



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 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, viernes, 09 de diciembre de 2016

Claudio Borio

Tenía pinta de ser un trimestre tranquilo, con visos de terminar como había empezado. Pero una vez más, la calma se vio truncada por un acontecimiento político que parecía presagiar un cambio de paradigma en los mercados. Tan importante es conocer «*qué*» sucedió en los mercados como «*por qué*». Y también «*qué pasará ahora*», sin olvidar su impacto potencial de largo alcance, que aún se desconoce.

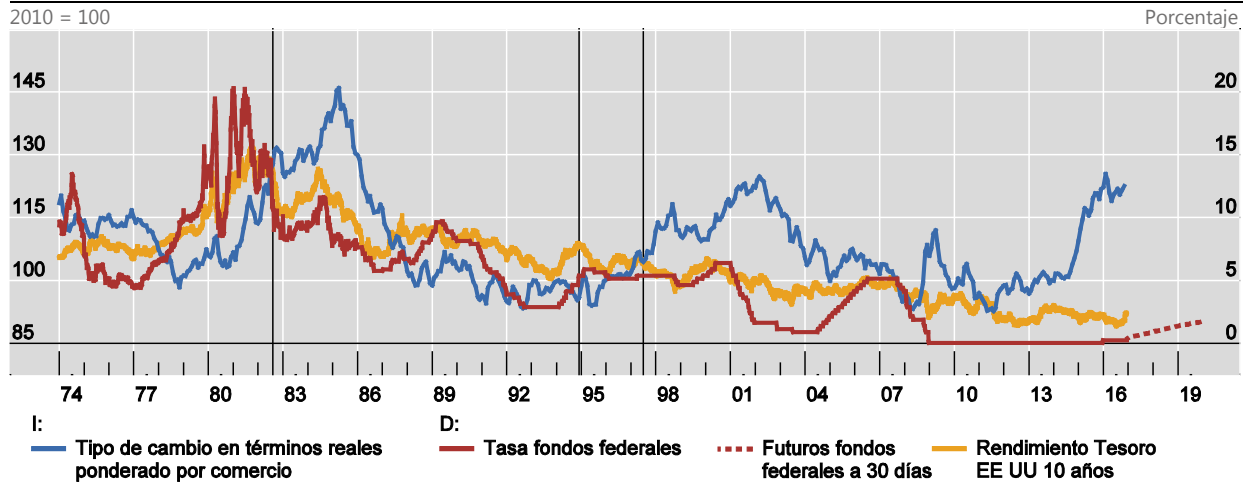
Comenzaré con el «*qué*». Una vez más, fue un resultado electoral inesperado lo que desencadenó los acontecimientos, y de nuevo pilló a los mercados con el paso cambiado. Parafraseando a Oscar Wilde: equivocarse una vez puede atribuirse a la mala suerte, pero hacerlo dos parece más bien despreocupación. Al igual que sucediera con el referéndum sobre el Brexit, los mercados apostaron todo a un carta en las elecciones presidenciales de Estados Unidos del 8 de noviembre, y tuvieron que enjugar pérdidas más tarde cuando los acontecimientos tomaron un curso muy distinto al que habían anticipado.

En un primer momento, los mercados evolucionaron como vinieron haciéndolo durante la campaña electoral según crecían o menguaban las posibilidades de victoria de cada candidato. En cuestión de horas, los futuros sobre el S&P cayeron un 6%, los rendimientos del Tesoro perdieron casi 20 puntos básicos, el dólar se depreció un 2% (cesta USDX) y el oro se encareció un 5%.

Pero entonces se mudaron las tornas y la sorpresa deparó otra sorpresa. Para que los mercados dieran un giro total, bastó un discurso conciliador del presidente electo, la anticipación de mayores déficits públicos asociados a recortes de impuestos y gasto en infraestructuras, y la perspectiva de una menor regulación. La magnitud del cambio fue notable. A finales de noviembre, las bolsas estadounidenses marcaban nuevos máximos; los rendimientos del Tesoro se habían ampliado unos 50 puntos básicos, acelerando su aumento gradual desde su mínimo de comienzos de julio; y —no menos importante— el tipo de cambio efectivo real del dólar ganó un 4%, situándose en máximos de 14 años (véase el gráfico). En sintonía, el oro retrocedió un 8%.



