

Las fluctuaciones del apetito por el riesgo pierden peso

Muchos activos se han negociado sin cambios desde nuestro anterior *Informe Trimestral* publicado a principios de diciembre, mientras los inversores aguardaban señales acerca de diversas fuentes de incertidumbre. Los mercados preveían un cambio en la combinación de políticas en Estados Unidos, con un mayor protagonismo de la política fiscal, el continuo endurecimiento gradual de la política monetaria, un impulso desregulador y una posición comercial más proteccionista. Sin embargo, aún no está clara la naturaleza exacta de este giro de políticas, ni el momento en que se produciría o sus repercusiones. En febrero, los mercados bursátiles subieron en Estados Unidos, mientras que los rendimientos de la deuda soberana de varios países de la zona del euro se vieron presionados cuando los inversores centraron su atención en la incertidumbre política en Europa.

En términos más generales, la rentabilidad de los activos se ha vuelto menos correlacionada entre clases, regiones y sectores. Las fuertes oscilaciones conjuntas que caracterizaron los mercados durante gran parte del periodo posterior a la Gran Crisis Financiera parecen haber desaparecido. Esto indicaría que, durante el periodo analizado, las oscilaciones del apetito por el riesgo entre los inversores influyeron menos en las valoraciones en general.

Las cotizaciones bursátiles se vieron ampliamente favorecidas por datos que confirmaban una mejora general de las perspectivas macroeconómicas para las economías avanzadas (EA). Las manufacturas y el empleo se fortalecieron, mientras la inflación crecía de forma generalizada, en parte como consecuencia de efectos de base favorables y del repunte de los precios de las materias primas. Las sendas de la política monetaria de las principales economías continuaron divergiendo, en consonancia con la evaluación que sus respectivos bancos centrales hacían de las circunstancias específicas de cada país. Mientras que el Comité para las Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de Estados Unidos elevaba la tasa de interés objetivo de los fondos federales otro cuarto de punto y dejaba entrever un ritmo de endurecimiento algo más rápido, el BCE y el Banco de Japón siguieron apostando por tasas de interés «más bajas durante más tiempo». Los principales mercados de renta fija y los tipos de cambio reflejaron esta divergencia.

Los precios de los activos también traslucieron las cambiantes percepciones de los retos a los que se enfrentan las economías de mercado emergentes (EME). Aunque los mercados redujeron en gran medida las reacciones negativas iniciales tras la

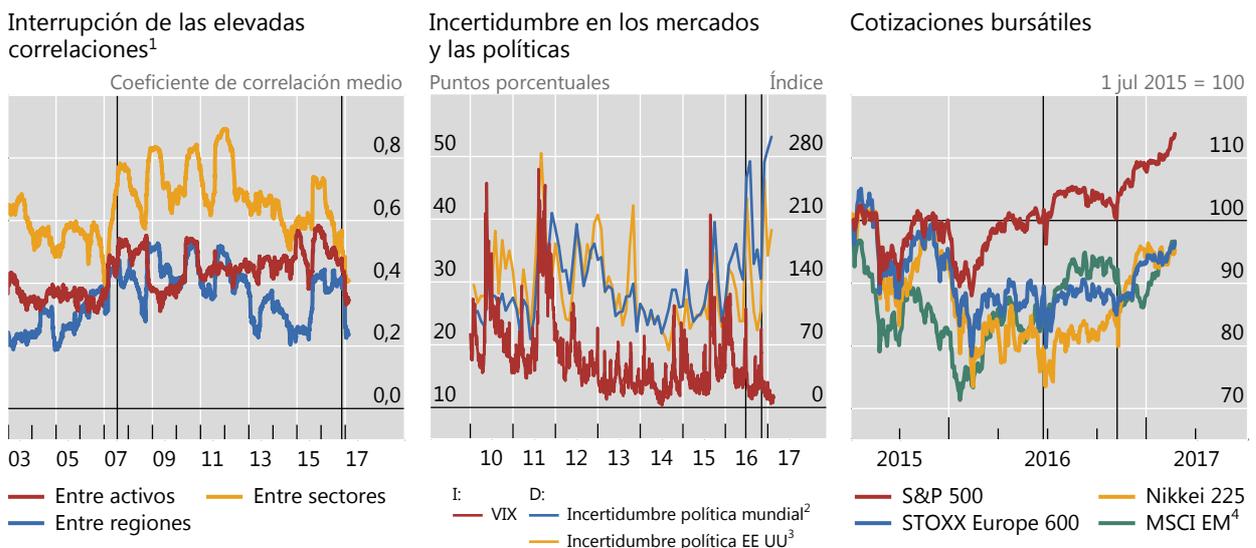
elección presidencial en Estados Unidos, las valoraciones relativas sugieren que persistía la preocupación en torno a las perspectivas económicas, comerciales y financieras de algunas economías. En particular, los mercados de divisas y de deuda en China registraron cierta volatilidad inusual a comienzos de este año, al coincidir unas condiciones de menor liquidez con un entorno financiero mundial menos acomodaticio.

La ruptura de las correlaciones

Una característica destacada de la reciente evolución del mercado es la amplia dispersión de las rentabilidades entre clases de activos, sectores económicos y regiones geográficas. Las correlaciones entre activos, que habían ido reduciéndose gradualmente desde finales de 2015, se desplomaron tras las elecciones estadounidenses (Gráfico 1, panel izquierdo)¹. Esto contrasta con gran parte del periodo posterior a la Gran Crisis Financiera, cuando las bolsas de las economías

Las correlaciones entre activos se reducen según crece la incertidumbre sobre las políticas

Gráfico 1



Las líneas verticales del panel izquierdo indican el 17 de julio de 2007 (anuncio de Bearn Stearns del cierre de dos de sus fondos de MBS) y 8 de noviembre de 2016 (elecciones presidenciales en Estados Unidos). Los paneles central y derecho indican el 23 de junio de 2016 (referéndum sobre el Brexit) y el 8 de noviembre de 2016 (elecciones presidenciales en Estados Unidos).

¹ Promedio de los coeficientes de correlación bilaterales móviles de seis meses correspondientes a las variaciones diarias en los correspondientes índices/activos incluidos en cada categoría. El signo de las correlaciones negativas está invertido. Para correlaciones «entre regiones»: principales índices bursátiles de BR, CN, GB, HK, JP, KR, MX, PL, RU, TR, US y Europa ; para correlaciones «entre sectores»: los 11 subíndices sectoriales de nivel 1 del S&P 500; para correlaciones «entre activos», índice bursátil MSCI Emerging Markets, rendimiento medio de índices bursátiles y tasas de interés sobre deuda pública a 10 años de las principales economías avanzadas (DE, GB, JP y US), diferencial EMBI, índice DXY dólar, índices de deuda corporativa de alta rentabilidad y grado de inversión para EME y EA. ² Índice de incertidumbre en la política económica mundial con ponderaciones PIB ajustadas por PPA. ³ Índice de incertidumbre sobre políticas para Estados Unidos basado en noticias. ⁴ Índice MSCI Emerging Markets, en dólares estadounidenses.

