

¿Cambio de paradigma en los mercados?

Los rendimientos de la deuda mundial han seguido aumentando considerablemente en los últimos meses. Después de que los principales mercados de renta fija hubiesen caído hasta mínimos históricos el pasado verano, los rendimientos se dispararon en general a finales de noviembre, de manera similar a lo ocurrido durante el *taper tantrum* de mayo-septiembre de 2013, cuando los mercados reaccionaron con fuerza ante la posible reducción anticipada de las compras de deuda por parte de la Reserva Federal. Pese a que riesgo de duración estaba en máximos históricos, apenas hubo signos de tensión en los mercados de deuda, al mantenerse los diferenciales ajustados y la volatilidad contenida.

El aumento de los rendimientos, alentado en un primer momento por las favorables noticias macroeconómicas a escala mundial, se aceleró considerablemente tras las elecciones en Estados Unidos. Las reacciones de los mercados de deuda en torno a la fecha de las elecciones se asemejaron a las observadas durante la primera elección de Ronald Reagan en 1980. El optimismo de los mercados bursátiles estadounidenses también evocó este lejano acontecimiento, sugiriendo que los mercados esperaban una expansión económica en Estados Unidos y mayores beneficios empresariales con una política fiscal más expansiva, impuestos más bajos y regulación más laxa. En consecuencia, los mercados consideraron más probable una política monetaria más restrictiva y el dólar se fortaleció.

El aumento de los rendimientos a escala mundial y la apreciación del dólar pesaron sobre los activos de las economías de mercado emergentes (EME). Las EME no se vieron perjudicadas por los acontecimientos en las economías avanzadas hasta primeros de noviembre, cuando la confianza de los inversores cayó considerablemente. Las salidas de fondos invertidos en EME y la depreciación de los tipos de cambio de algunas de estas economías la semana posterior a las elecciones fueron incluso mayores que en el punto álgido del *taper tantrum*.

Sin embargo, las reacciones de los mercados de renta fija y variable de las EME fueron más moderadas que en 2013, reflejando posiblemente un trasfondo económico y financiero diferente. Los fondos de EME ya habían registrado importantes salidas de capitales en los últimos años, aliviando con ello la presión sobre las valoraciones de los activos. La anticipación de un auge económico en Estados Unidos también podría haberse considerado beneficioso para las EME, pero persisten riesgos, en especial por el elevado grado de incertidumbre política en muchas de las principales jurisdicciones. Además, el 10% de la deuda corporativa de

las EME denominada en dólares vence en 2017, lo que podría presionar aún más sobre los mercados financieros de esas economías.

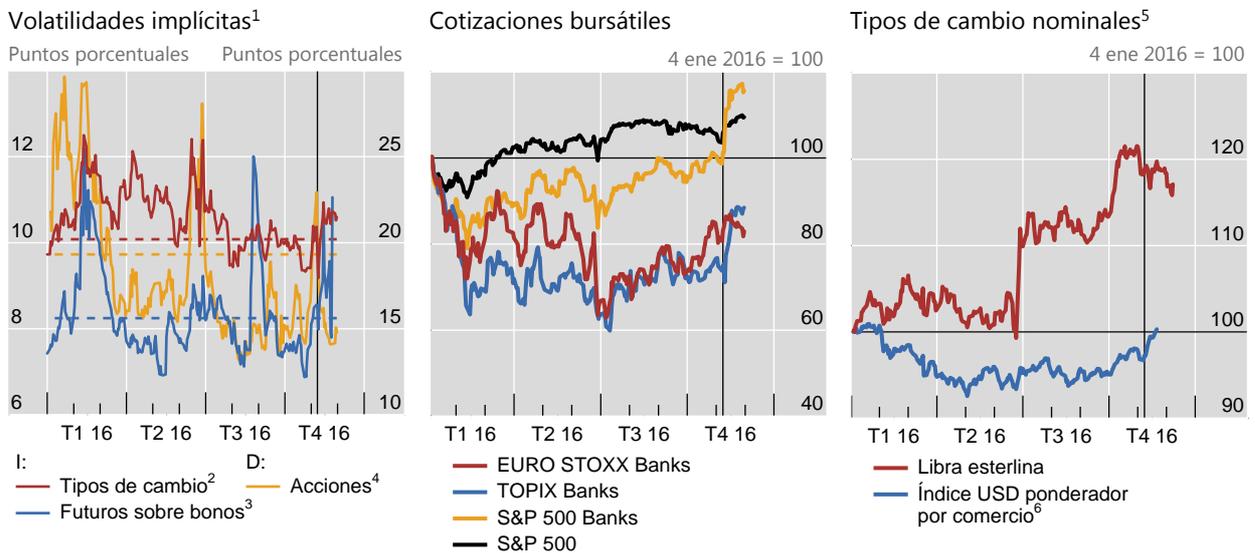
Las tasas de financiación en dólares a corto plazo subieron significativamente, en respuesta sobre todo a los cambios en la regulación sobre los fondos de inversión «prime» en activos del mercado monetario, que entraron en vigor en octubre. La reducción de los activos gestionados por estos fondos en un 70% desde octubre de 2015, combinada con un reajuste de sus carteras hacia vencimientos más cortos, indujeron un aumento sustancial de los diferenciales Libor-OIS. Aun así, esto no ocasionó grandes distorsiones, a diferencia de lo ocurrido en anteriores periodos con ampliaciones similares de estos diferenciales.

