



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 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, 21 de septiembre de 2018.

Claudio Borio

Si hay una palabra que describe la coyuntura actual, sin duda es divergencia. Los mercados financieros estadounidenses avanzaron a toda máquina durante el periodo analizado, mientras que los emergentes hubieron de afrontar crecientes presiones. Se podría decir que, en promedio, los mercados financieros mundiales siguieron evolucionando bien, prolongando los excelentes resultados del año anterior. Sin embargo, el promedio no resulta especialmente significativo en este caso. No en vano hubo quien dijo que una persona puede tener una temperatura media normal pese a tener la cabeza en llamas y los pies congelados.

¿A qué se debió esta divergencia? Aunque parezca extraño, las razones no son difíciles de entender. Pese a la madurez de la presente fase expansiva, la economía estadounidense siguió acelerándose y sin embargo la inflación no constituyó amenaza alguna, puesto que tendió a converger hacia el objetivo. Con este trasfondo, la Reserva Federal no tuvo ningún problema para continuar normalizando su política monetaria de una forma muy predecible y gradual. Para bien o para mal, nada sacó a los mercados estadounidenses de su zona de confort. En este favorable entorno, el dólar estadounidense, que finalmente había cambiado de tendencia en febrero y se había acelerado en abril, continuó apreciándose. Inevitablemente, las economías de mercado emergentes (EME) sufrieron las consecuencias. Al fin y al cabo, como ya señalamos con anterioridad y volvemos a examinar más detenidamente en la **actual edición del [Informe Trimestral del BPI](#)**, el préstamo en dólares estadounidenses a entidades no bancarias residentes en EME se ha duplicado con creces desde la Gran Crisis Financiera (GCF), hasta alcanzar los 3,7 billones de dólares aproximadamente. Y estas cifras no incluyen el [endeudamiento en dólares a través de swaps de divisas](#), cuyo volumen podría ser fácilmente de similar magnitud. Como documenta el capítulo [Liquidez mundial: cambios en los patrones de instrumentos y monedas](#), este crecimiento se ha enmarcado en una expansión más general del crédito internacional al sector no bancario, un indicador clave de la liquidez mundial, que pasó del 33% al 38% del PIB mundial entre el primer trimestre de 2015 y el mismo periodo de 2018. Dentro de esa partida, los préstamos bancarios perdieron peso frente a los títulos de deuda, que en su mayoría están en manos de inversores no bancarios.

Un análisis más detallado permite constatar que, sorprendentemente, las condiciones financieras estadounidenses continuaron siendo muy laxas desde una perspectiva de largo plazo; de hecho, incluso se relajaron aún más. Los precios de la renta variable alcanzaron nuevos máximos históricos, impulsados sobre todo por el sector tecnológico y las recompras de acciones. La volatilidad siguió siendo baja. Las primas por plazo continuaron muy comprimidas. En particular, pese a ampliarse ligeramente, los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa se situaron en niveles inusualmente bajos, que en el caso de la alta rentabilidad incluso se aproximaron a los del periodo inmediatamente anterior a la GCF. Como se analiza en el [Recuadro A](#) del capítulo «Las divergencias se amplían en los mercados» del *Informe Trimestral del BPI*, y tal como cabía esperar dados los reducidos diferenciales, el



mercado de préstamos apalancados se puso al rojo vivo. Los volúmenes aumentaron notablemente, ya que los bancos soltaron lastre transfiriendo sus préstamos a los ávidos inversores. Algunos préstamos cambiaron de manos por medio de bonos de titulización de préstamos garantizados (CLO), primos hermanos de los bonos de titulización de deuda hipotecaria garantizados (CDO) de infausto recuerdo para todos los que vivimos la GCF. Las cláusulas contractuales de este tipo de instrumentos continuaron relajándose y a menudo fue necesario ajustar los precios al alza, tras las subastas preparatorias, para lograr que los títulos se vendieran en el mercado. El atractivo de los préstamos con tasas de interés variables resultó irresistible, en buena medida porque los inversores esperaban nuevas subidas de los rendimientos de los bonos y temían posibles pérdidas de capital —unas expectativas a las que sin duda contribuyó el considerable estímulo fiscal que se proporcionó a la economía estadounidense en una fase tan tardía de la fase expansiva—. La búsqueda de rentabilidad continuó inalterada. El único indicio de recelos o dudas de los inversores fue el precio relativamente alto y al alza de los seguros frente a una caída del mercado de renta variable.