Fuentes: S. Davis, "An Index of Global Economic Policy Uncertainty", www.PolicyUncertainty.com; Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

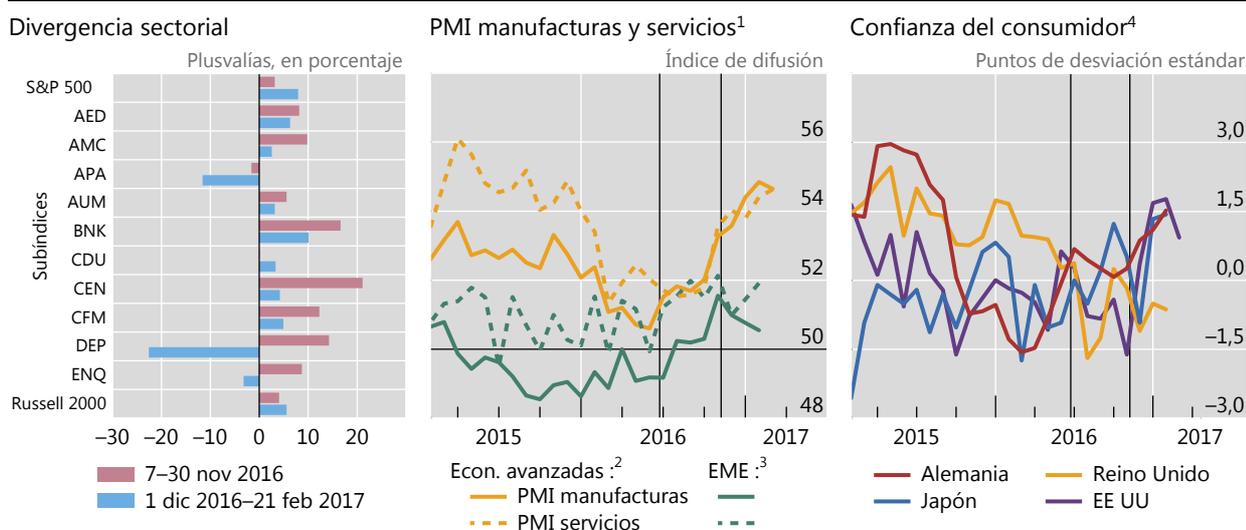
¹ Pueden observarse evoluciones similares de las correlaciones entre regiones y entre sectores.

avanzadas y en desarrollo, los diferenciales soberanos de las EME, los rendimientos a largo plazo de la EA, el dólar y los diferenciales corporativos en ambas economías parecían evolucionar en paralelo. En un entorno mundial carente de crecimiento pero con abundante liquidez, las decisiones de los bancos centrales parecían arrastrar a los inversores a sucesivas fases generalizadas de compra o venta de riesgo comunes. El reciente colapso sugiere que los factores comunes que hasta hace poco habían marcado la evolución de los rendimientos han perdido influencia sobre los mercados durante el periodo analizado².

La correlación de los rendimientos se redujo al mientras saltaba al primer plano la incertidumbre de las políticas. Había incertidumbre sobre el calendario y el alcance de una serie de cambios en las políticas estadounidenses, a pesar de que la nueva administración reiteró su compromiso de aplicar una agenda de desregulación, expansión fiscal y reducción del déficit comercial. También parecía ampliarse la gama de posibles desenlaces de las políticas en la zona del euro, en un año muy cargado electoralmente. Todo esto contribuyó a un fuerte ascenso de los indicadores de incertidumbre sobre las políticas tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo (Gráfico 1, panel central).

Recuperación de la confianza y la actividad, en un contexto de resultados sectoriales variados

Gráfico 2



AED = aeroespacial y defensa; AMC = gestión de activos y custodia bancaria; APA = prendas y complementos de vestir; AUM = manufacturas automótiles; BNK = banca; CDU = bienes de consumo duraderos y electrodomésticos; CEN = construcción e ingeniería; CFM = maquinaria de construcción y transportes pesados; DEP = grandes almacenes; ENQ = equipamiento y servicios energéticos.

Las líneas verticales de los paneles central y derecho indican el 23 de junio de 2016 (referéndum sobre el Brexit) y el 8 de noviembre de 2016 (elecciones presidenciales en Estados Unidos).

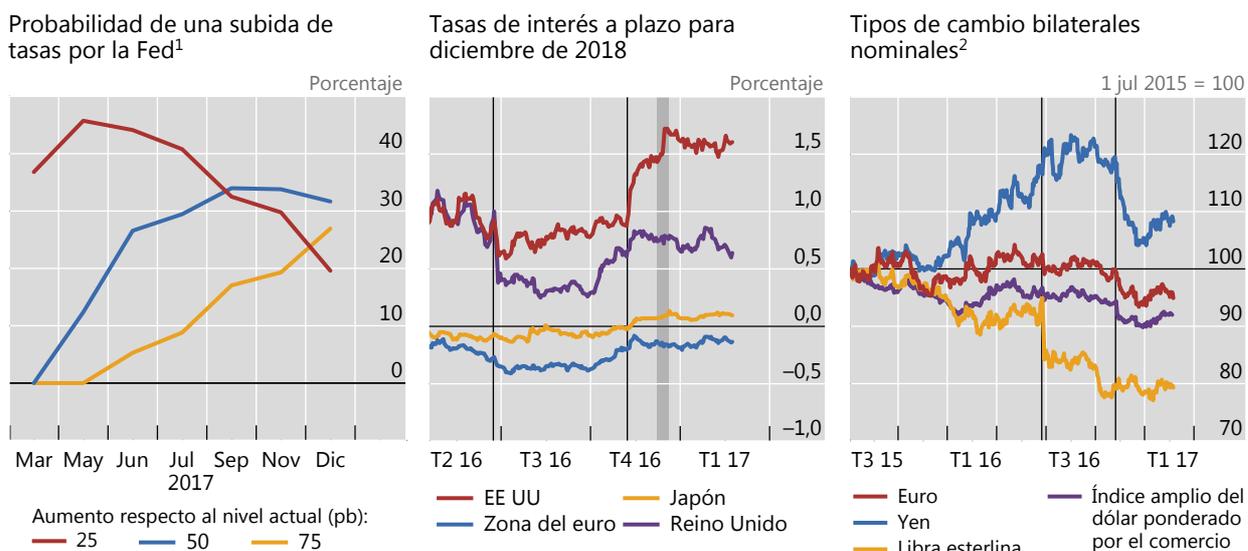
¹ Índices de directores de compras. Un valor de 50 indica que el número de sociedades que declaran una expansión empresarial es igual al de sociedades que declaran una contracción; un valor superior a 50 indica una expansión de la actividad económica. Media ponderada por el PIB y los tipos de cambio PPA de las economías enumeradas. ² EA, GB, JP y US. ³ AR, BR, CL, CN, CZ, HK, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PL, RU, SG, TH, TR y ZA. ⁴ Datos normalizados, medidos como la diferencia entre el indicador y su promedio (desde enero de 2016).

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

² Este periodo abarca desde finales de noviembre de 2016 hasta finales de febrero de 2017.

El dólar se hace eco de las percepciones del mercado sobre la divergencia de las políticas

Gráfico 3



Las líneas verticales de los paneles central y derecho indican el 23 de junio de 2016 (referéndum sobre el Brexit) y el 8 de noviembre de 2016 (elecciones presidenciales en Estados Unidos). La zona sombreada en el panel central indica el 8-20 diciembre 2016 (cuando el BCE, la Fed y el BoJ celebraron sus respectivas reuniones de política).

¹ Promedios de 15-21 de febrero de 2017 con la función WIRP de Bloomberg. ² Una subida indica una apreciación frente al dólar de EEUU.