Mercados resilientes frente al considerable cambio de perspectivas

En las semanas previas a las elecciones en Estados Unidos, los mercados continuaron recuperándose desde la perturbación financiera que supuso el referéndum sobre el Brexit en el Reino Unido, alentados por una serie de noticias macroeconómicas positivas. La volatilidad se situó en sus promedios históricos y por debajo de ellos (Gráfico 1, panel izquierdo). La renta variable resistió bien (Gráfico 1, panel central) y los diferenciales de rendimiento se mantuvieron ajustados. Los rendimientos de la

Las elecciones estadounidenses sacuden los mercados

Gráfico 1



La línea vertical indica el 8 de noviembre de 2016, fecha de las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

¹ Las líneas horizontales discontinuas representan medias simples del periodo entre 2010 y la actualidad para cada serie de volatilidad implícita. ² Índice JPMorgan VXY Global, un índice ponderado por el volumen de contratación de la volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* a tres meses sobre 23 pares de tipos de cambio frente al dólar estadounidense. ³ Volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* sobre contratos de futuros sobre deuda a largo plazo de Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido; media ponderada, calculada utilizando el PIB y los tipos de cambio PPA. ⁴ Volatilidad implícita de los índices S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 y Nikkei 225; media ponderada basada en la capitalización de mercado. ⁵ Un aumento indica una depreciación de la moneda local frente al dólar estadounidense. ⁶ Trade Weighted US Dollar Index: Major Currencies (DTWEXM). Un aumento indica una apreciación del dólar estadounidense en términos ponderados por el comercio.

Fuentes: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; Bloomberg; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

renta fija en las economías avanzadas continuaron subiendo gradualmente tras sus mínimos récord del verano. La evolución de los mercados reflejó un crecimiento del PIB en el tercer trimestre superior al previsto en las economías avanzadas y la publicación de unos índices de directores de compras del sector manufacturero al alza —indicadores adelantados del crecimiento—, señalando una expansión económica en la mayoría de los países.

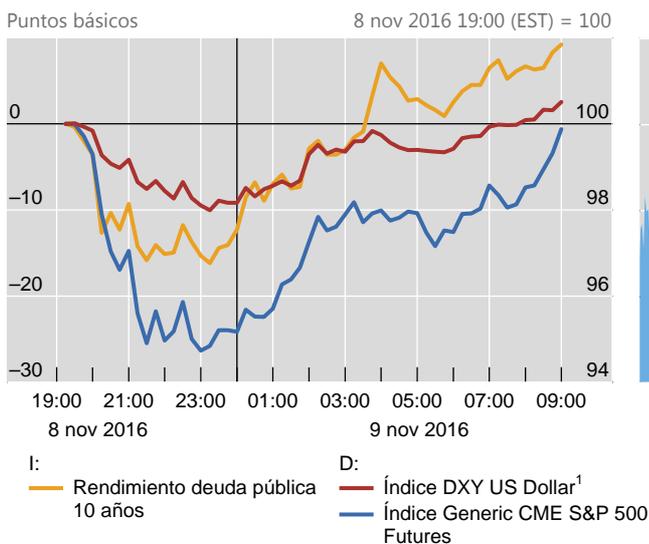
A comienzos de octubre, las crecientes expectativas de un Brexit «duro» presionaron de nuevo a la baja la libra esterlina (Gráfico 1, panel derecho) pero sin demasiadas repercusiones en los mercados financieros mundiales. Incluso el episodio de «desplome súbito» de la libra esterlina registrado el 7 de octubre, cuando en cuestión de segundos la moneda perdió un 9% frente al dólar estadounidense para recuperarse a continuación con rapidez, apenas dejó huella en los mercados en general.

