



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 2016: 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, 16 de septiembre de 2016.

Claudio Borio

Durante el trimestre analizado, en los mercados sonaron algunas notas discordantes; muchas de ellas resultan familiares, otras no tanto.

Todo comenzó con la sorpresa mayúscula del 23 de junio, que pilló a los mercados con el paso cambiado: el resultado del referéndum en el Reino Unido a favor de abandonar la Unión Europea. En los días inmediatamente posteriores, las bolsas se desplomaron, la volatilidad se disparó, los diferenciales de rendimiento se ampliaron y la libra esterlina cayó hasta mínimos de 30 años. Los mercados perdieron con creces lo ganado la semana anterior, cuando daban por sentada la victoria de los defensores de la permanencia, que sin embargo no quedaba tan clara en las encuestas. Con todo, durante el periodo de turbulencias, los mercados conservaron su buen funcionamiento y la liquidez del mercado —que tanto preocupaba— aguantó el golpe, sin mostrar síntomas de disparidad («gapping»). En apenas unos días, las turbulencias se habían desvanecido tan rápido como habían llegado. A diferencia de otras grandes alteraciones («shocks») del pasado, en este caso se sabía de antemano el momento en que podría producirse, de manera que tanto los mercados como las autoridades tuvieron tiempo de sobra para prepararse. Además, los bancos centrales se apresuraron a lanzar un mensaje tranquilizador, tanto a título individual como mediante comunicados conjuntos, confirmando su disposición a prestar apoyo a los mercados, instituciones y a la economía en general si fuera necesario. Aun así, la rapidez de la recuperación sorprendió a muchos, vista la incertidumbre política y económica que había generado el resultado de la votación.

Dejado atrás el referéndum, los mercados en general reanudaron la recuperación que había comenzado tras las turbulencias mucho más intensas en los primeros compases del año. Hacia principios de septiembre, las bolsas de Estados Unidos alcanzaban nuevos máximos mientras en Europa y Japón se anotaban importantes ganancias desde sus mínimos del año, las volatilidades caían hasta sus promedios posteriores a la crisis (o incluso por debajo en el caso del importante indicador VIX) y los diferenciales de rendimiento se reducían sustancialmente. Ni los acontecimientos con riesgo político que se produjeron entonces, ni otros que se presagiaban, consiguieron detener este avance.

La demanda de activos de economías de mercados emergentes (EME) fue intensa durante este periodo, siguiendo el impulso de los meses anteriores. Los flujos de capital hacia las EME se intensificaron tras el Brexit, revalorizando su renta variable y sus monedas y estrechando sus diferenciales soberanos y de rendimiento, en algunos casos hasta niveles cercanos a los mínimos del tercer trimestre de 2014. Según las estadísticas financieras internacionales del BPI, la emisión de títulos por las EME ya había repuntado en el primer semestre del año, pese a la desaceleración de los flujos bancarios. Así pues, el subsiguiente aumento de la emisión en dólares podría haber bastado para detener o incluso revertir la (ligera) reducción del crédito total en dólares a prestatarios no bancarios de EME, cuyo volumen casi se había duplicado desde 2009. Este importante indicador de las condiciones de liquidez mundial había caído hasta 3,2 billones de dólares a finales del primer trimestre, desde el pico de 3,3 billones



alcanzado en el tercer trimestre de 2015, aun cuando el crédito en dólares a prestatarios no bancarios fuera de Estados Unidos había remontado ligeramente, hasta 9,8 billones de dólares.

Pese a este trasfondo de efervescencia generalizada, los mercados de deuda parecían presagiar debilidad económica —la primera nota discordante—. Los rendimientos de los bonos siguieron reduciéndose y las curvas de rendimiento aplanándose, la típica señal de alerta de unas perspectivas de crecimiento bajo. A esto se añadieron comentarios que auguraban un avance lento de la economía mundial durante mucho tiempo. Igualmente desalentadores fueron los argumentos sobre la necesidad de mantener permanentemente bajas las tasas de interés para contrarrestar la debilidad secular. El volumen global de deuda soberana negociada con rendimientos negativos alcanzó nuevos máximos durante el verano, muy por encima de los 10 billones de dólares, aunque recientemente se ha reducido. Aún más extraordinario resultó que los rendimientos negativos comenzaran a trasladarse a los mercados secundarios de deuda corporativa, e incluso en algunos casos también a las emisiones en el mercado primario. Las tasas de interés también fueron [históricamente bajas con relación al crecimiento](#), que suele utilizarse como referente para valorar su nivel.