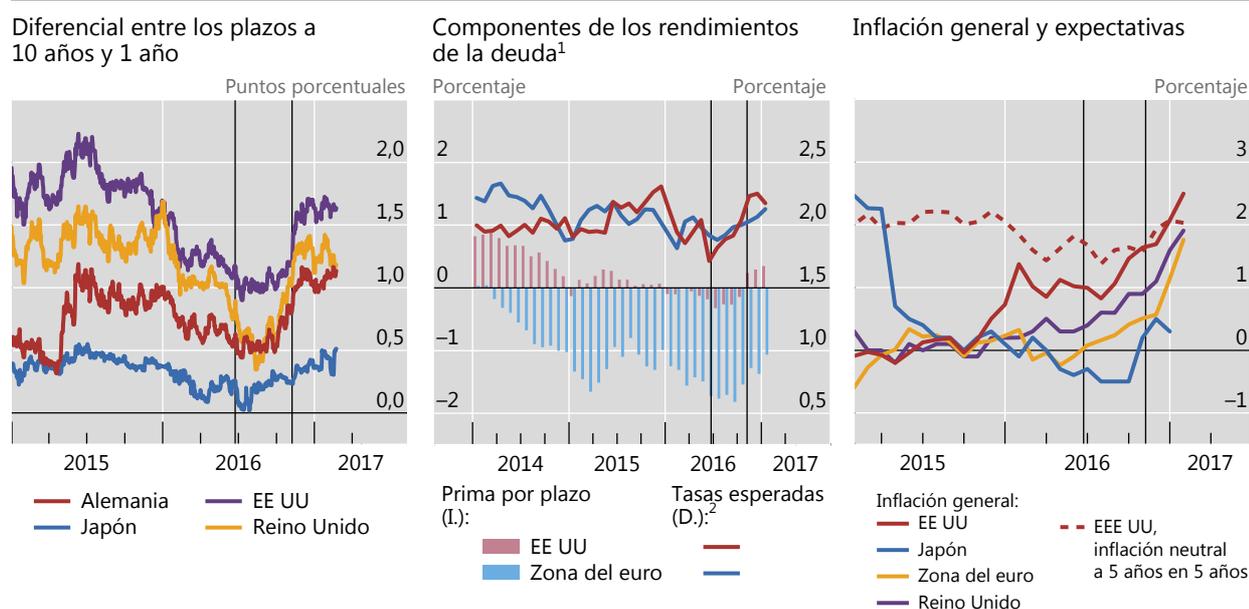
Fuentes: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; Bloomberg; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Pese a la incertidumbre, las bolsas de las EA conservaron las ganancias obtenidas tras los comicios estadounidenses e incluso subieron en febrero (Gráfico 1, panel derecho). La volatilidad implícita en los mercados también se mantuvo baja, cayendo el índice VIX hasta niveles inusuales desde la crisis. No obstante, se observaron diferencias significativas entre sectores y países. En Estados Unidos, hubo claros ganadores (defensa, construcción, finanzas, manufacturas y pequeñas empresas) y perdedores (sectores intensivos en importaciones). En Europa y Japón, los mercados bursátiles evolucionaron de manera relativamente más contenida durante el periodo. Las bolsas de las EME se recuperaron notablemente, compensando y en muchos casos revertiendo las pérdidas sufridas nada más conocerse los resultados de las elecciones del 8 de noviembre, aunque con diferencias entre regiones.

Al excelente comportamiento de los mercados bursátiles contribuyeron señales convincentes de una mejora sostenida de la economía mundial. Los índices de directores de compras (PMI) de los sectores de manufacturas y servicios en las EA se anotaron importantes ganancias desde mediados del pasado año, que se aceleraron en diciembre (Gráfico 2, panel central). Los indicadores de confianza en los mercados mejoraron en las principales EA tras las elecciones presidenciales en Estados Unidos³. Esto fue reflejo de una mayor confianza entre consumidores y empresas, que en Estados Unidos alcanzó niveles no vistos desde finales de 2014, cuando la Fed estaba replegando su último programa de compras de activos en plena efervescencia de los mercados⁴. La mejora de la confianza fue más moderada en otras EA, pero suficiente en todo caso para dejar atrás las consecuencias negativas del Brexit. El PIB

³ Véase *¿Cambio de paradigma en los mercados?* Informe Trimestral del BPI, diciembre de 2016.

⁴ Véase *¿Mercados alcistas pero frágiles?* Informe Trimestral del BPI, diciembre de 2014.



Las líneas verticales indican el 23 de junio de 2016 (referéndum sobre el Brexit) y el 8 de noviembre de 2016 (elecciones presidenciales en Estados Unidos).

¹ Descomposición del rendimiento nominal a 10 años utilizando la estimación de un modelo conjunto de coyuntura macroeconómica y estructura temporal; véase P. Hördahl y O. Tristani, «Inflation risk premia in the euro area and the United States», *International Journal of Central Banking*, septiembre de 2014. Los rendimientos se expresan en términos de cupón cero; para la zona del euro se utilizan datos de la deuda pública francesa. ² Diferencia entre el rendimiento nominal de un bono cupón cero a 10 años y la prima por plazo estimada a 10 años.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

sorprendió positivamente en varias economías en el segundo semestre de 2016. En Estados Unidos y la zona del euro, el fuerte consumo privado elevó el crecimiento por encima de su potencial percibido⁵.

La política monetaria pasó a un segundo plano con la mejora de las perspectivas de crecimiento y la creciente atención concitada por las expectativas de cambios de la política fiscal y otras políticas. A comienzos de diciembre, el FOMC elevó en 25 puntos básicos el intervalo de la tasa objetivo para los fondos federales, al tiempo que el «diagrama de puntos» sugería que sus miembros anticipaban tres subidas más de 25 puntos a lo largo de 2017. Los inversores parecían esperar una subida de la tasa oficial para mayo o junio, seguida posiblemente de una segunda en septiembre, mientras que la tercera era todavía una posibilidad remota (Gráfico 3, panel izquierdo). Entretanto, el BCE y el BoJ mantuvieron su rumbo de tasas «más bajas durante más tiempo». A mediados de diciembre, el BCE anunció que a partir de abril reduciría el volumen de sus compras de activos de 80 000 millones a 60 000 millones de euros, pero también amplió la duración del programa de compras hasta diciembre de 2017. Pese a que el BoJ revisó al alza su evaluación de la economía, mantuvo la configuración de todas sus políticas: una tasa de interés negativa para los excedentes de reservas bancarias, un objetivo cero para el rendimiento de la deuda pública a 10 años y compras de activos por valor de 80 billones de yenes al año. Las tasas a corto plazo reflejaban la divergencia de las expectativas sobre la política monetaria:

⁵ Sobre crecimiento basado en consumo véase *Expansiones económicas impulsadas por el consumo, Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2017.

el diferencial entre las tasas de interés a plazo en dólares y las correspondientes a euros y yenes, que se había ampliado tras las elecciones, volvió a crecer con fuerza cuando la Reserva Federal elevó su intervalo objetivo. Más adelante, la brecha entre estas tasas se moderó (Gráfico 3, panel central).

Los principales mercados de renta fija se estabilizaron tras su desplome de noviembre. En Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido, el diferencial entre los rendimientos a 10 años y a 1 año sufrió continuos altibajos entre diciembre y febrero (Gráfico 4, panel izquierdo). Las subidas iniciales de las tasas a largo plazo obedecieron en gran medida a una descompresión de la prima por plazo, que en términos estimados volvió a niveles positivos en Estados Unidos y se tornó menos negativa en la zona del euro. No obstante, las subidas de las tasas esperadas también influyeron, al señalar tanto mayores expectativas de inflación como la reacción prevista de los bancos centrales (Gráfico 4, panel central). Las medidas de la compensación por inflación basadas en el mercado financiero también aumentaron en las EA, especialmente en Estados Unidos, en un contexto de mayor inflación actual (Gráfico 4, panel derecho). Para enero de 2017, la inflación general se situaba por encima del 2% en Estados Unidos y se aproximaba a ese porcentaje en la zona del euro y el Reino Unido, lo que reflejaba el ascenso de los precios de las materias primas, así como el «efecto de base» de una caída de la inflación un año antes, y estaba en consonancia con la mayor fortaleza de la actividad a escala mundial. Tras casi un año de inflación nula o negativa, Japón registró cifras positivas sin interrupción desde octubre (Gráfico 4, panel derecho).