El 8 de noviembre, los mercados oscilaron ampliamente al verse sorprendidos por los acontecimientos políticos por segunda vez este año. A medida que el sorprendente resultado de las elecciones estadounidenses se concretaba durante la noche electoral, los futuros del S&P 500 se desplomaron hasta un 6%, los rendimientos de la deuda del Tesoro a 10 años cayeron casi 20 puntos básicos y el dólar se depreció un 2% frente a una cesta de monedas (Gráfico 2, panel izquierdo). Estas fluctuaciones iniciales equivalen aproximadamente a cinco desviaciones típicas de las variaciones diarias de los precios. No obstante, en pocas horas revirtieron de sobra, a medida que los participantes en los mercados revisaban sus opiniones sobre el impacto del probable viraje de la política económica estadounidense y a medida que el presidente electo pronunciaba un conciliador discurso de aceptación.

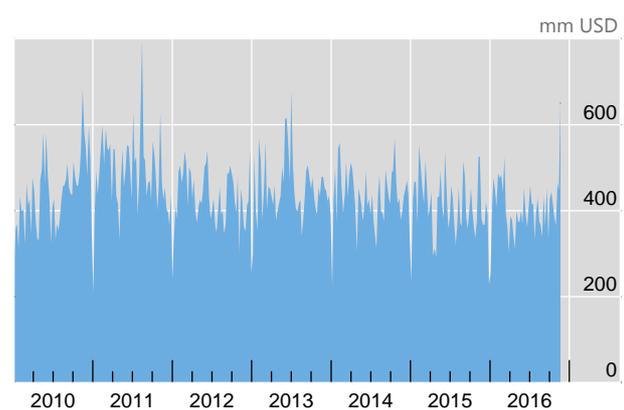
Mercados resilientes pese a grandes fluctuaciones a lo largo de la noche

Gráfico 2

Precios durante la noche electoral



Volumen de negociación de los títulos del Tesoro estadounidense²



¹ Indica el valor internacional general del dólar de EE UU calculado por ICE a partir de los tipos de cambio suministrados por 500 bancos.

² Volumen de negociación diario medio de los intermediarios en el mercado primario de títulos del Tesoro estadounidense con cupón, datos semanales.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de Nueva York; Bloomberg.

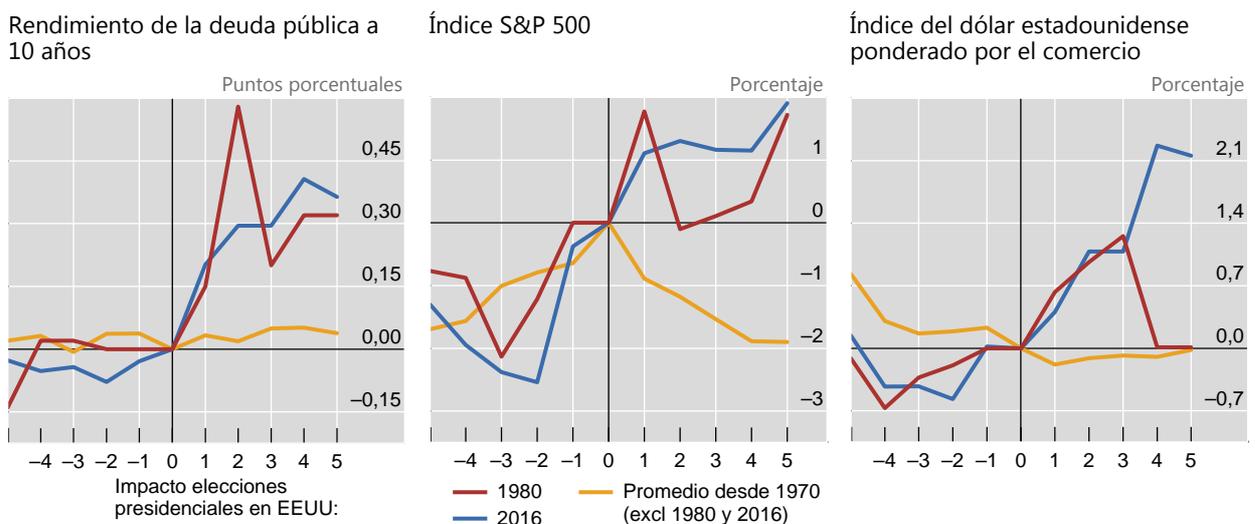
El funcionamiento del mercado se mostró resiliente pese a las grandes oscilaciones de los precios registradas a lo largo de la noche y en los días siguientes. La liquidez del mercado se mantuvo en niveles adecuados. El volumen de negociación de los títulos del Tesoro estadounidense aumentó, situándose por encima de su promedio a largo plazo (Gráfico 2, panel derecho). Similar a lo ocurrido tras el Brexit, las volatilidades en los mercados de renta fija y variable retornaron en pocas jornadas a sus niveles previos.