Por preocupante que sea la coyuntura descrita, el protagonismo se lo llevaron las EME. Los primeros temblores, que comenzaron a sentirse cuando el dólar estadounidense inició su ascenso a principios del año, se convirtieron en bruscas sacudidas. Argentina y Turquía, dos países debilitados desde hace tiempo por vulnerabilidades internas, entraron en crisis. Otras economías, principalmente aquellas con mayores déficits por cuenta corriente, menores reservas de divisas y tasas de inflación más altas, sufrieron considerables depreciaciones de sus monedas, sobre todo en los casos en los que el contexto político era desfavorable. Tras una racha sin precedentes de 16 meses consecutivos de entradas de capital a fondos de inversión en EME, en mayo se produjo un súbito cambio de tendencia. Ya desde finales de marzo se venían acumulando pérdidas sustanciales en las valoraciones de muchas clases de activos y exposiciones en moneda extranjera de EME. En algunos aspectos, estas pérdidas superaron a las registradas durante el *taper tantrum* de 2013 y se aproximaron a las que siguieron a la depreciación del renminbi en agosto de 2015. Con todo, los diferenciales soberanos todavía no han alcanzado sus anteriores máximos ni en la deuda en moneda local ni en los bonos en dólares.

Las turbulencias en las EME reflejaron la confluencia de tres factores. Uno, ya citado, fue la combinación del endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y la apreciación del dólar. El segundo fue la escalada de tensiones comerciales. Los precios de los activos de las economías avanzadas se recuperaron rápidamente de las pérdidas sufridas tras cada mala noticia sobre el comercio internacional, pero los de las EME no tuvieron tanta suerte. El tercer factor, en cierto modo relacionado, fue la reaparición de indicios de una desaceleración de la economía china. El país asiático ha adquirido una importancia crítica para los productores de materias primas y para las EME —de hecho, para el mundo en su conjunto—. Si a esto se añaden vulnerabilidades específicas de determinados países, la situación resultante no es difícil de explicar.

Afortunadamente, las turbulencias en las EME no se extendieron a todas las regiones. El contagio siguió siendo limitado y los inversores continuaron en general actuando con discernimiento; tampoco se produjeron estampidas de las gestoras de carteras. Sin embargo, no todas las economías avanzadas salieron indemnes. Las repercusiones llegaron a afectar incluso a la zona del euro, sobre todo a su periferia más débil (véase el [Recuadro B](#) del capítulo «Las divergencias se amplían en los mercados»). Con la inestabilidad en Turquía, la intensificación de la aversión al riesgo y la retirada de los inversores globales, las cotizaciones bursátiles de los [bancos más expuestos](#) a este país sufrieron un revés. Además, algunos diferenciales soberanos se ampliaron. Italia fue el país más perjudicado: la incertidumbre política ya había sacudido a los mercados en mayo y sus bancos todavía están lastrados por préstamos dudosos. Además, el vínculo entre soberanos y bancos, tan evidente durante la crisis de la deuda de la zona del euro, se ha estrechado aún más desde entonces.



Si observamos la coyuntura con algo más de distancia, el episodio de volatilidad en el que se sumieron las EME no debería sorprendernos. Como ya se explicó en el [Informe Económico Anual del BPI](#), estos acontecimientos son síntomas de un malestar más general. La recuperación de la GCF, sumamente desequilibrada, ha sobrecargado a los bancos centrales. Las tasas de interés inusual y persistentemente bajas son una medicina muy potente que ha logrado impulsar la actividad económica, pero fue imposible evitar ciertos efectos secundarios. Las vulnerabilidades financieras que observamos ahora son, en cierta medida, uno de esos efectos. Las actuales turbulencias en los mercados son como el síndrome de abstinencia del paciente al que se le retira la medicación.