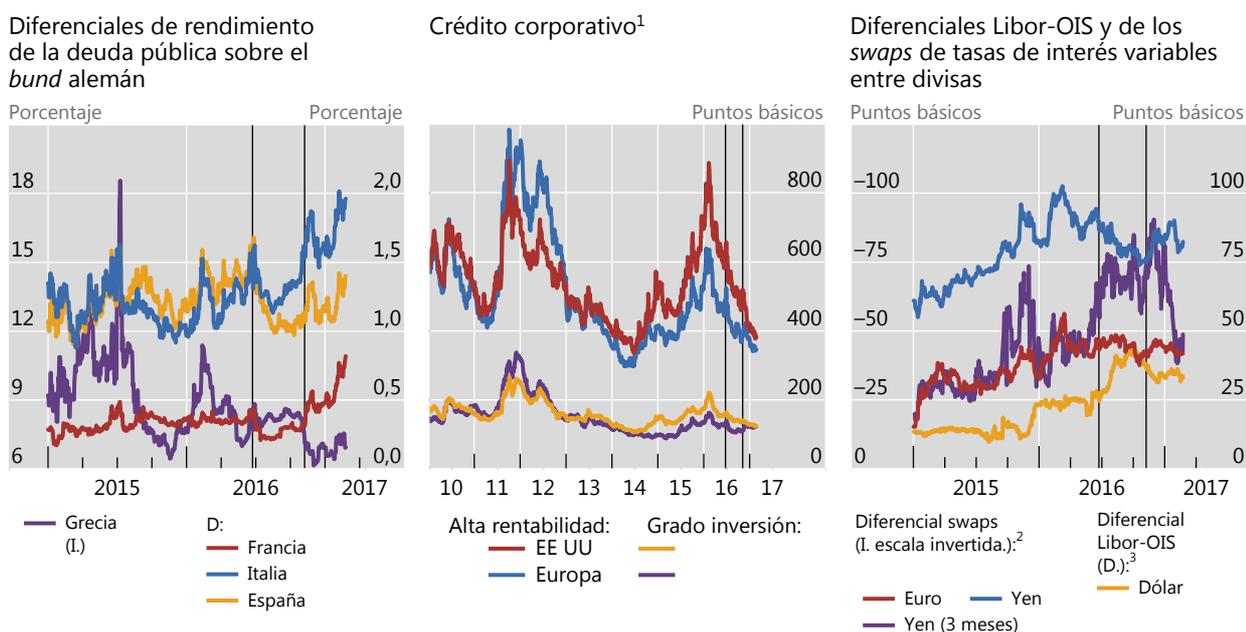
En los mercados de bonos soberanos de la zona del euro reaparecieron algunos indicios de incipientes tensiones. Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente al bono alemán de referencia se ampliaron considerablemente en las primeras semanas del año (Gráfico 5, panel izquierdo). Aunque aumentó la tensión por la puesta en práctica del programa griego de ajuste, la presión sobre los diferenciales soberanos parecía estar más relacionada con la mayor incertidumbre política. En particular, los inversores se mostraban inquietos ante las consecuencias que podrían tener para las políticas económicas las elecciones previstas este año en algunos países de la zona del euro. En este contexto, se prestó más atención a los desequilibrios de TARGET2 —que han ido creciendo gradualmente desde 2015— pese a que, en realidad, hasta ahora han sido fundamentalmente una consecuencia técnica del programa de compra de activos del BCE (véase el Recuadro A).

El dólar estadounidense, que se había apreciado significativamente en noviembre y diciembre, se depreció de forma generalizada en enero a pesar del apoyo que le brindaban los diferenciales de las tasas de interés existentes y previstas. Esta reversión parcial parecía relacionada con el compás de espera en que se encontraba la política económica durante el proceso de transición política. Es posible que también haya influido la inquietud de la Reserva Federal sobre los efectos perniciosos para la economía de un dólar más fuerte, que se reflejó en el acta de la reunión del FOMC de diciembre. Con todo, el dólar conservó gran parte del terreno ganado desde la cita electoral, sobre todo frente al yen (Gráfico 3, panel derecho). La libra esterlina recibió un pequeño impulso por la firme evolución de la economía británica a finales de año y pareció salir reforzada de la mayor claridad sobre las consecuencias previstas del proceso iniciado por el Brexit.

El auge de los mercados de renta variable en las grandes economías fue acompañado de menores rendimientos en los mercados de crédito. Tras un estrechamiento en noviembre, los diferenciales de la deuda corporativa con grado de inversión europea y estadounidense permanecieron prácticamente sin cambios a

Resurgen las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y reina la calma en el resto

Gráfico 5



Las líneas verticales indican el 23 de junio de 2016 (referéndum sobre el Brexit) y el 8 de noviembre de 2016 (elecciones presidenciales en Estados Unidos).

¹ Diferenciales de rendimiento, ajustados de opciones, sobre la deuda pública. Para Europa, deuda corporativa denominada en euros emitida en mercados nacionales del euro y en mercados de eurobonos. ² Diferenciales de los *swaps* de tasas de interés variables a cinco años frente al dólar estadounidense. ³ Diferenciales a tres meses.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; cálculos del BPI.

partir de entonces (Gráfico 5, panel central). Los diferenciales de los títulos de alta rentabilidad siguieron cayendo durante todo el periodo analizado, los correspondientes a los títulos estadounidenses recortaron la brecha con respecto los europeos, en gran medida como consecuencia de la mejora de los diferenciales de rendimiento de las empresas relacionadas con el petróleo.

Los mercados monetarios también se han estabilizado. Con la aplicación en Estados Unidos de la reforma de los fondos del mercado monetario⁶, el diferencial Libor-OIS se estabilizó en torno a los 35 puntos básicos, unos 20 por encima del nivel previo a la reforma. El diferencial de los *swaps* de tasas de interés variables entre divisas a cinco años entre el euro y el dólar fluctuó alrededor de los 45 puntos básicos, como ha venido haciendo desde el cierre del primer trimestre de 2016 (Gráfico 5, panel derecho). Las condiciones de financiación siguieron siendo algo más complicadas en el mercado en yenes, donde el margen a más largo plazo reflejaba la necesidad estructural que tienen los bancos japoneses de *swaps* de tasas de interés variables entre divisas para financiar activos en dólares a largo plazo. Para vencimiento más cortos, sin embargo, el margen yen/dólar cayó de forma acusada, en parte como consecuencia de efectos de calendario.

⁶ Véase I. Aldasoro, T. Ehlers, E. Eren y R. McCauley, «La financiación mundial en dólares obtenida por los bancos no estadounidenses crece a pesar de la reforma del mercado monetario estadounidense», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2017.

EME: entre la espada y la pared

La confianza de los inversores en los activos de EME mejoró durante el periodo analizado, permitiendo la reversión de las ventas generalizadas que siguieron a los comicios presidenciales estadounidenses. En consonancia con la dispersión de las rentabilidades de los activos analizada anteriormente, el grado de esta reversión no fue homogéneo en los principales países y regiones con economías emergentes, sino que reflejó las diferentes repercusiones que se espera que tengan en cada uno de ellos las futuras políticas estadounidenses. En última instancia, sin embargo, muchas EME parecían atrapadas entre las perspectivas de mayor proteccionismo y las consecuencias financieras de un dólar bastante más fuerte.

A partir de finales de noviembre, disminuyó la presión depreciatoria que sufrían las monedas de EME y las cotizaciones bursátiles repuntaron, mientras que los diferenciales soberanos se estrecharon, deshaciendo todos los incrementos de noviembre (Gráfico 6, panel izquierdo). Los mercados de Europa central y oriental fueron los menos afectados, posiblemente debido a sus escasas relaciones comerciales y financieras con Estados Unidos. Los países latinoamericanos —a excepción de México— también aguantaron bien, posiblemente gracias a la subida de los precios de las materias primas. Por otra parte, las monedas y las acciones de los países asiáticos, que tienen vínculos comerciales directos e indirectos más estrechas con Estados Unidos, no mejoraron tanto (Gráfico 6, panel central). Las salidas de capitales se moderaron en diciembre y se convirtieron en entradas en enero y febrero, con el resultado de entradas netas totales en fondos de EME de

Evolución moderada de los mercados financieros de EME

Gráfico 6

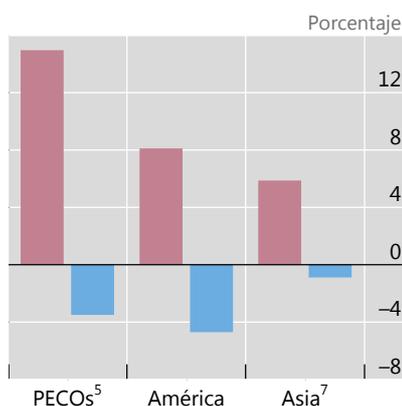
Tipos de cambio y diferenciales soberanos de EME



