

## EL DÉFICIT DE ACTIVOS SEGUROS Y LA TRAMPA DE LA SEGURIDAD

*Ensayos y Notas 12/2020*

**José M. Domínguez Martínez**

Director del proyecto de educación financiera *Edufnet*

---

### Resumen

En esta nota se repasa el concepto de “activos seguros”, así como la noción de “trampa de la seguridad”, ligada al déficit de los referidos activos. La existencia de dicho déficit puede ser un factor explicativo de la insuficiencia de las inversiones en capital y de las reducidas tasas de crecimiento económico. La expansión de la deuda pública para hacer frente a las consecuencias económicas de la pandemia del coronavirus propicia que se atenúe el déficit de activos seguros.

**Palabras clave:** Activos seguros; Trampa de la seguridad.

**Códigos JEL:** G12; H63.

---

El listado de trampas en el ámbito económico es tal (de la liquidez, de la pobreza, del desarrollo, de la renta media, del estancamiento, de las expectativas, de la deuda, de la frugalidad, entre otras) que haría falta incorporar a acreditados especialistas en su detección y desactivación para poder ir sorteándolas. Ante un paisaje plagado de celadas, el economista ha de convertirse en un avezado explorador si pretende desarrollar su trabajo sin demasiados sobresaltos.

Un nuevo componente ha venido a añadirse, a lo largo de los últimos años, a ese nutrido elenco, la denominada trampa de la seguridad. Como señala G. Davies<sup>1</sup>, la falta de activos seguros ha sido una de las consecuencias a largo plazo de la crisis financiera de 2008, que ha sido identificada como una importante razón de la reducida inversión en capital y de la baja tasa de crecimiento en la economía mundial durante los últimos años<sup>2</sup>. En cualquier caso, no puede olvidarse que, como ha destacado el FMI, “*la crisis financiera global estuvo precedida por una considerable sobrevaloración, y de ahí por unos precios inadecuados, de la seguridad. En retrospectiva, altas calificaciones crediticias se aplicaron demasiado a menudo... y no diferenciaron suficientemente entre activos con diferentes calidades subyacentes*”<sup>3</sup>.

Se entiende por activo seguro -si es que esto puede predicarse de algo, salvo de las dos conocidas certezas franklinianas- aquel instrumento financiero que se percibe sin riesgo de impago,

---

<sup>1</sup> “The safe asset shortage after Covid-19”, *Financial Times*, 28 de junio de 2020.

<sup>2</sup> Un estudio de Barclays concluía que la oferta mundial de activos seguros se redujo del 37% del PIB mundial en 2007 al 18% en 2011. Vid. R. Caballero y E. Farhi, “On the role of safe asset shortages in secular stagnation”, VOX, CEPR Policy Portal, 11 de agosto de 2014, pág. 1. Buena parte de la caída del peso de los activos seguros fue imputable al colapso del mercado de titulizaciones hipotecarias y a la rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana de Italia y España. Vid. C. Teulings y R. Baldwin, “Introduction”, VOX, CEPR Policy Portal, 18 de agosto de 2014, pág. 6.

<sup>3</sup> Vid. “Global Financial Stability Report”, pág. 84.

incluso en las fases más difíciles del ciclo económico. Más concretamente, puede definirse como aquél que se espera preserve su valor económico ante *shocks* macroeconómicos adversos<sup>4</sup>.

La escasez de títulos considerados seguros, en un contexto de disminución de los déficits presupuestarios, está llamada a resolverse en el mercado, si la demanda es pujante, mediante un aumento de su precio y la consiguiente reducción de los rendimientos ofrecidos. Un fenómeno éste bien conocido por lo inversores demandantes de los títulos más codiciados. El problema se agrava cuando las tasas de rentabilidad están próximas a cero o incluso se han adentrado ya en terreno negativo.

Según algunos economistas, esta situación puede abocar a una “trampa de la seguridad”, considerada prima hermana de la “trampa de la liquidez”<sup>5</sup>. Dado que los tipos de interés no pueden disminuir en la práctica lo suficiente para equilibrar la oferta y la demanda de activos seguros, la renta y la riqueza nacionales se contraen a fin de eliminar el exceso de demanda de tales activos<sup>6</sup>. En este proceso, “*las primas de riesgo se ajustan para equilibrar el mercado de activos de riesgo a un menor nivel de riqueza neutral y un menor valor de los activos de riesgo. Este perverso mecanismo equilibrador es la esencia de una trampa de la liquidez*”<sup>7</sup>.

En este sentido, en los últimos años se ha producido un desfase creciente entre la tasa de rendimiento del capital productivo y el tipo de interés real seguro<sup>8</sup>.

Al margen de lo anterior, los activos seguros constituyen una piedra angular de los sistemas financieros modernos, en los que cumplen una serie de funciones muy relevantes (depósito fiable de valor, utilización como colateral en transacciones financieras, cumplimiento de requerimientos prudenciales, y aportación de una referencia para la fijación de precios). Tanto es así que, en caso de que desaparecieran, como han subrayado Gourinchas y Jeanne, “*existiría el peligro de que el propio sistema financiero llegara a desmoronarse*”<sup>9</sup>.

Uno de los efectos colaterales de la pandemia del coronavirus es el alivio de dicho déficit a raíz de la respuesta de la política económica para combatir sus efectos, que inexorablemente ha de traducirse en una sustancial elevación del saldo de la deuda pública en la mayoría de los países avanzados.

---

<sup>4</sup> Vid. R. Caballero y E. Farhi, op. cit., 11 de agosto de 2014, pág. 2. Otra interpretación de activo seguro es la de aquel “*instrumento que permite transferir la riqueza de un punto en el tiempo a otro sin ninguna pérdida nominal*”. Vid. P. Hernández de Cos, “The EMU at 20: from divergence to resilience”, Welcome address, Third Annual Research Conference of the Banco de España, 16 de septiembre de 2019, pág. 4.

<sup>5</sup> La trampa de la seguridad es un forma aguda de trampa de la liquidez, en la que el déficit de un forma específica de activos (activos seguros), a diferencia de un déficit general de activos, es la fuerza impulsora fundamental. Vid. R. Caballero y E. Farhi, “The safety trap”, ms20803manuscript, enero 2017, pág. 2.

<sup>6</sup> Vid. Davies, op. cit., y Hernández de Cos, op. cit., pág. 6. Para un mayor detalle, R. Caballero, E. Fargi, y P.-O. Gourinchas, “The safe asset shortage conundrum”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, nº 3.

<sup>7</sup> Vid. Vid. R. Caballero y E. Farhi, op. cit., 11 de agosto de 2014, pág. 4.

<sup>8</sup> Vid. R. Caballero, E. Farhi, y P.-O. Gourinchas, “The safe asset shortage, the rise or mark-ups, and the decline in the labour share”, VOX, CEPR Policy Portal, 13 de diciembre de 2017, pág. 1.

<sup>9</sup> Vid. P.-O. Gourinchas y O. Jeanne, “Global safe assets”, BIS Working Papers, nº 299, diciembre 2012, pág. 1.