores desarrollan un modelo de valoración que incorpora indicadores tradicionales (calidad de activos, beneficios esperados, coste del capital), la posible contribución de los activos intangibles (por ejemplo, la solidez de las relaciones con los prestatarios y los depositantes) y otros factores, como el tamaño y el apalancamiento. Curiosamente, las mismas variables determinan la relación precio-valor contable antes y después de la GCF, lo que sugiere que no se han producido rupturas destacables a pesar de los cambios en la regulación financiera poscrisis. Los principales determinantes tampoco han cambiado mucho para los bancos de importancia sistémica mundial en comparación con otras entidades bancarias. Una notable excepción es el capital: antes de la crisis, un mayor capital tenía un efecto negativo débil (e insignificante) sobre los valores de mercado, mientras que desde la crisis ha tenido un impacto mayor. Parece que el mercado ha empezado a recompensar a los bancos mejor capitalizados. De esto se deduce que a los bancos perjudicados por sus bajas valoraciones les convendría «hacer los deberes» reduciendo los préstamos dudosos y los gastos no relacionados con intereses.