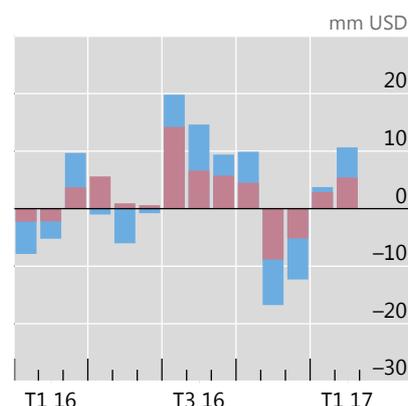
Dif. deuda soberana (I.):
 — Moneda local¹
 — Dólar²

D:
 — Tipo de cambio³

Mercados financieros desde finales de noviembre⁴



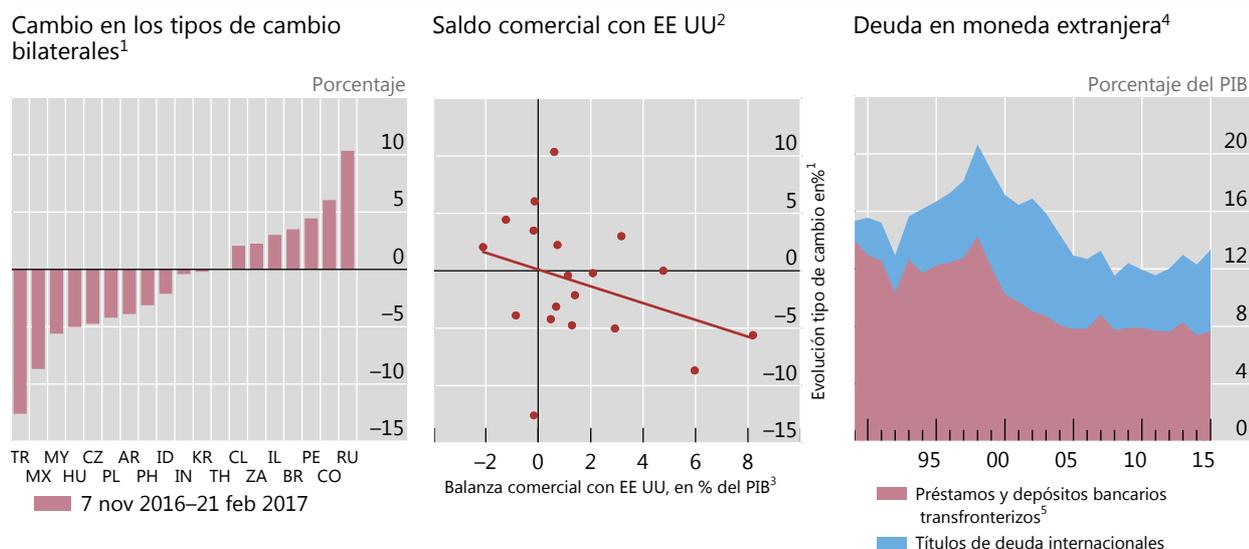
Flujos hacia fondos de EME⁸



Las líneas verticales del panel izquierdo indica el 23 de junio de 2016 (referéndum sobre el Brexit) y el 8 de noviembre de 2016 (elecciones presidenciales en Estados Unidos).

¹ Índices JPMorgan GBI EM; diferencial sobre títulos del Tesoro de EE UU a siete años. ² Índice JPMorgan EMBI Global; diferencial neto de garantías. ³ Un aumento indica una depreciación de la moneda local frente al dólar estadounidense; medias simples de las monedas de EME. ⁴ Un valor negativo indica una apreciación frente al dólar estadounidense; medias simples de las monedas de los países enumerados. ⁵ Europa central y oriental: CZ, HU, PL y RU. ⁶ AR, BR, CL, CO y PE. ⁷ HK, ID, IN, KR, MY, PH, SG y TH. ⁸ Sumas mensuales de datos semanales hasta el 15 de febrero de 2017; un valor positivo (negativo) indica una suscripción (rembolso).

Fuentes: Bloomberg; Datastream; EPFR; JPMorgan Chase; datos nacionales; cálculos del BPI.



¹ Una cifra negativa indica una depreciación de la moneda local frente al dólar estadounidense. ² Las líneas ajustadas excluyen Turquía (punto rojo en la parte inferior). ³ Para cada país, definido como el saldo comercial con Estados Unidos dividido entre su propio PIB; en el T3 de 2016. Un valor negativo (positivo) indica un déficit (superávit). ⁴ Importes pendientes por país de residencia, en porcentaje del PIB; los agregados son medias ponderadas basadas en el PIB y los tipos de cambio PPA de AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, TH, TR y ZA. ⁵ Hacia/desde sectores bancario y no bancario; denominados en CHF, EUR, GBP, JPY y USD. Con anterioridad al T4 1995, activos bancarios transfronterizos denominados en las divisas enumeradas.

Fuentes: FMI, *Dirección del Comercio, Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; datos nacionales; estadísticas bancarias territoriales y de títulos de deuda del BPI por país de residencia; cálculos del BPI.

14 000 millones de dólares tras dos meses consecutivos de pérdidas. La salida neta acumulada en los dos últimos meses de 2016 fue de algo más de 29 000 millones de dólares (Gráfico 6, panel derecho).

A juzgar por las fluctuaciones de los tipos de cambio (Gráfico 7, panel izquierdo), los mercados parecían temer que una acusada reducción de los flujos comerciales internacionales se tradujera en un aumento de las tensiones en algunas EME. El tamaño del superávit comercial bilateral con Estados Unidos ha sido un factor de peso para explicar las diferencias en la reciente depreciación de las monedas de EME frente al dólar (Gráfico 7, panel central). Aunque la atención se centró en los grandes exportadores a Estados Unidos, como China y México, los efectos de una alteración del comercio mundial podrían propagarse a más países a través de la perturbación de las cadenas de valor mundiales.

Además, la evolución del mercado reflejó la preocupación por la posibilidad de que la apreciación del dólar y las subidas de las tasas de interés, ante las expectativas de estímulos fiscales y de normalización monetaria en Estados Unidos, presionara los balances de los prestatarios de EME. El volumen de títulos denominados en dólares estadounidenses en circulación emitidos por EME (con arreglo al criterio de residencia) creció de 509 000 millones de dólares en 2008 a 1,25 billones al cierre de septiembre de 2016, de los que aproximadamente un 40% estaban emitidos por sociedades no financieras. La deuda total en dólares estadounidenses (incluidos los préstamos bancarios) de prestatarios no bancarios de EME se situó en 3,6 billones de dólares al final de septiembre de 2016. Sin embargo, en porcentaje del PIB, la deuda total de EME denominada en moneda extranjera continúa por debajo de los niveles observados justo antes de la crisis financiera asiática (Gráfico 7, panel derecho) y su

composición ha cambiado, ya que la financiación bancaria se ha sido desplazada en parte por la emisión de títulos de deuda a largo plazo. Además, actualmente las EME cuentan en general con reservas internacionales muy superiores a las que tenían en la década de 1990. No obstante, el incremento de la carga de la deuda causado por la apreciación del dólar y las subidas de las tasas de interés podría traducirse a su vez en dificultades financieras que podrían superar las potenciales ventajas comerciales, sobre todo si las EA redujeran su grado de apertura al comercio⁷.