Al mismo tiempo, los bancos parecían afrontar complicaciones —la segunda nota discordante—. Los anuncios de beneficios oscilaron entre variopintos y decepcionantes, los precios de la renta fija bancaria anduvieron a la zaga del índice general o cayeron, y las razones precio/valor contable en general se situaron por debajo de 1. Las valoraciones de los bancos de la zona del euro y Japón se vieron especialmente presionadas, rondando el 0,4, un nivel algo inferior al de los bancos británicos y muy por debajo de los estadounidenses, que superaban el 1. La publicación en julio de los resultados de las pruebas de resistencia de los bancos en la zona del euro no sirvió de mucho, especialmente en jurisdicciones con niveles de morosidad obstinadamente elevados, de modo que los mercados prácticamente no se inmutaron. Además, desde julio, el mercado de financiación a corto plazo en dólares ha dado muestras de tensión: la principal tasa Libor ha aumentado, en parte como respuesta a la inminente regulación de los fondos de inversión estadounidenses en activos del mercado monetario que ha elevado el coste de la financiación no garantizada. Tal y como analizamos minuciosamente en nuestro [Informe Trimestral](#), el coste del endeudamiento en dólares a través del importante mercado de *swaps* de divisas ha crecido aún más para numerosas monedas, en especial el yen y el euro, endureciendo con ello las condiciones de financiación para los bancos que recurren en gran medida a este canal de financiación.

Existe, por supuesto, una explicación habitual a esta discordancia: la interacción de las decisiones de los bancos centrales con las decisiones de inversión de los participantes en los mercados. Los bancos centrales, mediante una combinación de tasas de interés oficiales cercanas a cero o incluso negativas, compras de activos a gran escala y orientación de expectativas («*forward guidance*»), han estado intentando relajar las condiciones financieras con miras a estimular la economía y, sobre todo, a elevar la inflación hasta niveles más cercanos a sus objetivos numéricos. El periodo analizado no ha sido una excepción, con la aplicación de medidas de relajación monetaria por los bancos centrales de Japón, Inglaterra y otros países, así como señales de acomodación continuada por parte de la Reserva Federal y el BCE. Por su parte, los participantes en los mercados han presionado aún más a la baja las tasas de interés, ya fuera en un intento de buscar duración para cubrir sus pasivos a largo plazo (como en el caso de los fondos de pensiones y las compañías de seguros) o para obtener rendimientos adicionales cada vez más escasos. El resultado han sido tasas de interés persistentemente muy bajas e incluso rendimientos de la deuda negativos para vencimientos muy largos.

A su vez, la perspectiva de tasas de interés más bajas durante más tiempo ha tenido un doble efecto. Por un lado, ha fomentado el conocido giro hacia la renta variable y una búsqueda de rendimientos (*search for yield*) más amplia, generando las habituales señales de «exuberancia». Por el otro, ha planteado serias dudas sobre la rentabilidad de las entidades



bancarias, dado que las tasas de interés tan bajas y las curvas de rendimiento planas suelen [erosionar sus márgenes de intermediación](#) y reducir el coste de mantenimiento de préstamos improductivos, retrasando con ello el necesario saneamiento de sus balances.

La reciente recuperación ha despertado sentimientos encontrados: más garrote que zanahoria, más empuje que tirón, más frustración que alegría. Esto explica la persistente pregunta acerca de si los precios del mercado reflejan plenamente los riesgos futuros. En los últimos días, parece haberse intensificado las dudas sobre las valoraciones, que solo el tiempo resolverá.