En los primeros días tras las elecciones, los mercados reaccionaron de manera abrupta. Tanto las cotizaciones bursátiles como los rendimientos de la deuda subieron en Estados Unidos, reproduciendo la dinámica observada en torno a la elección de Ronald Reagan en 1980 (Gráfico 3). Esto sugería que los mercados descontaban un crecimiento más rápido y mayores beneficios empresariales en Estados Unidos ante la previsión de una política fiscal más expansiva, unos impuestos más bajos y una regulación más laxa. En particular, se reafirmaron las promesas realizadas durante la campaña electoral de lanzar un paquete de estímulo fiscal de 1 billón de dólares—equivalente a un 5% del PIB de Estados Unidos— y de reducir los impuestos sobre la renta de las personas físicas y de sociedades, aunque los detalles de estos planes aún no se han concretado. A consecuencia del optimismo reinante, las bolsas estadounidenses alcanzaron máximos récord a finales de noviembre (Gráfico 1, panel central).

En previsión de una regulación bancaria más laxa y unas tasas de interés más altas, las cotizaciones bursátiles de los bancos estadounidenses superaron las del pujante índice general (Gráfico 1, panel central). Las acciones de los bancos estadounidenses subieron de forma generalizada ante las perspectivas de una expansión cíclica y unos mayores márgenes de intermediación. Las expectativas de un posible debilitamiento de la Ley Dodd–Frank —la piedra angular de la reforma de la regulación financiera tras la Gran Crisis Financiera en Estados Unidos— alentaron notablemente la subida bursátil. Las cotizaciones de los bancos japoneses se

Reacciones en los mercados estadounidenses evocadoras de la primera elección de Reagan¹

Gráfico 3



¹ Evolución de las reacciones del mercado durante los cinco días hábiles anteriores y posteriores a las fechas electorales; 4 de noviembre de 1980 (primera elección de Ronald Reagan), 8 de noviembre de 2016 (elección de Donald Trump).

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

beneficiaron del mayor optimismo, mientras que las de bancos europeos permanecieron básicamente estables.

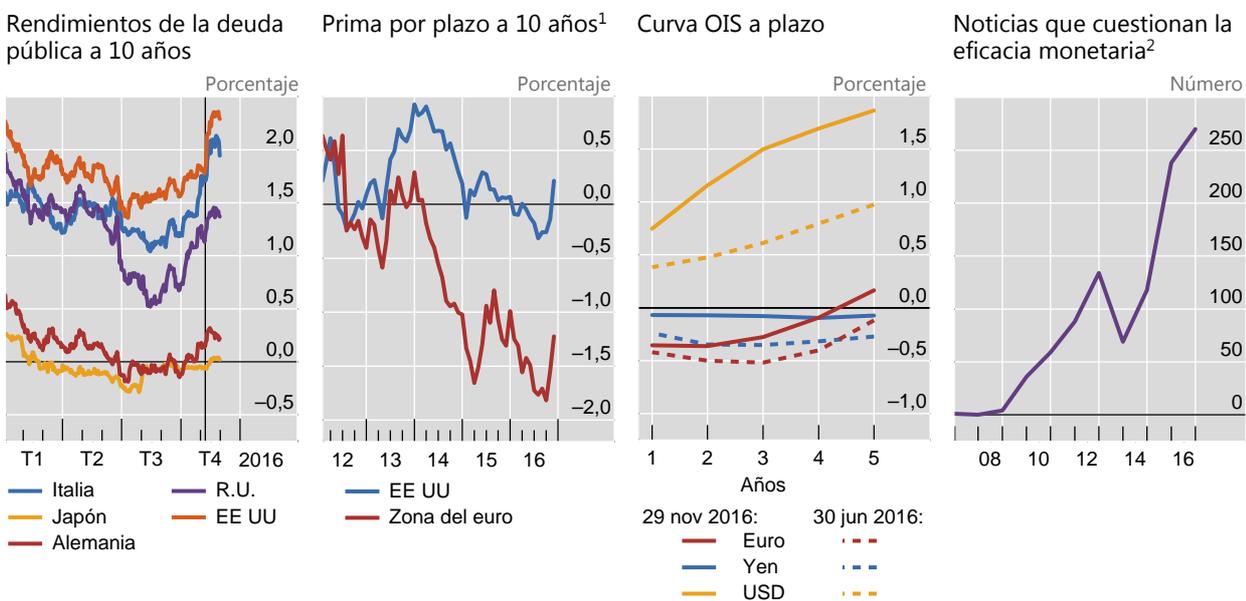
Ventas generalizadas en los mercados de deuda