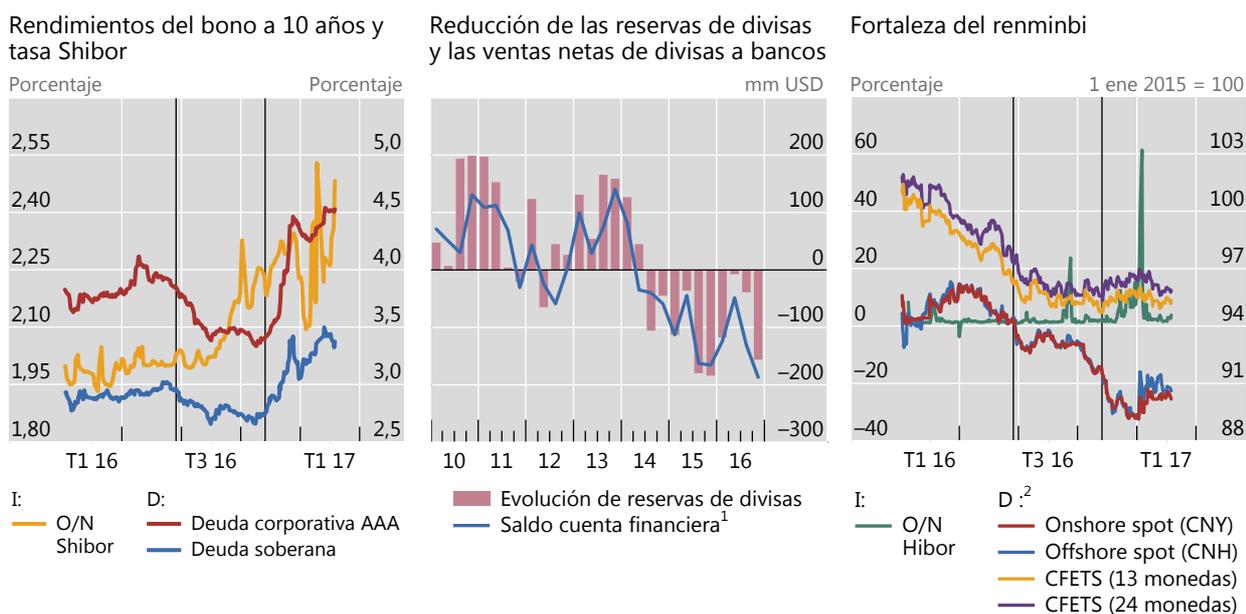
Grandes oscilaciones en los mercados financieros chinos al restringirse la liquidez

Los mercados chinos de divisas y de renta fija experimentaron grandes altibajos alrededor del cambio de año. El endurecimiento progresivo de las condiciones financieras nacionales, entre continuas salidas de capitales y presiones depreciatorias, alteró temporalmente el suministro de liquidez en todo el sistema financiero.

La escasa liquidez en los mercados financieros domésticos contribuyó a las fuertes ventas generalizadas que sufrieron los títulos de deuda locales a mediados de diciembre de 2016. La liquidez había empezado a reducirse gradualmente en el tercer trimestre. Tras estabilizarse esencialmente alrededor del 2% a principios de 2016, la tasa de interés interbancaria de oferta de Shanghai (Shibor) había comenzado a subir a principios de agosto, alcanzando el 2,20% en septiembre. La trayectoria alcista continuó en el cuarto trimestre, cuando el Shibor avanzó otros 15 puntos básicos entre octubre y principios de diciembre de 2016 (Gráfico 8, panel izquierdo). Las restrictivas condiciones de liquidez del segundo semestre de 2016 reflejaban en parte las medidas tomadas por el Banco Popular de China (PBoC) para reducir el apalancamiento excesivo, tales como la diversificación de la estructura de vencimientos de las operaciones de mercado abierto y la introducción de un tratamiento prudencial más estricto para los productos de gestión de patrimonios (WMP) fuera de balance.

A resultas de la reducción de liquidez y del ascenso de los rendimientos en todo el mundo, los rendimientos de la deuda pública china a 10 años subieron aproximadamente 25 puntos básicos entre finales de septiembre y finales de noviembre de 2016, un alza que se aceleró en la primera mitad de diciembre. Aparentemente, la preocupación por el posible incumplimiento de acuerdos de recompra (repos) no regulados por parte de una sociedad de intermediación financiera de tamaño medio fue el detonante de las turbulencias de diciembre. La sociedad había financiado sus compras de bonos tanto con productos de gestión de patrimonios como con acuerdos de recompra, una práctica habitual en el mercado (véase el Recuadro B). Al cotizarse con pérdidas los bonos subyacentes a los repos, el temor a un colapso más generalizado de operaciones similares congeló el mercado de financiación mayorista. El consiguiente estrangulamiento de la liquidez obligó a

⁷ J. Kearns y N. Patel, en «¿Contrarresta el canal financiero de los tipos de cambio el canal comercial?», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2016, encuentran que el canal financiero de las fluctuaciones de los tipos de cambio (es decir, el aumento y encarecimiento de la deuda en moneda extranjera) contrarresta en gran parte el canal comercial en el caso de la EME media. También observan que tanto el canal comercial como el financiero desempeñan un papel más destacado en Asia que en América Latina y que el canal financiero es más fuerte en las EME que han emitido más deuda en moneda extranjera.



Las líneas verticales de los paneles izquierdo y derecho indican el 23 de junio de 2016 (referéndum sobre el Brexit) y el 8 de noviembre de 2016 (elecciones presidenciales en Estados Unidos).

¹ Excluye reservas. ² Una subida indica una apreciación frente al dólar de EEUU.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; State Administration of Foreign Exchange de China; Bloomberg; CEIC; Datastream; cálculos del BPI.

las sociedades de valores a vender a precios de liquidación los bonos para poder rembolsar sus préstamos a corto plazo. El 15 de diciembre, el rendimiento de la deuda pública a 10 años y los rendimientos de la deuda corporativa de alta calidad subieron unos 15 puntos básicos (Gráfico 8, panel izquierdo). La tensión se hizo patente también en los mercados de futuros: la negociación de futuros sobre deuda pública a 10 años se paralizó tras activarse el mecanismo de suspensión automática —por primera vez desde que en 2013 se reanudara la negociación de futuros—. Finalmente, los mercados se estabilizaron después de que las autoridades inyectaran liquidez mediante facilidades de préstamo a corto y medio plazo.

El renminbi había sufrido una considerable presión depreciatoria en su cruce con el dólar desde septiembre de 2016, como consecuencia de las continuas salidas de capitales. Según los datos de la balanza de pagos, el 40% de los aproximadamente 490 000 millones de dólares que salieron en 2016 lo hicieron en el cuarto trimestre (Gráfico 8, panel central)⁸. Otros indicadores sugieren que las salidas de capitales continuaron en enero, aunque a un ritmo más lento. Concretamente, las reservas de divisas se redujeron en 12 000 millones de dólares, tras una caída mensual media de 52 000 millones de dólares en el trimestre anterior.

Pese a todo, tanto el renminbi continental (CNY) como el extracontinental (CNH) se apreciaron considerablemente a principios de año (Gráfico 8, panel derecho). Entre el 3 y el 5 de enero, el CNH protagonizó la mayor ganancia de su historia en dos días consecutivos, con una apreciación del 2,5% en su cruce con el dólar. Durante el

⁸ Basado en los datos preliminares de la balanza de pagos correspondientes al cuarto trimestre de 2016.

mismo periodo, el CNY avanzó un 1,3%, la mayor apreciación en dos días desde que China abandonó la conversión fija de su moneda en julio de 2005. El súbito ascenso del renminbi reflejó, en parte, la escasez de liquidez en el mercado de financiación extracontinental, en un contexto marcado por las medidas del PBoC para contener las salidas de capitales y por la desaceleración de la apreciación postelectoral del dólar. Esto redujo las persistentes expectativas de depreciación, y el CNH pasó de negociarse con un descuento frente al CNY a hacerlo con una prima. La liquidez en CNH, ya de por sí escasa, menguó aún más cuando los inversores se lanzaron en busca de efectivo para cerrar sus posiciones cortas. La tasa de interés interbancaria de oferta en Hong Kong (Hibor) se disparó del 17,8% el 3 de enero a más del 61% el día 6 del mismo mes, rozando su máximo histórico. Sin embargo, a pesar de la elevada volatilidad del renminbi frente al dólar, el índice CFETS (compuesto por una cesta de tipos de cambio con el renminbi) permaneció bastante estable⁹.

