



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 2017: teleconferencia

Declaraciones *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 3 de marzo de 2017

Claudio Borio

La política ha aumentado su influencia sobre los mercados financieros el pasado trimestre, reafirmando su supremacía sobre la economía. Cuando publicamos nuestro anterior informe trimestral en diciembre de 2016, los mercados acababan de dar un vuelco tras las elecciones presidenciales estadounidenses, dejando atrás su persistente preocupación por un futuro de estancamiento del crecimiento y tasas de inflación obstinadamente bajas. Solo se hablaba del resurgimiento de conceptos económicos como «instintos animales» y «reflación». La confianza apenas varió después, favorecida por la mejora de los datos económicos. Sin embargo, los mercados estaban a la espera de conocer más detalles sobre las medidas de política, propiciando así una evolución poco clara de los precios de los activos. Era como si, tras una comida inesperadamente copiosa, los inversores tuvieran que tomarse su tiempo para digerirla. En consecuencia, los bancos centrales volvieron a situarse en un discreto segundo plano.

En este contexto, se intensificó el descenso de las correlaciones entre clases de activos, sectores y regiones. Al hilo de la reflación, la renta variable estadounidense se disparó y los rendimientos del Tesoro continuaron siendo elevados, mientras el dólar mantenía sus ganancias de noviembre. El mercado bursátil estadounidense consiguió buenos resultados en comparación con los del resto del mundo —hasta el punto de reavivar antiguos debates sobre una posible sobrevaloración—, aunque con una clara división entre sectores ganadores y perdedores, como reflejo de las expectativas sobre las políticas de la nueva administración. La ruptura de las correlaciones contrasta llamativamente con la evolución observada durante la mayor parte del periodo posterior a la crisis, en el que las sucesivas oleadas de preferencia y aversión al riesgo no solían hacer distinciones. Esta ruptura con el pasado es otro indicio más de que la fuerte dependencia de los mercados —sobredependencia, me atrevería a decir— de las declaraciones y acciones de los bancos centrales se debilitó durante el trimestre, al menos temporalmente.

La evolución política también ensombreció la zona del euro, afectando a los precios de los activos y promoviendo la divergencia. Ante el aumento de la incertidumbre política sobre los resultados de las próximas citas electorales, se ampliaron los diferenciales de la deuda pública, en especial entre la de Francia y Alemania. Esto también centró la atención en los crecientes desequilibrios de TARGET2 en toda la zona. No obstante, como se explica en [un recuadro del primer capítulo](#) de nuestro *Informe Trimestral*, al menos hasta hace poco esta expansión de los saldos no se debía a una fuga de capitales intrarregional desde países considerados menos solventes —ya que no existe tal relación con los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS)—. Más bien se debía al efecto automático de las compras de activos a gran escala del banco central, en ausencia de ajustes compensatorios de las carteras privadas. Si las tensiones políticas se mantienen o se agudizan en el futuro, no cabe duda de que este indicador y otros barómetros de la economía serán objeto de un atento escrutinio.



Los acontecimientos políticos en las economías avanzadas han puesto en el punto de mira las vulnerabilidades que aquejan a las economías de mercado emergentes (EME), que se han visto entre la espada y la pared. Por un lado están las perspectivas de un endurecimiento de la política monetaria estadounidense (aunque sea gradual), la apreciación del dólar y el nivel de deuda en divisas de estas economías; por el otro, se encuentra la amenaza de un auge del proteccionismo. Esta sensibilidad queda patente en la evolución relativa de sus tipos de cambio, que ha estado muy ligada a sus respectivas exposiciones al comercio con Estados Unidos. No obstante, durante el periodo analizado se observó una mejora de la confianza del mercado, que propició que los tipos de cambio, los precios de la renta variable y los diferenciales de crédito de las EME continuaran recuperándose de las pérdidas de noviembre gracias a la reactivación de las entradas de capitales a los fondos de inversión en EME. Asimismo, aunque se trata de indicadores retrospectivos, los últimos indicadores de liquidez mundial señalan que, hasta el cierre de septiembre de 2016, el préstamo en dólares estadounidenses al sector no bancario de EME había reanudado su crecimiento, tras la su interrupción e indicios de retroceso a finales de 2015. Hyun volverá sobre este tema dentro de un momento.