Política monetaria, rendimientos de la deuda y dólar de Estados Unidos



Las líneas verticales continuas indican la crisis de la deuda de América Latina (1982), la crisis Tequila (1994) y la crisis financiera asiática (1997).

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales; BPI.

Naturalmente, los acontecimientos en los mercados financieros más amplios y líquidos del mundo, que albergan la principal moneda internacional, repercutieron en los demás de manera significativa. Los rendimientos de los títulos de deuda soberanos aumentaron en otras jurisdicciones y, dentro de la zona del euro, los diferenciales se ampliaron. Las economías de mercado emergentes (EME) resultaron especialmente castigadas, de maneras similar a lo ocurrido durante el *taper tantrum* en 2013. De hecho, las depreciaciones monetarias y las salidas de capitales de algunos fondos especializados en activos de renta fija y variable de EME resultaron aún mayores que en dicha ocasión, aunque los mercados de acciones y de deuda reaccionaron con mucho mayor comedimiento. La economía de México fue la más perjudicada, al ser el país más expuesto al riesgo de proteccionismo comercial y restricciones a la inmigración por parte de Estados Unidos.

Durante todo ese tiempo, los mercados operaron sin contratiempos pese a los virajes de las cotizaciones, de forma similar a lo que sucediera con ocasión del Brexit. Esto pone en perspectiva otro evento que ya había quebrado la calma del mercado durante el trimestre: el desplome súbito (*flash crash*) de la libra esterlina el 7 de octubre, cuando en cuestión de segundos, la moneda perdió nada menos que un 9% frente al dólar en mercados asiáticos poco profundos, para recuperar después gran parte de lo perdido. Aun así, como sucediera en episodios anteriores de movimientos del mercado extraordinariamente intensos pero breves, sus efectos quedaron muy contenidos. Aunque aún no se comprende en su totalidad el origen exacto de estos movimientos de precios tan inusuales, sin duda las estrategias de negociación electrónica ultrarrápida de grandes volúmenes tiene bastante que ver (de hecho, cabe preguntarse legítimamente cuál es el valor económico de estas estrategias). Pero mientras estos movimientos sigan estando confinados y no amenacen el funcionamiento del mercado o la solvencia de las instituciones financieras, no son motivo de gran preocupación: quizás debamos acostumbrarnos a ellos. En general, la resiliencia de los mercados rinde tributo a las iniciativas y medidas adoptadas en los últimos tiempos para reforzar el capital y la liquidez de las instituciones financieras y para promover una valoración más adecuada del riesgo de liquidez: unas entidades más sólidas hacen posible una liquidez del mercado más robusta.

Hasta aquí el «*qué*»; hablemos ahora del «*porqué*» Los acontecimientos de este trimestre destacan por un motivo: esta vez, los bancos centrales se mantuvieron al margen. Sin duda, los mercados financieros tuvieron que conjeturar cómo responderían los bancos centrales a



los sorprendentes acontecimientos: lo hicieron afianzando las expectativas de que la Reserva Federal elevaría su tasa de interés en diciembre, seguido de nuevas alzas aunque graduales en comparación con el pasado. De ahí el ajuste al alza en la trayectoria esperada de las tasas de corto plazo implícitas en la curva de rendimientos y la rápida convergencia entre lo que esperan los mercados y lo que proyecta la Fed. Pero no fueron declaraciones de bancos centrales ni decisiones de política lo que, en último término, determinó la evolución del mercado. Es como si por una vez, los participantes del mercado hubieran tomado la iniciativa para anticipar e interpretar los acontecimientos futuros, sin depender de cada palabra y cada actuación de los bancos centrales. En sí mismo, esto resulta saludable.