El acusado repunte de los rendimientos tras las elecciones estadounidenses acentuó la tendencia observada desde mediados de año (Gráfico 4, primer panel). Hasta el 8 de noviembre, los rendimientos de los títulos del Tesoro a 10 años habían ganado 50 puntos básicos desde sus mínimos históricos de comienzos de julio. Tras conocerse el resultado electoral, los rendimientos subieron otros 20 puntos básicos, la mayor variación diaria desde el *taper tantrum* de 2013, superior al 99% de las oscilaciones intradiarias de este rendimiento en los últimos 25 años. Los rendimientos siguieron subiendo hasta ganar en total casi 100 puntos básicos desde el verano, una variación similar a la registrada durante el *taper tantrum*.

Las expectativas de una política monetaria más restrictiva, junto con unas mayores primas por plazo, contribuyeron al aumento de los rendimientos (Gráfico 4, segundo panel). La probabilidad implícita en el mercado de que la Reserva Federal suba las tasas en diciembre aumentó desde apenas por encima del 50% al inicio del trimestre hasta casi el 100% a finales de noviembre. El mercado anticipó también un ritmo de endurecimiento ligeramente menos gradual, aunque por debajo de la trayectoria implícita en las previsiones de los miembros del Comité Federal para las Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) y a un ritmo lento con arreglo a patrones

Elevados rendimientos con expectativas de política monetaria más restrictiva

Gráfico 4



La línea vertical indica el 8 de noviembre de 2016, fecha de las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

¹ A partir de un modelo conjunto de coyuntura macroeconómica y estructura temporal; Véase P. Hordahl y O Tristani, «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», *BIS working papers*, nº 228, mayo de 2007; para la zona del euro, se utilizan los datos de la deuda pública francesa; a partir de datos preliminares de noviembre de 2016. ² Número total de artículos por año publicados en los principales medios informativos que mencionan «ineficaz», «menos eficaz» o «límites de la política monetaria» refiriéndose al Banco de Japón o el BCE. La cifra para 2016 está anualizada.

Fuentes: Bloomberg; Factiva; cálculos del BPI.

históricos (Gráfico 4, tercer panel). Además, la fuerte revaluación de las primas por plazo tuvo una influencia significativa. El cambio en el clima de confianza en noviembre impulsó las primas por plazo hasta territorio positivo, aunque aún son muy bajas.

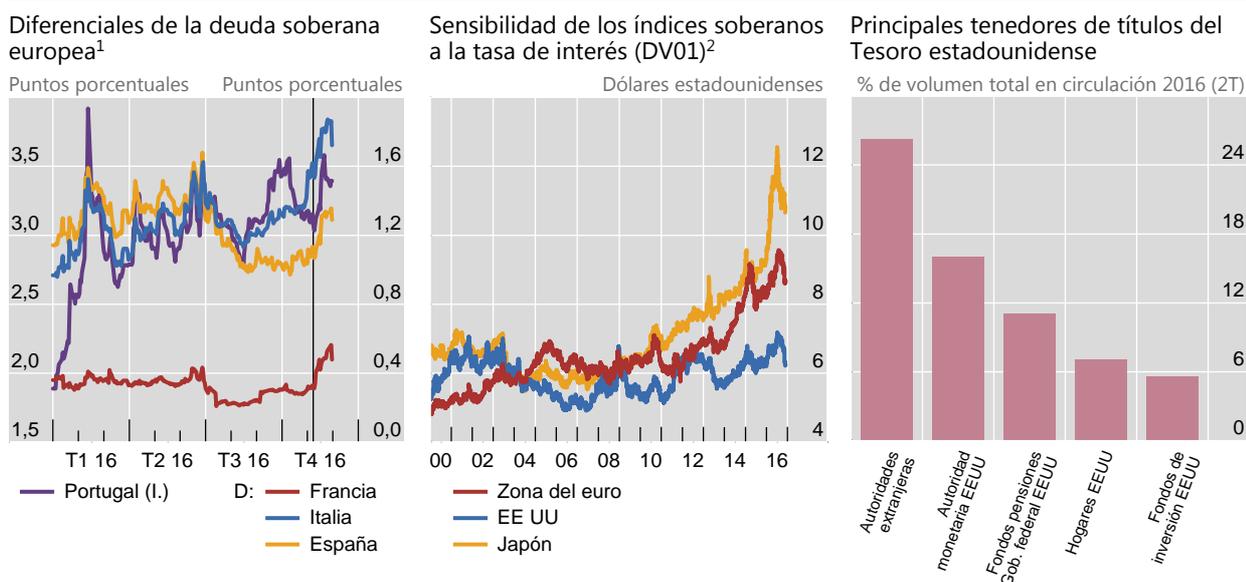
Con la excepción de Japón, los rendimientos de la deuda pública de las principales economías avanzadas reflejaron la dinámica de los títulos del Tesoro estadounidense (Gráfico 4, primer panel). Recuperándose de sus mínimos históricos del verano, estos rendimientos registraron subidas similares a las del *taper tantrum*. A mediados de noviembre, los *gilts* británicos a 10 años habían recuperado todo el terreno perdido tras la votación del Brexit. Por su parte, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro a 10 años subieron en promedio aproximadamente 50 puntos básicos. Al igual que en Estados Unidos, aumentaron tanto las expectativas de un endurecimiento monetario como las primas por plazo. Los rendimientos de la deuda japonesa a 10 años cayeron en cierta medida después del 21 de septiembre, cuando el Banco de Japón anunció su nueva política de «control de la curva de rendimientos», pero volvieron luego a territorio positivo en noviembre.