Durante el trimestre se apreciaron tensiones específicas en los mercados financieros chinos. Como se explica en [el otro recuadro del primer capítulo](#) del Informe, una reducción de la liquidez contribuyó a una abrupta subida de los rendimientos de la deuda local, lo que vuelve a avisarnos sobre las vulnerabilidades generalizadas del pujante sector bancario paralelo del país. Además, conforme la moneda local se depreciaba por la presión de los flujos de capitales, se produjeron amplias oscilaciones del diferencial entre el renminbi continental (CNY) y el extracontinental (CNH). Estas tensiones pusieron de manifiesto la ingente tarea a la que se enfrentan las autoridades chinas para controlar el triple reto a que se enfrenta su economía: un endeudamiento históricamente alto, el persistente endeudamiento en moneda extranjera de parte del sector corporativo y la creciente internacionalización de la moneda. A diferencia de episodios similares en el pasado, las tensiones se mantuvieron bastante contenidas y no se contagiaron al resto del mundo, en buena medida porque las perspectivas a corto plazo de la economía continuaban siendo positivas.

Dichas tensiones deben recordarnos que la economía mundial sigue teniendo dificultades para encontrar un camino seguro hacia un crecimiento sostenible exento de tensiones financieras. En más de un sentido, todavía se cierne sobre nosotros la alargada sombra de la Gran Crisis Financiera (GCF). En vista de todo ello, resulta aún más importante comprender la evolución de los mercados de financiación en dólares estadounidenses, dada la [hegemonía de esta moneda](#) en el sistema monetario y financiero internacional. Como va a explicar Hyun a continuación, hasta la fecha no hay indicios de una escasez de financiación en dólares estadounidenses. No obstante, si llegaran a materializarse estas tensiones, es muy posible que la financiación en dólares estadounidenses en general, y el mercado de *swaps* de divisas en particular, vuelvan a estar bajo presión, como ha ocurrido en anteriores ocasiones. Esto confiere aún más importancia a la capacidad de activar la red de seguridad que constituyen las líneas de *swaps* entre bancos centrales —que tan útiles fueron para gestionar las tensiones de la financiación en dólares durante la GCF—.

Hyun Song Shin

Como ha mencionado Claudio, la función que desempeña el dólar en el sistema financiero mundial sigue siendo tan importante como siempre. El volumen total de la deuda denominada en dólares del sector no bancario fuera de Estados Unidos se situó en 10,5 billones de dólares al final de septiembre de 2016, 420 000 millones más que seis meses atrás. El crédito en dólares a prestatarios no bancarios de economías de mercado emergentes (EME) era de 3,6 billones de dólares, tras registrar un ligero incremento (87 000 millones) durante el mismo periodo. Estas cifras incluyen ahora las estadísticas comunicadas por China y Rusia, que se



han incorporado al grupo de países declarantes al BPI, lo que ha propiciado una revisión de las series de datos del crédito en dólares. Dicha revisión explica aproximadamente 500 000 millones de dólares de los 10,5 billones de dólares del total mundial, y cerca de 300 000 millones del total correspondiente a las EME por valor de 3,6 billones de dólares. Las series revisadas reflejan la mejora del cálculo tanto del crédito en dólares *dentro de* dichos países como del préstamo transfronterizo *procedente de* ellos.

Aunque el importe total de la deuda en dólares continúa creciendo, se han producido notables cambios estructurales en el patrón de la financiación en dicha moneda, especialmente la dirigida al sistema bancario internacional. Esta modificación estructural tiene varias causas.

Una de ellas es la incidencia que la reforma de los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) estadounidenses ha tenido en la financiación en dólares para bancos no estadounidenses. La reforma, que entró en vigor en octubre de 2016, obligó a los FIAMM «*prime*» (que invierten en deuda corporativa) a adoptar una estructura variable para su valor liquidativo, además de introducir otros cambios normativos que afectaron a los inversores. La reforma de la financiación en dólares proporcionada por FIAMM a entidades bancarias no estadounidenses ha tenido importantes consecuencias. Anteriormente, los bancos no estadounidenses obtenían en conjunto a través de FIAMM estadounidenses más de 1 billón de dólares, una cifra que se ha reducido con fuerza. Entre septiembre de 2015 y diciembre de 2016, estos bancos perdieron aproximadamente 555 000 millones de dólares de financiación de fondos *prime*. Cerca de 140 000 millones se compensaron recurriendo a la financiación de FIAMM en deuda pública por medio de *repos*, pero, en total, los bancos no estadounidenses se han visto privados de 415 000 millones de dólares de financiación como consecuencia de la reforma.

A primera vista, cabría esperar que una pérdida tan sustancial de financiación en dólares hubiera reducido la financiación total de los bancos no estadounidenses en esa moneda, pero no fue así. Se ha producido un notable viraje en la financiación, probablemente de índole estructural, hacia una mayor utilización de los depósitos denominados en dólares, que aumentaron en 537 000 millones entre septiembre de 2015 y septiembre de 2016, contrarrestando con creces la pérdida de financiación en dólares procedente de FIAMM estadounidenses.