Lo cual nos lleva al «¿qué pasará ahora?» La cuestión que se plantea ahora es si nos hallamos ante una sobre-reacción del mercado o ante un cambio de paradigma. Por el momento es difícil decidir, ya que aún persisten demasiadas incógnitas. Lo sorprendente es que bastara un solo evento político para aparentemente disipar de golpe la creencia en el mercado de un futuro caracterizado por la persistencia de tasas de interés ultra-bajas, escaso crecimiento en términos históricos y presiones desinflacionarias. Podríamos estar ante el tan anhelado inicio del necesario proceso de normalización de las condiciones extraordinarias que han seguido a la crisis. Pero todavía no hay nada definitivo y se impone prudencia. Y no se equivoquen: los rendimientos de los bonos continúan en niveles inusitadamente bajos desde una perspectiva de largo plazo (véase el gráfico).

Entretanto, pueden identificarse posibles implicaciones, en caso de que persista y se intensifique el giro hacia tasas de interés más altas, una curva de rendimientos más pronunciada y el fortalecimiento del dólar. No va a ser un camino de rosas, teniendo en cuenta el punto del que partimos. Los bancos y el sector financiero se beneficiarían en general de tasas de interés más alta y una mayor pendiente de la curva de rendimientos, pero en el corto plazo registrarían minusvalías. Esto impulsaría el sector bancario de numerosas economías avanzadas, que aún [lidia por superar el escepticismo del mercado](#), obtener beneficios sostenibles y dejar atrás la crisis de una vez por todas. El despegue bursátil de las acciones bancarias estadounidenses es señal elocuente de unas perspectivas más brillantes, aunque también refleje expectativas de una mayor laxitud en la regulación sectorial. Al mismo tiempo, las instituciones financieras no estadounidenses más dependientes de la financiación en dólares podrían tener que realizar ajustes, y es probable que las EME se vean de nuevo sometidas a presión. Especialmente vulnerables serían aquellas EME donde los desequilibrios financieros internos acumulados durante los prolongados auges financieros anteriores coincidan con una mayor carga de la deuda en moneda extranjera por efecto de la apreciación del dólar y de tasas de interés más altas. Nada de esto sucederá de la noche a la mañana, pues los acontecimientos se desarrollan con lentitud y a ritmo desigual. Tampoco se conoce a ciencia cierta la intensidad de las tensiones. Habrá que estar muy atentos a todo esto. Hyun abundará ahora en este punto.

De cara al futuro, lo más preocupante podrían ser las señales de riesgo de un mayor proteccionismo. Estas señales han ido a más en los últimos años y los acontecimientos políticos recientes han ensombrecido bastante el panorama. No habría ganadores, sólo perdedores; y un menor crecimiento mundial, posiblemente con mayor inflación, no beneficiarían a nadie.

Hyun Song Shin

Las economías de mercado emergentes (EME) han afrontado retos derivados del fortalecimiento del dólar, el aumento de los rendimientos de los títulos de deuda de economías avanzadas (EA) y las salidas de capitales de fondos de inversión. Como ha mencionado Claudio en su intervención, el impacto hasta ahora ha sido mucho menor que durante el episodio de *taper tantrum* de 2013, pero ahora nos encontramos en una fase más avanzada del ciclo de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos. Además, en los



próximos meses, podría ser más difícil mantener a raya la volatilidad mediante unas condiciones monetarias más acomodaticias en otras economías avanzadas.

¿Qué implicaciones tiene todo esto para la estabilidad financiera y la economía real en las EME?