Aparte de los efectos de propagación directos desde el mercado de títulos del Tesoro estadounidense, otro factor que alentó el aumento de los rendimientos de la deuda pública en Japón y la zona del euro fueron las menguantes expectativas de una nueva relajación monetaria (Gráfico 4, tercer panel). Esto reflejó la mejora del contexto macroeconómico, así como las fuerzas de índole política y económica contrarias a una relajación adicional. En los últimos años, los comentaristas del mercado han venido cuestionando cada vez más la eficacia de la política monetaria (Gráfico 4, cuarto panel). También han suscitado preocupación las posibles consecuencias perjudiciales sobre el sistema financiero de las actuales tasas bajas o negativas. Además, algunos analistas se han cuestionado si, en algún momento, la escasez de títulos admisibles podría reducir la capacidad de los bancos centrales para mantener sus programas de compra de deuda.

Los diferenciales de rendimiento entre la deuda pública de los países de la zona del euro también se ampliaron. Los mercados de Francia, España, Italia y Portugal fueron los más afectados, con subidas de sus diferenciales frente al bono alemán a 10 años de 30–60 puntos básicos desde el verano hasta finales de noviembre (Gráfico 5, panel izquierdo). La mayor incertidumbre política parece haber influido, ya que tanto Italia como Francia acudirán a las urnas en los próximos meses. El resultado del referéndum en Italia el 4 de diciembre añadió incertidumbre política y económica a las perspectivas.

Los mercados de las economías avanzadas se ajustaron de manera ordenada al rápido aumento de los rendimientos pese a un riesgo de duración en máximos récord. Mientras las carteras de deuda seguían muy vulnerables a las variaciones de las tasas de interés a tenor de su duración (Gráfico 5, panel central), los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa se mantuvieron ajustados, a diferencia del episodio del *taper tantrum*. De julio a noviembre de 2016, los diferenciales en Estados Unidos de hecho se estrecharon, situándose a finales de noviembre casi en mínimos del año. En la zona del euro, esos mismos diferenciales se ampliaron ligeramente, aunque aún eran un 20% más bajos que tras el referéndum sobre el Brexit. Además, la volatilidad en los mercados de deuda se mantuvo contenida (Gráfico 1, panel izquierdo).

El limitado impacto de los mayores rendimientos sobre los mercados podría en parte reflejar la capacidad de los principales tenedores de deuda pública para soportar pérdidas a precios de mercado (Gráfico 5, panel derecho), así como los



La línea vertical indica el 8 de noviembre de 2016, fecha de las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

¹ Diferencial de los rendimientos de la deuda pública a 10 años denominada en moneda local frente al rendimiento de la deuda alemana comparable. ² Variación en dólares del valor del bono por cada punto porcentual de variación del rendimiento del bono; es proporcional al precio del bono multiplicado por su duración modificada.