Los acontecimientos en el periodo analizado han ilustrado una vez más hasta qué punto los mercados se han vuelto dependientes de los bancos centrales. Su sensibilidad ante cada decisión y declaración de los bancos centrales quedó de manifiesto el viernes pasado, cuando los mercados se desplomaron y los rendimientos de la deuda repuntaron tras las declaraciones que matizaban las perspectivas de la futura senda de las políticas en las principales jurisdicciones. Cada vez resulta más evidente que los bancos centrales han estado sobrecargados durante demasiado tiempo. Como argumentamos detalladamente en nuestro último [Informe Anual](#), es fundamental conseguir una combinación de políticas más equilibrada para guiar la economía mundial hacia una expansión más robusta, equilibrada y sostenida.

Hyun Song Shin

Ante la reciente evolución de los mercados financieros, no es de extrañar que los artículos monográficos de esta edición se centren en aspectos diversos de los flujos de financieros mundiales y de los mercados de capitales, tanto de títulos de deuda como divisas o banca internacional.

En los últimos días, se ha quebrantado la calma de los mercados financieros que caracterizó gran parte del verano, cuando los indicadores de las bolsas mostraban un incesante apetito por el riesgo —e incluso exuberancia— por parte de los participantes en los mercados. Los precios se mantuvieron en máximos históricos, mientras la volatilidad se acercaba a mínimos récord.

Junto a estos indicios de confianza de los inversores surgían anomalías habitualmente asociadas a tensiones en los mercados financieros.

Una de ellas es el incumplimiento de la paridad cubierta de tasas de interés, una de las leyes más asentadas de las finanzas internacionales, que establece que la tasa de interés implícita en los mercados de divisas ha de coincidir con la tasa de interés de los mercados monetarios. Esta ley comenzó a incumplirse durante la Gran Crisis Financiera de 2007–09. Desde mediados de 2014, la brecha entre estas dos medidas del coste de financiación se ha ampliado más para el dólar estadounidense, hasta el punto que los operadores que se endeudan en dólares en los mercados de divisas a cambio de yenes o euros pagan más por endeudarse en dólares que en los mercados monetarios.

La falta de paridad cubierta de tasas de interés suscita tres preguntas:

1. ¿Por qué se ha abierto esta brecha y se ha ampliado en los últimos meses?
2. ¿Por qué no desaparece la brecha a través del tradicional arbitraje, por el que uno se endeuda a una tasa de interés baja y presta a una más alta?
3. ¿Debe preocuparnos el incumplimiento de esta ley consagrada?

En cuanto al porqué ha surgido esta brecha, Borio, McCauley, McGuire y Sushko sugieren en un artículo monográfico que la divergencia de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas ha desempeñado un papel fundamental en este sentido. Los bancos, fondos de pensiones y compañías de seguros de vida de esas economías con tasas bajas o negativas han buscado rentabilidad comprando activos en dólares. Esta búsqueda de



rentabilidad ha adoptado la forma de una «huida desde cero», al haber comprimido estas instituciones los rendimientos del dólar estadounidense mientras que, en sus intentos por tomar cobertura ante el riesgo cambiario resultante, han ampliado más el diferencial básico (o margen).

Quizá más desconcertante aún sea por qué no se ha cerrado este diferencial como es habitual, mediante arbitraje. El hecho de que no haya ocurrido sugiere que los bancos y otros intermediarios financieros no disponen de suficiente capital para realizar estas operaciones, o al menos están poniendo un precio muy alto al uso de sus balances que hace que estas operaciones no sean rentables a esos diferenciales. Dado que los *hedge funds* y otras entidades no reguladas también dependen de bancos intermediarios para realizar sus operaciones apalancadas, el sector bancario sigue acaparando la atención.

Actualmente, las bajas tasas de interés suponen un reto para los modelos de negocios de los bancos, aunque muchos de ellos están bien capitalizados, con niveles de capital que superan con holgura los requerimientos mínimos. El hecho de que persista la brecha pese a que los bancos estén bien capitalizados apunta a que la regulación de por sí no explica por qué los bancos no entran en este tipo de operaciones. En cambio, la desviación de la paridad cubierta de tasas de interés sugiere que los bancos están poniendo un precio interno alto a la utilización de sus balances a la hora de decidir sobre la asignación de su capital, quizá debido a una visión menos optimista de las perspectivas de negocio en un entorno de bajas tasas de interés, así como a una mayor apreciación de los riesgos potenciales.