⁹ El 29 de diciembre, CFETS anunció un ajuste del índice del renminbi efectivo a partir del 1 de enero de 2017, con la introducción de once monedas, que suman una ponderación del 21,09% del índice.

¿A qué obedece el nuevo incremento de los saldos TARGET2?

Raphael Auer y Bilyana Bogdanova

Los saldos de TARGET2 (T2) vuelven a crecer. Desde principios de 2015, los saldos T2 de los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro no han dejado de aumentar, en algunos casos superando los niveles registrados durante la crisis de la deuda soberana (Gráfico A, panel izquierdo). Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido entonces, estas cotas máximas deben considerarse un efecto secundario positivo de la aplicación descentralizada del programa de compra de activos (APP), y no un indicio de una nueva fuga de capitales.

Dado que las operaciones de liquidez de la Unión Monetaria Europea se llevan a cabo de manera descentralizada, pueden resultar en activos o pasivos de los bancos centrales nacionales (BCN) frente al Banco Central Europeo (BCE). Son los BCN del Eurosistema, y no el BCE, quienes implementan gran parte de las operaciones del mercado. Cuando un BCN inyecta liquidez directamente a los bancos comerciales, mantiene los activos frente a esas entidades en su propio balance, pero los fondos pueden terminar en la cuenta de otro banco comercial en un BCN distinto. Por lo tanto, el BCN que proporciona la liquidez tiene un pasivo frente al BCE, mientras que el BCN que recibe las reservas mantiene un activo frente al BCE.

El importe neto de esos activos y pasivos se denomina «saldo TARGET2» porque se registra como tal en el principal sistema de liquidación de pagos de la zona del euro, la segunda edición del «sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real» (TARGET)①.

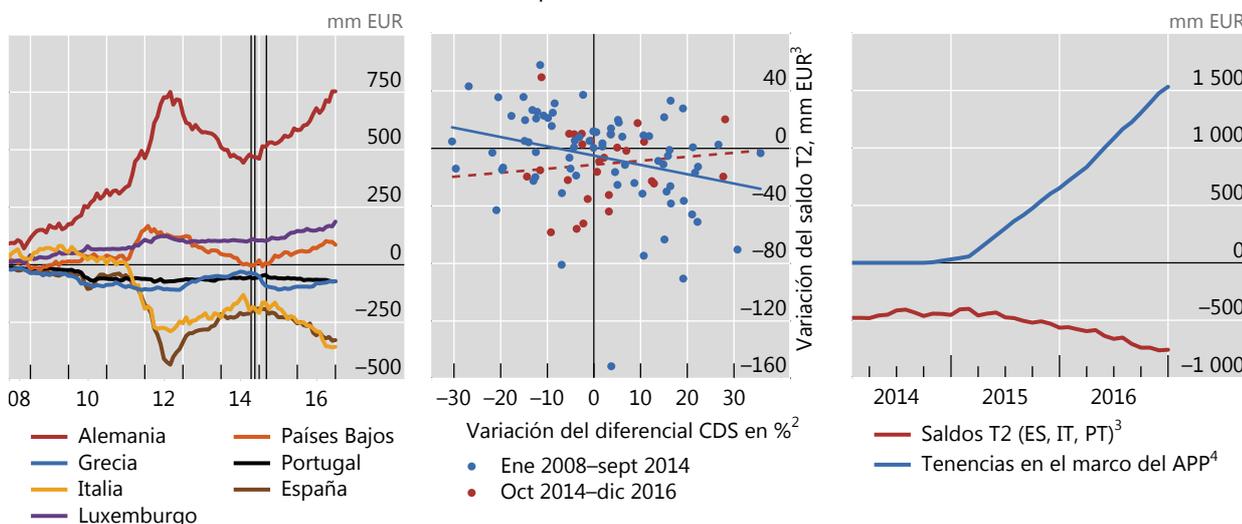
Los nuevos máximos del TARGET2 son el resultado de la aplicación descentralizada del APP

Gráfico A

Los saldos T2 han marcado nuevos máximos...

...pero, a diferencia de 2008-12, no se debe a problemas de solvencia...¹

...sino a los programas de compras de activos del Eurosistema



Las líneas verticales del panel izquierdo indican el 15 de octubre de 2014 (fecha de inicio del tercer programa de compra de bonos garantizados), el 21 de noviembre de 2014 (programa de compra de bonos de titulización de activos) y el 9 de marzo de 2015 (programa de compra de valores del sector público).

¹ La línea azul ajustada tiene una pendiente de $-0,58$, que es significativa para un nivel del 1%. La línea roja ajustada tiene una pendiente de $0,28$, que no es significativa. ² Mediana de los diferenciales de CDS de ES, IT y PT. ³ Saldos T2 combinados de los países enumerados, al cierre del mes. ⁴ Posiciones en el marco del programa de compra de activos (APP) del Eurosistema, al coste amortizado, al cierre del mes.

Fuentes: BCE; Markit; datos nacionales; cálculos de los autores.

En el periodo hasta mediados de 2012, los saldos T2 crecieron con fuerza (véase el Gráfico A, panel izquierdo) como consecuencia de la fuga de capitales dentro de la zona del euro. En ese momento, las tensiones en los mercados soberanos se dispararon y se temió por el riesgo de redenominación en algunos países de la zona. El capital privado huyó de Irlanda, Italia, Grecia, Portugal y España hacia mercados considerados más seguros, como Alemania, Luxemburgo o los Países Bajos.

Efectivamente, durante ese periodo el ascenso de los saldos T2 parecía relacionado con la preocupación en torno al riesgo soberano. Los puntos azules del panel central del Gráfico A muestran la estrecha relación entre los diferenciales de los CDS soberanos de Italia, Portugal y España y la evolución de su saldo T2 combinado entre enero de 2008 y septiembre de 2014. Siempre que los diferenciales de los CDS de estas economías se ampliaban, las correspondientes salidas de capital privado incrementaban su déficit T2. Cuando los diferenciales de los CDS se redujeron al recobrase la confianza en la zona del euro a mediados de 2012, las salidas de capitales se invirtieron parcialmente, y los déficits T2 disminuyeron.

En cambio, el actual ascenso no parece relacionado con la preocupación por la sostenibilidad de la deuda pública en la zona del euro. Los puntos rojos del panel central del Gráfico A muestran que en el periodo comprendido entre octubre de 2014 y diciembre de 2016 no había relación entre los CDS soberanos de Italia, Portugal y España y la evolución de su saldo T2 combinado.

El actual ascenso de los desequilibrios de T2 parece tener una causa distinta: los programas de compras de activos del Eurosistema, que afectan de forma automática a la evolución de estos saldos. Muchas de las compras de dichos programas las realizan los BCN a través de entidades bancarias ubicadas en otros países. Por ejemplo, el Banco de Italia, en el marco de su aplicación del APP, puede comprar valores a un banco radicado en Londres que se conecte al sistema T2 a través de un banco corresponsal en Alemania. El importe de la compra se contabiliza en la cuenta que el banco corresponsal alemán tiene en el Bundesbank, incrementado así el superávit T2 de este último y, al mismo tiempo, ampliando el déficit T2 del Banco de Italia.

Por lo tanto, los desequilibrios de T2 se incrementarán siempre que un BCN con una posición deudora en T2 lleve a cabo una compra de activos con una contraparte que tenga un banco corresponsal con cuenta en un BCN con una posición acreedora en T2, lo cual ocurre muy a menudo. Por ejemplo, aunque el Bundesbank realiza por sí mismo menos de una cuarta parte del total de las compras del APP, el 60% de todas las compras que se producen en el Eurosistema en virtud de ese programa se llevan a cabo a través de bancos que se conectan al sistema T2 vía el Bundesbank^②.