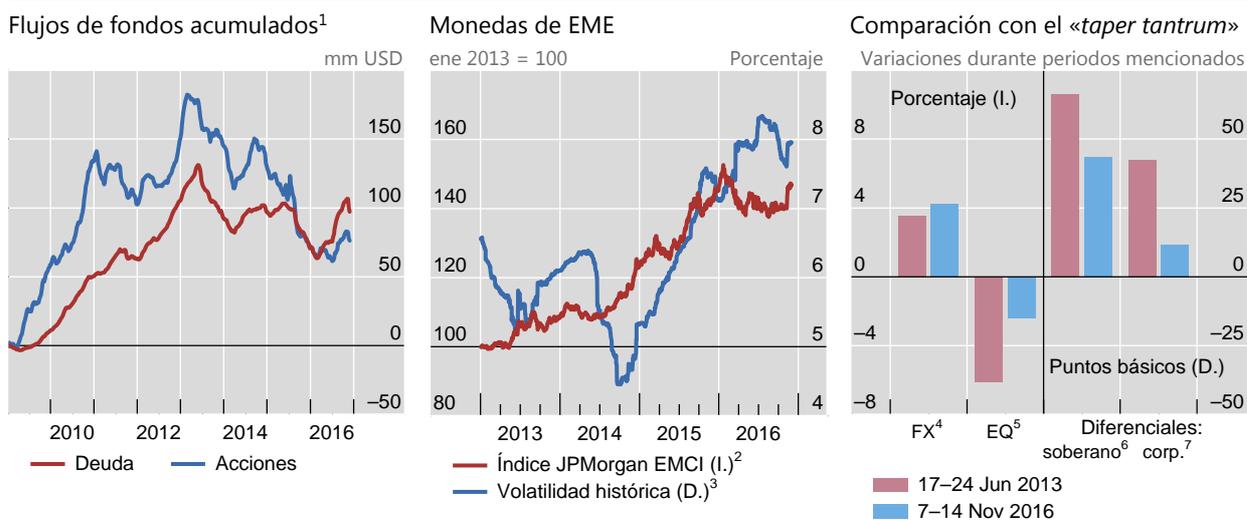
Fuentes: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; datos nacionales; cálculos del BPI.

escasos signos de espirales negativas causadas por operaciones de cobertura. Por ejemplo, alrededor del 40% de los títulos de Tesoro estadounidense estaban en manos de la Reserva Federal o del sector público de países extranjeros. Los fondos de pensiones (el tercer mayor tenedor de títulos del Tesoro) y las compañías de seguros podrían incluso beneficiarse de las crecientes tasas en el medio plazo, ya que un entorno de rendimientos normalizado les permitiría conseguir más fácilmente los rendimientos prometidos. Sin embargo, las minusvalías en el corto plazo podrían afectar a sus beneficios y a su capital dependiendo de la normativa contable. Además, la actividad de cobertura de las empresas con respaldo público (GSE), que contribuyeron a las turbulencias de los mercados de deuda en 1994, es ahora mucho menor. El motivo es que, en el marco de las políticas de expansión cuantitativa (QE), las GSE vendieron gran parte de sus carteras a la Reserva Federal, que no cubre sus valores¹.

Las economías de mercado emergentes bajo presión

El clima de confianza de los inversores en las economías de mercado emergentes se deterioró tras las elecciones estadounidenses. Hasta finales de octubre, las EME apenas se habían visto afectados por los crecientes rendimientos en las economías avanzadas. Los mercados de renta variable de las EME habían permanecido estables,

¹ Véase un debate más profundo en T. Ehler y E. Eren (2016); «Evolución de los mercados de derivados sobre tasas de interés», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre.



FX = tipo de cambio; EQ = índice bursátil.

¹ Flujos semanales acumulados desde comienzos de 2009; datos hasta el 23 de noviembre de 2016. ² Tipo de cambio medido por el Índice JPMorgan Emerging Market Currency (EMCI). Un aumento indica una depreciación de las monedas de EME frente al dólar estadounidense. ³ Desviación típica móvil de un año de las variaciones porcentuales diarias, en términos anuales. ⁴ Índice JPMorgan Emerging Market Currency Index (EMCI); un valor positivo indica una depreciación de las monedas de EME frente al dólar estadounidense. ⁵ Media simple de los índices bursátiles de las EME. ⁶ Índice JPMorgan EMBI Global, diferencial neto de garantías. ⁷ Índice JPMorgan CEMBI, diferencial neto de garantías.

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

al igual que sus tipos de cambio, mientras que los diferenciales de rendimiento habían caído en torno a 80 puntos básicos desde mediados de año. Al mismo tiempo, los fondos en renta fija y renta variable de las EME habían aumentado sus activos gestionados en más de 50 000 millones de dólares tras un fuerte repunte de los flujos de entrada a comienzos de julio. La emisión de deuda por prestatarios de las EME también había continuado a un ritmo sostenido durante el segundo y el tercer trimestre². Tras las elecciones estadounidenses, las monedas de las EME se depreciaron, sus diferenciales de rendimiento se ampliaron y sus mercados bursátiles cayeron.

Las depreciaciones de los tipos de cambio de las EME y las salidas de fondos invertidos en deuda de estas economías a mediados de noviembre fueron incluso más acusadas que en el punto álgido del *taper tantrum*. Las EME experimentaron su mayor salida semanal de fondos invertidos en deuda durante la semana posterior a las elecciones estadounidenses (Gráfico 6, panel izquierdo). Los inversores también retiraron fuertes cantidades de los mercados de renta variable (mismo panel). En consonancia con los grandes flujos de salida, la reacción de los tipos de cambio de las EME fue más pronunciada que en la peor semana del *taper tantrum* (panel derecho).