Esto nos lleva a la tercera pregunta: ¿es esto motivo de preocupación? El artículo no aborda directamente esta cuestión, pero da pie a una serie de reflexiones. La persistente desviación con respecto a la paridad cubierta de tasas de interés puede no ser preocupante de por sí para las autoridades económicas, pero deben tenerla en cuenta al valorar el funcionamiento del sector bancario. Si los bancos están poniendo un precio tan alto a la capacidad de sus balances en un entorno financiero principalmente tranquilo, ¿qué ocurrirá cuando repunte la volatilidad? Si reaccionan a repuntes de volatilidad reduciendo su actividad de intermediación, como ocurrió durante la crisis de 2007–09, el sector bancario puede amplificar las perturbaciones en lugar de absorberlas. Por ello, es importante seguir de cerca este punto — hasta ahora más bien «esotérico»— de los mercados de divisas.

Quisiera abordar ahora otros temas del *Informe Trimestral*. Aprovechamos la ocasión para ampliar la oferta de datos en cinco áreas clave y publicamos además una guía. Las cinco áreas nuevas son:

- En las estadísticas bancarias, publicamos desgloses más detallados por contraparte en las estadísticas bancarias territoriales (posiciones transfronterizas en 29 países, frente a contrapartes en 200 países).
- Series temporales sobre la brecha crédito/PIB (43 países, desde 1961).
- Indicadores de precios de inmuebles comerciales (25 series para 10 jurisdicciones).
- Series temporales históricas sobre precios de consumo (60 países, para una media de 55 años o en ocasiones más de 100).
- Datos diarios sobre tipos de cambio efectivos nominales (61 países).

Ya he comentado el artículo monográfico de Borio, McCauley, McGuire y Sushko sobre el incumplimiento de paridad cubierta de tasas de interés. Quisiera hablar ahora de los otros artículos de este *Informe Trimestral*.

El artículo monográfico sobre los mercados de deuda en el extranjero, de Serena y Moreno, se centra en la emisión de títulos de deuda por empresas de mercados emergentes. Los autores arrojan luz sobre los motivos de la emisión en el extranjero. Las empresas de mercados emergentes pueden superar los obstáculos de sus mercados nacionales



subdesarrollados emitiendo deuda en el extranjero, y las condiciones de liquidez mundial en los últimos años han permitido a muchas de ellas recurrir a los mercados de deuda a un coste bajo. Sin embargo, este aparente triunfo tiene también su lado oscuro. Los ingresos obtenidos por la emisión de deuda se colocan en activos financieros en el mercado nacional —una especie de *carry trade*—, lo que podría suscitar preocupaciones de estabilidad financiera si tuvieran que deshacerse estas posiciones en episodios de tensión.

El artículo sobre la intervención en los mercados de divisas de economías de mercado emergentes (EME), por Domanski, Kohlscheen y Moreno, se centra en cómo se han adaptado los bancos centrales de las EME a las nuevas realidades. Estas intervenciones a veces se interpretan como intentos por mantener depreciado el valor de la moneda con el fin de obtener una ventaja competitiva, pero los autores encuentran que la acumulación de divisas para afrontar perturbaciones financieras se ha convertido en un motivo mucho más importante para intervenir en los mercados de divisas. El nuevo enfoque tiene también implicaciones para las herramientas que se utilizan, que no se han limitado a compras al contado, sino también a plazo, opciones y *swaps*. El rol evolutivo de los bancos centrales refleja, en parte, el aumento de la emisión por prestatarios privados de las EME (como describen Serena y Moreno en su artículo), creando obligaciones y exposiciones que los bancos centrales tendrán que afrontar cuando se inviertan los flujos de capital.

El artículo sobre el préstamo bancario transfronterizo denominado en euros, de Avdjiev, Subelyte y Takáts, examina el impacto del programa de compras de activos del BCE sobre el préstamo transfronterizo en euros. Los autores encuentran que el préstamo en euros ha aumentado entre países que ya contaban con una mayor proporción de préstamo transfronterizo en euros, independientemente de si eran miembros de la zona del euro o no. También muestran el patrón indicativo de una moneda internacional cuando su depreciación se asocia a un mayor préstamo transfronterizo en dicha moneda. El euro se ha ido convirtiendo en una moneda de financiación internacional, como lo hizo el dólar hace muchas décadas.