Queda por saber si este mayor volumen de depósitos se debe íntegramente al desvío de dólares de inversores de Estados Unidos que antes mantenían su capital en FIAMM estadounidenses. Sin embargo, un análisis más detenido permite comprobar que solo un tercio del incremento de los depósitos extraterritoriales en dólares procede de entidades no bancarias estadounidenses, como empresas y hogares de ese país, mientras que el grueso del aumento tiene otra procedencia. Tales cambios estructurales ponen de manifiesto el mayor protagonismo de la financiación extraterritorial en dólares en el sistema bancario mundial.

Además, plantean varios interrogantes. ¿De dónde vienen esos depósitos en dólares? ¿Qué bancos son los que más han ampliado sus depósitos en dólares? ¿Hasta qué punto es resiliente esta nueva financiación en dólares? No podemos perder de vista todas estas preguntas.

Quisiera abordar ahora los artículos monográficos que recoge nuestro *Informe Trimestral*.

En los últimos años, las principales economías avanzadas han logrado reavivar su crecimiento económico, aunque en algunos casos (como Estados Unidos, el Reino Unido, Francia e Italia), lo han hecho en gran medida mediante una contribución relativamente elevada del consumo. **Enisse Kharroubi** y **Emanuel Kohlscheen** encuentran que el crecimiento está por debajo del promedio cuando está generado principalmente por el consumo, con una diferencia de entre 0,5 y 0,7 puntos porcentuales. Es más, el crecimiento *posterior* también es más débil en tales casos. Parece que este fenómeno tiene varias causas, pero los autores se centran en el papel que juegan el aumento del crédito y del patrimonio inmobiliario. Un periodo de



crecimiento propiciado por una expansión más rápida del crédito o un mayor patrimonio inmobiliario (dos factores que suelen ir de la mano) parece ser menos duradero que cuando no están presentes estos factores. Otra posible explicación es que cuando el crecimiento está impulsado por el endeudamiento, los hogares han de hacer frente a mayores coeficientes del servicio de la deuda, lo que lastra la demanda futura.

El artículo monográfico de **Benjamin Cohen** y **Gerald Edwards** se centra en otra dimensión del crédito: el provisionamiento. Los autores concluyen que las nuevas normas contables para las provisiones basadas en las pérdidas crediticias esperadas de los bancos contribuirán a moderar el ciclo financiero al anticipar las pérdidas futuras. Los principales organismos de normalización contable (el Consejo Internacional de Normas de Contabilidad (IASB) y el Consejo Estadounidense de Normas de Contabilidad (FASB)) han diseñado nuevas normas de provisionamiento que contemplan el riesgo de crédito desde un enfoque prospectivo. Los autores calculan que, en el caso de los bancos estadounidenses, las provisiones dotadas en 2006 bajo un supuesto hipotético se habrían incrementado del 1,3% al 2,2% de los préstamos brutos —un ascenso no exagerado, que sin embargo podría haber moderado en cierta medida el insostenible auge previo a la crisis—. Las provisiones de 2009 habrían bajado del 4,4% al 1,1% de los préstamos brutos, lo que quizás habría reducido la magnitud de la contracción del crédito que se produjo tras la crisis.

El artículo monográfico de **Morten Bech**, **Yuuki Shimizu** y **Paul Wong** expone que las EME han sido de las primeras en adoptar los sistemas de pagos minoristas «rápidos», que permiten la liquidación inmediata de los pagos de reducida cuantía entre particulares o empresas, sin necesidad de esperar varios días. Las externalidades de red son fundamentales y es probable que en los próximos años sigan estos mismos patrones otras tecnologías de pagos, como los libros de contabilidad distribuidos (DLT). La difusión de los pagos minoristas presenta características nuevas en comparación con la de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (RTGS) para pagos mayoristas, que se inició en las economías avanzadas.

El artículo monográfico de **Lawrence Kreicher**, **Robert McCauley** y **Philip Wooldridge** pone de manifiesto que los *swaps* de tasas de interés continúan ganando terreno a los futuros sobre deuda pública como referencia para la cobertura y el posicionamiento en los plazos más largos de la curva de rendimientos. Este cambio recuerda a la sustitución de las tasas de letras del Tesoro y otro tipo de deuda pública por el Libor como referencias a corto plazo que tuvo lugar en las décadas de 1980 y 1990. Además, se ha producido a pesar del escándalo del Libor, la mayor dispersión de la solvencia de los bancos y la aparición de diferenciales negativos en los *swaps* en dólares estadounidenses en los últimos meses.