Dado que el mercado interbancario europeo todavía está fragmentado, la liquidez no circula en la zona del euro y los desequilibrios de T2 crecen conforme lo hacen las compras totales del APP. De hecho, el incremento total de los desequilibrios de T2 puede estar muy ligado al total de compras realizadas en el marco del APP (Gráfico A, panel derecho). Un estudio reciente, que tiene en cuenta la ubicación geográfica concreta de los bancos corresponsales de todas y cada una de las compras de valores del APP, demuestra que estas transacciones son prácticamente la única causa de la reaparición de desequilibrios de T2^③.

Este efecto automático del APP sobre los desequilibrios de T2 queda confirmado también por la evolución de los saldos T2 frente a Grecia. La deuda soberana del país heleno no puede adquirirse en el marco del APP y, por consiguiente, el déficit T2 de Grecia se ha mantenido más o menos estable durante los últimos meses (Gráfico A, panel izquierdo).

① Véase una descripción más detallada de este sistema y de las causas de los desequilibrios de T2 durante la crisis de la deuda europea en R. Auer, «What drives TARGET2 balances? Evidence from a panel analysis», *Economic Policy*, vol. 29(77), pp. 139–97; BCE (2013); «Saldos en TARGET y operaciones de política monetaria», *Boletín Mensual del BCE*, mayo; y S. Cecchetti, R. McCauley y P. McGuire, (2012): «Interpreting TARGET2 balances», *BIS Working Papers*, nº 393, diciembre 2012. ② Véase C-L. Thiele, "Das Netz der Notenbanken", *Handelsblatt*, 7 febrero 2017. ③ Véase BCE, «TARGET balances and the asset purchase programme», *Economic Bulletin*, noviembre 2016.

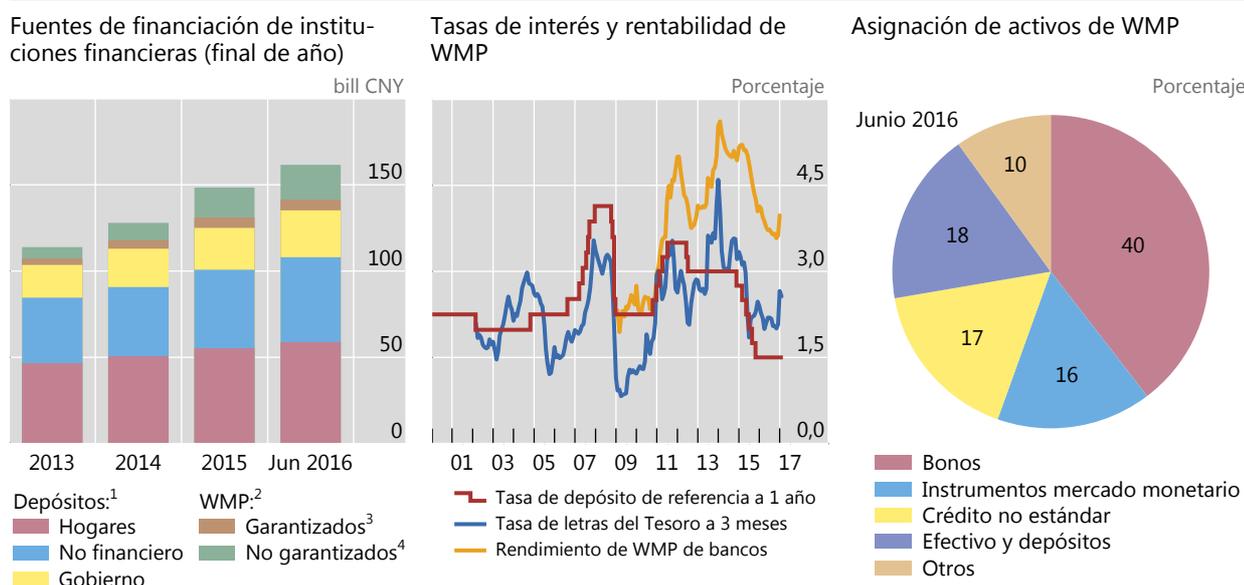
Desde los productos de gestión del patrimonio hacia mercado de deuda

A lo largo de los últimos años, los modelos de financiación de los bancos chinos se han inclinado cada vez más hacia productos de gestión de patrimonios (WMP por sus siglas en inglés) y depósitos corporativos (Gráfico B, panel izquierdo). Los WMP son productos de ahorro emitidos por bancos u otras instituciones financieras, que ofrecen rentabilidades relativamente elevadas si se comparan con los depósitos bancarios tradicionales o la deuda pública (panel central). Algunos de estos instrumentos garantizan el principal e incluso la rentabilidad por los emisores y se contabilizan en el balance, pero la inmensa mayoría no ofrece ninguna de estas garantías y se mantiene fuera del balance del emisor. Esta ausencia de garantías explícitas no impide que los inversores consideren seguros estos instrumentos de forma generalizada. Al final del primer semestre de 2016, los productos de gestión de patrimonios emitidos por bancos totalizaban 26,3 billones de renminbi (CNY), casi el 40% del PIB chino de 2015. La proliferación de estos instrumentos demuestra que la delimitación tradicional entre bancos y mercados de valores no siempre es nítida y que cualquier estructura reguladora debe tener en cuenta las conexiones dentro del sistema.

Los bancos no solo emiten este tipo de productos, sino que también los compran. Según los informes, los grandes bancos proporcionan financiación mayorista a entidades más pequeñas comprando sus WMP. Del total de 26,3 billones de renminbi antes citado, unos 4 billones fueron adquiridos por otros bancos. Además, los grandes bancos suministran liquidez a los pequeños por medio de préstamos interbancarios financiados con lo obtenido con sus propias emisiones de WMP. Estos préstamos constituían el grueso del 16% correspondiente a instrumentos del mercado monetario en las carteras de los productos de gestión de patrimonio en el primer semestre de 2016 (Gráfico B, panel derecho). Estos dos canales podrían solaparse, ya que los préstamos interbancarios conllevan en ocasiones la compra de WMP o su pignoración como garantías.

Perfil de los productos de gestión de patrimonios (WMP) en China

Gráfico B



¹ Excluye depósitos de instituciones financieras no bancarias. ² WMP emitidos por bancos. ³ WMP con protección del principal pero rentabilidad variable y WMP con rentabilidad garantizada; contabilizados en el balance. ⁴ WMP sin protección del principal; contabilizados fuera de balance.

Fuentes: CEIC; China Central Depository & Clearing Co Ltd, www.chinawealth.com.cn; cálculos de los autores.

Para poder mantener los WMP fuera de sus balances, los bancos recurren con frecuencia a sociedades de valores, a las que encomiendan la gestión de los fondos recaudados con ellos. A finales de junio de 2016, aproximadamente el 40% de la cartera total de productos de gestión de patrimonios estaba invertido en el mercado de bonos (Gráfico B, panel derecho). Con miras a mejorar la rentabilidad del capital y aprovechando la abundante liquidez, las sociedades de valores podrían estar apalancando sus inversiones en renta fija mediante acuerdos de recompra. Una parte significativa de estos acuerdos de recompra tiene lugar por medio de acuerdos verbales informales entre los agentes del mercado y no está sujeta a regulación. La consecuencia es la proliferación de carteras de renta fija con elevados coeficientes de apalancamiento.

La reversión del apalancamiento de estas carteras en un momento en que el mercado de financiación mayorista estaba congelado podría ser la causa de la agitación en los mercados de renta fija a mediados de diciembre. Al caer los precios de los bonos al mismo tiempo que se reducía la liquidez, las sociedades de valores se vieron obligadas a vender bonos para poder reembolsar los pagos adeudados a pequeños bancos, que a su vez tenían problemas para devolver los préstamos de entidades bancarias de mayor tamaño. En última instancia, esto provocó una nueva caída de los precios de los bonos al avanzar el estrangulamiento de la liquidez a lo largo de la cadena de financiación.