Como siempre, resulta difícil pronosticar qué va a ocurrir ahora. ¿Seguirá el paciente recuperándose, como parecía probable hasta el primer trimestre de este año, o sufrirá una recaída? Lo que sí se puede afirmar es que el proceso para lograr la plena recuperación del paciente no estará exento de dificultades. En el ámbito financiero, se observa fragilidad. Los mercados de las economías avanzadas continúan sobrevalorados y las condiciones financieras siguen siendo demasiado laxas. Sobre todo, el volumen de deuda es excesivo: en relación con el PIB, la deuda global (privada y pública) supera claramente los niveles previos a la crisis. El exceso de deuda fue una de las principales causas de la crisis, y paradójicamente ahora tenemos más —aunque, afortunadamente, los bancos han reducido su apalancamiento gracias a la reforma financiera. Dado que las tasas de interés todavía son inusualmente bajas y los balances de los bancos centrales siguen más abultados que nunca, quedan pocos remedios en el botiquín para devolver la salud al paciente o tratarlo en caso de recaída. Además, el rechazo político y social a la globalización y al multilateralismo no hace sino empeorar sus síntomas.

Las autoridades económicas y los participantes en el mercado deberían prepararse para una convalecencia larga y complicada.

Hyun Song Shin

Las criptomonedas no cumplen la función del dinero y además preocupa la posibilidad de que faciliten el fraude y la manipulación del mercado, así como el blanqueo de capitales y otras actividades ilícitas. Pero, ¿cuál debería ser la respuesta de las autoridades?

A menudo se cree que las criptomonedas operan fuera del alcance de la regulación nacional, pero los datos indican que sus precios, volúmenes de transacción y bases de clientes en todo el mundo reaccionan con fuerza a las noticias sobre posibles intervenciones de autoridades nacionales. En [«Regulación de las criptomonedas: evaluación de reacciones del mercado»](#), **Raphael Auer** y **Stijn Claessens** examinan la evidencia.

Los autores clasifican las noticias sobre posibles intervenciones en varias categorías. Las noticias sobre intervenciones que afectan a la naturaleza jurídica de las criptomonedas (desde las prohibiciones completas hasta las declaraciones abogando por su sujeción a la legislación sobre valores) son las que tienen un mayor efecto negativo sobre sus precios. Este efecto negativo es grande y persiste en el tiempo.

Una segunda categoría de noticias incluye las relacionadas con directrices para el tratamiento de las criptomonedas en virtud de la normativa de prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. Este tipo de noticias también ha tenido un efecto negativo significativo y duradero sobre los precios, aunque menos pronunciado que el de las noticias de la primera categoría.

En cambio, las advertencias generales sobre criptomonedas, incluidas las relativas al riesgo de pérdidas, han tenido un efecto escasamente perceptible sobre los precios. En este sentido, parece que la persuasión moral no basta por sí sola para frenar mercados especulativos.



Este estudio sugiere que, al contrario de lo que se cree, las criptomonedas no están fuera del radio de acción de las autoridades nacionales por su carácter transfronterizo, sino que son vulnerables a intervenciones eficaces de las distintas jurisdicciones. Es posible que estos resultados reflejen la forma en que las criptomonedas se aprovechan del sistema financiero convencional y especialmente su interrelación con el sistema bancario de pagos. Sin duda, una respuesta de política coordinada a escala mundial sería más eficaz, pero la ausencia de esa coordinación no tiene por qué ser un impedimento para una intervención eficaz. Las autoridades nacionales están en condiciones de actuar si así lo deciden.

En «[Mercados de financiación *fintech* en todo el mundo: tamaño, determinantes y cuestiones de política](#)», **Stijn Claessens, Jon Frost, Grant Turner y Feng Zhu** hacen un repaso de la evolución del préstamo no bancario intermediado a través de plataformas de tecnofinanzas (*fintech*) en Internet. Este tipo de «financiación *fintech*» ha experimentado un rápido auge, sobre todo en China, Estados Unidos y el Reino Unido (que son, en ese orden, los tres países con más crédito *fintech*), aunque el mercado chino se ha desacelerado claramente durante el último año aproximadamente.