Un aspecto positivo es el giro desde el endeudamiento bancario a corto plazo hacia la emisión de títulos de deuda a más largo plazo por prestatarios de EME. Aunque en 2017 vencen títulos de deuda internacionales denominados en dólares emitidos por empresas de EME por valor de 120 000 millones de dólares, el largo vencimiento de la mayoría de estos instrumentos hace que esto solo suponga el 10% del total en circulación. En este sentido, estos prestatarios pueden ser menos vulnerables frente a un «parón súbito» de la financiación en caso de ser incapaces de renovar la deuda que vence. Dicho esto, precisamente debido a estos vencimientos más largos, los precios de los títulos de deuda se han vuelto más sensibles a las oscilaciones de los rendimientos, exponiendo así en mayor medida a los prestatarios al riesgo de mercado. En argot económico, los inversores se enfrenta a un mayor «riesgo de duración». Si los inversores reaccionan ante el aumento de los rendimientos vendiendo sus posiciones y saliendo del mercado, podrían amplificarse las alteraciones del mercado.

En general, lo que ocurre en los mercados financieros no siempre se queda en ellos. Las perturbaciones financieras pueden impactar en la economía real. Incluso si un país tiene cuantiosas reservas de divisas, sus empresas pueden encontrarse faltas de recursos financieros y pueden reducir su inversión y actividad, ralentizando de este modo la contratación y el crecimiento del PIB. Esto, a su vez, mina la idea habitual de un crecimiento más rápido en las EME, impulsando la salida de inversores y cerrando así el círculo vicioso. Por lo tanto, incluso bancos centrales con abultadas reservas de divisas pueden tener dificultades para evitar la desaceleración de la economía real conforme se endurezcan las condiciones financieras mundiales.

¿En qué medida la depreciación monetaria proporciona cierto margen de maniobra? Esta es precisamente la cuestión que abordan **Jonathan Kearns y Nikhil Patel** en su artículo monográfico. El argumento tradicional es que la depreciación de la moneda local tiene un efecto expansivo —permaneciendo constantes el resto de factores— al asociarse a un incremento de las exportaciones netas y del producto. Este mecanismo se conoce como el canal comercial de los tipos de cambio. Ahora bien, los tipos de cambio también pueden operar en la economía a través del canal financiero, si la deuda en moneda extranjera genera vulnerabilidad para el crecimiento lento a raíz de la depreciación monetaria.

La intensidad del canal financiero depende de la sensibilidad de los balances domésticos frente al tipo de cambio, mientras que para el canal comercial depende de la reacción del comercio frente a los tipos de cambio.

Los autores encuentran que el canal financiero contrarresta con creces el canal comercial en el caso de las EME, pero el efecto es menor para las EA, donde domina el tradicional canal comercial. En 13 de las 22 EME analizadas, la suma de las elasticidades del tipo de cambio ponderado por deuda y el tipo de cambio efectivo nominal es *positiva*, lo que implica que una apreciación equivalente de ambas medidas tendría efectos *expansivos*, contradiciendo la teoría tradicional. Los canales tanto comercial como financiero son más prominentes en Asia que en América Latina, pero el canal financiero es más fuerte en el caso de EME con mayor volumen de deuda en moneda extranjera.

Más allá de estos mecanismos macroeconómicos, los aspectos estructurales de los mercados de divisas y de derivados pueden tener importantes implicaciones para el funcionamiento del mercado y para la estabilidad financiera. Estos mercados han evolucionado con rapidez en los últimos años. El resto de artículos monográficos de nuestro Informe Trimestral analizan los cambios en estos mercados a partir de nuestra última **Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre los mercados de divisas y derivados extrabursátiles**. Destacamos tres temas subyacentes.



El primero son los cambios significativos en la función y composición de los participantes en los mercados mundiales de divisas, según documentan en su artículo monográfico **Michael Moore, Andreas Schrimpf y Vlad Sushko**.

Los *hedge funds*, los usuarios finales no financieros y los bancos pequeños han reducido su presencia en el mercado. Al mismo tiempo, los bancos intermediarios han ajustado sus modelos de negocio ante su menor capacidad para soportar el riesgo de inmovilización de activos y para operar por cuenta propia. En ese proceso, algunos de los principales bancos intermediarios han consolidado sus posiciones como proveedores de liquidez, atrayendo mayores flujos de clientes, también procedentes de otros bancos.