Las plataformas y los modelos de negocio no son iguales, pero el funcionamiento de la mayoría se basa en el análisis de la calidad crediticia de los prestatarios y su emparejamiento con inversores —los prestamistas—. El tamaño del mercado de financiación *fintech* de una economía mantiene una correlación positiva con su nivel de renta y negativa con la competitividad de su industria bancaria y el grado de exigencia de su regulación financiera. La relación negativa con la rigurosidad regulatoria puede reflejar elementos comunes en la exigencia de la regulación a la que están sujetos tanto los bancos como las empresas *fintech*. En cambio, no respalda el frecuente argumento de que la proliferación de empresas *fintech* se debe al endurecimiento de la regulación bancaria.

El crecimiento de la financiación *fintech* podría reportar beneficios, al contribuir a la inclusión financiera. Sin embargo, también plantea riesgos relacionados con el deterioro de las condiciones de préstamo y la mayor prociclicidad del crédito, como han puesto de manifiesto recientes fallos operativos y problemas de conducta en algunas jurisdicciones. Puesto que la financiación *fintech* no se ha puesto a prueba durante un ciclo económico completo, es preciso profundizar en nuestros conocimientos sobre ella, incluyendo cuál es la mejor forma de afrontar los retos que plantea a los reguladores en su misión de garantizar la adecuada protección de consumidores e inversores y la estabilidad financiera en general.

En «[El auge de las empresas zombi: causas y consecuencias](#)», **Ryan Banerjee y Boris Hofmann** analizan la prevalencia de empresas no rentables que, aun así, se las arreglan para sobrevivir, así como las causas y consecuencias de este fenómeno. El término «zombi» se ha puesto de moda para referirse a este tipo de empresas, pero los autores afinan la definición para centrar la cuestión con mayor precisión. Examinan empresas cuyos pagos de intereses superan sus beneficios y cuyas cotizaciones se sitúan además por debajo de la mediana del sector, según el cociente entre el valor de mercado de los activos y su valor en libros (*q* de Tobin).

De las 32 000 empresas de 14 economías avanzadas de su muestra, aproximadamente el 6% podían clasificarse como empresas zombi según esta definición, en datos de 2016. Los autores encuentran que la prevalencia de empresas zombi ha aumentado escalonadamente desde finales de la década de 1980, puesto que su número se incrementaba en las recesiones, pero no llegaba a caer hasta el nivel previo en las fases de recuperación. Entre las posibles explicaciones, los autores identifican el importante papel de la reducción de la presión financiera de los pagos de la deuda, consecuencia a su vez de periodos más prolongados con tasas de interés más bajas. También muestran que una mayor prevalencia de empresas zombi se asocia con una menor productividad empresarial global.

En «[Primas por plazo: modelos y algunos hechos estilizados](#)», **Benjamin Cohen, Peter Hördahl y Dora Xia** ofrecen un repaso de los denominados «modelos de la estructura



temporal» del mercado de renta fija, concebidos para distinguir los componentes de expectativas y de prima por plazo de los rendimientos de los bonos. Aplicados a los rendimientos de la deuda pública a 10 años de Estados Unidos y de la zona del euro en los últimos años, los modelos producen estimaciones distintas de los niveles de las primas por plazo, pero en general coinciden en las tendencias y dinámicas. Las primas por plazo estadounidenses han caído desde la GCF, lo que posiblemente refleje la menor incertidumbre de las tasas a corto plazo (gracias a la orientación de expectativas y al límite inferior cero) y los programas de compras de activos de los bancos centrales.

Un aspecto interesante es que el ascenso de los rendimientos estadounidenses desde finales de 2016 parece haberse debido fundamentalmente a las tasas reales esperadas y no a variaciones de las primas por plazo o de la inflación esperada. Las primas de riesgo reales incluso han caído algo en 2016–18. Los rendimientos de la zona del euro también han bajado desde la GCF, posiblemente por motivos similares.