No está del todo claro cómo la evolución de los mercados de divisas afecta la toma de riesgos, pero es un asunto de la mayor importancia. Cualquier cambio importante en las condiciones de liquidez puede tener consecuencias para el riesgo de mercado y la eficacia de las estrategias de cobertura de las empresas, gestoras de activos y otros usuarios finales de divisas.

El segundo tema subyacente es la evolución del papel que desempeñan las monedas de EME. Mientras que el volumen de negociación de divisas cayó por primera vez desde 2001, hasta 5,1 billones de dólares al día en abril de 2016, algunas monedas de EME han ganado terreno, en especial el renminbi chino. La actividad con el renminbi prácticamente se ha duplicado cada tres años en los últimos quince años, alcanzando actualmente los 200 millones de dólares al día, lo que representa el 4% del volumen de contratación mundial total.

Al mismo tiempo, la evolución de los mercados de divisas difiere significativamente entre EME. El artículo monográfico de **Robert McCauley y Chang Shu** identifica tres claros patrones de las monedas de EME a través del mercado de *non-deliverable forwards* (NDFs), contratos que permiten cubrir y especular en una moneda sin proveer o requerir liquidación en la misma.

Con un primer patrón, ilustrado por el won coreano, los NDF han ganado importancia en un contexto de régimen de política con restricciones de entrega en el extranjero. Con un segundo patrón, ejemplificado por el rublo liberalizado, los NDF han seguido desempeñando una función relativamente menor en un contexto de sanciones financieras e incertidumbre política. Con el tercer patrón, seguido únicamente por China, la moneda se ha vuelto más internacional dentro del marco general de controles de capitales. En el caso del renminbi, los contratos a plazo con entrega (DF) han ido desplazando a los NDF *offshore*.

La evolución de los mercados de derivados de EME está estrechamente relacionada con la evolución de los mercados de divisas, como ilustra el artículo monográfico de **Christian Upper y Marcos Valli**. El promedio diario de contratación de derivados sobre divisas y tasas de interés, medido en moneda local, creció un 25% entre las encuestas de 2013 y 2016, aunque con marcadas diferencias entre monedas. El mercado más grande y de mayor crecimiento es el de contratos sobre el tipo de cambio del renminbi y tasas de interés asociadas con dicha moneda, cuya actividad creció un 50% desde 2013 (55% en moneda local) hasta alcanzar 150 000 millones de dólares diarios en abril de 2016.

Aunque estas cantidades puedan parecer grandes, son relativamente modestas en comparación con el PIB de estas economías o las necesidades de cobertura, según se infiere del comercio o la inversión internacionales. En función de todas estas medidas, incluso las EME con mercados de derivados relativamente desarrollados y profundos soportan un volumen de contratación inferior al de la mayoría de EA.

Por último, el tercer tema subyacente es la política monetaria como determinante no solo de las oscilaciones de los tipos de cambio, sino también de los mercados de derivados. El mercado mundial de derivados de tasas de interés ha estado muy influenciado por la actividad de cobertura y posicionamiento frente al cambio de expectativas sobre la política monetaria en Estados Unidos, según argumentan **Torsten Ehlers y Egemen Eren** en un artículo monográfico dedicado al mercado de derivados sobre tasas de interés. Entre 2013 y 2016, el



volumen de negociación medido por los importes nominales casi se duplicó para los derivados sobre tasas de interés denominadas en dólares estadounidenses, reflejando el entorno de tasas de interés bajas y estables en Europa. Al mismo tiempo, la actividad con *swaps* sobre el dólar a más largo plazo ha permanecido contenida, reflejando la menor demanda de cobertura por las empresas estadounidenses con respaldo público (GSE). A raíz de la compra de activos por la Reserva Federal, las GSE soportan ahora menos riesgo de duración, reduciendo con ello la necesidad de cobertura dinámica. Una consecuencia positiva es que ahora es menos probable que se produzca un efecto mecánico de rebote en las tasas de interés a largo plazo.