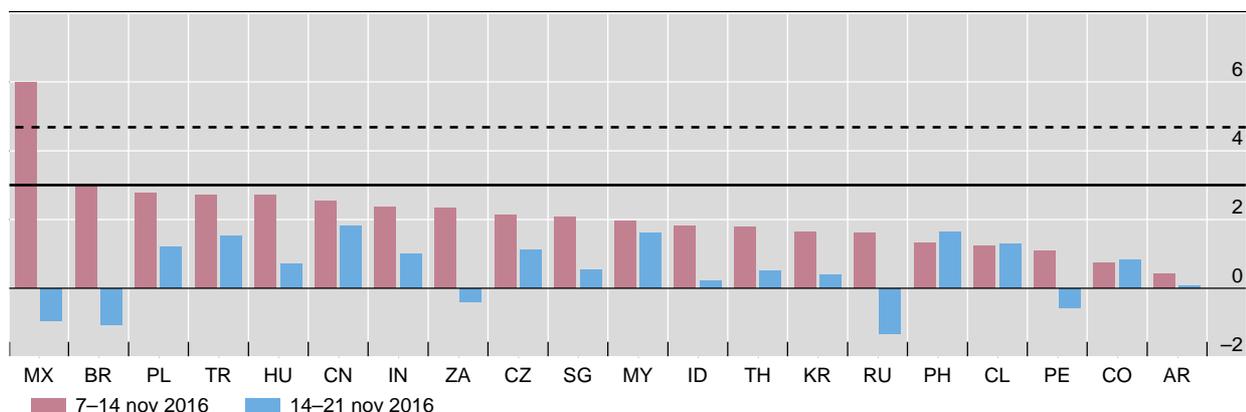
Las fluctuaciones de los tipos de cambio se produjeron en un contexto de mucha mayor volatilidad cambiaria y un dólar más fuerte que en 2013. En comparación con su mínimo poscrisis registrado al inicio del *taper tantrum*, la volatilidad de los tipos de cambio de las EME fue un 40% más alta a finales del tercer trimestre de este año

² Véase «Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2016.

Las elecciones estadounidenses alteran los tipos de cambio en menos de tres desviaciones típicas¹

Variaciones de los tipos de cambio bilaterales nominales frente al dólar estadounidense

Gráfico 7



La línea horizontal continua equivale a tres. La línea horizontal discontinua muestra la variación del tipo de cambio medido por el Índice JPMorgan Emerging Market Currency Index (EMCI) ajustada en proporción a la volatilidad registrada durante el periodo comprendido entre el 17 y el 24 de junio de 2013 («*taper tantrum*»).

¹ Variaciones del tipo de cambio nominal frente al dólar estadounidense durante el correspondiente periodo ajustadas en proporción a la volatilidad registrada. Las volatilidades se calculan como la desviación típica de las variaciones diarias en el horizonte de 1 año al final de la semana anterior al correspondiente evento (en el caso de las elecciones estadounidenses, el 4 de noviembre de 2016; en el caso del «*taper tantrum*», el 14 de junio de 2013). Una cifra positiva indica una depreciación de la moneda local frente al dólar estadounidense.

Fuentes: datos nacionales; cálculos del BPI.

(Gráfico 6, panel central). La volatilidad había crecido continuamente durante los dos últimos años mientras el dólar se fortalecía. Desde mayo de 2014 hasta su máximo en enero de 2016, el dólar se había apreciado más de un 40% frente a una cesta de monedas de EME.

Se observa que las variaciones de los tipos de cambio tras las elecciones en Estados Unidos fueron elevadas pero no extremas si se tiene en cuenta el aumento de la volatilidad general en el mercado. En todas las EME, excepto México, la variación durante la semana en torno a las elecciones fue inferior a tres desviaciones típicas de las variaciones semanales (Gráfico 7), mucho menor que la oscilación de 4,5 desviaciones típicas observada en junio de 2013, en el momento álgido del *taper tantrum*. Además, tras la severa perturbación inicial, los mercados de divisas se estabilizaron en la segunda semana posterior a la elección. Pese a la continua presión alcista sobre el dólar, las monedas de algunas EME recuperaron parte del terreno perdido durante esa semana, particularmente en América Latina. A finales de noviembre, y pese a estas oscilaciones, ni los tipos de cambio del dólar frente a la cesta monedas ni la mayoría de los bilaterales habían traspasado aún los niveles de enero.

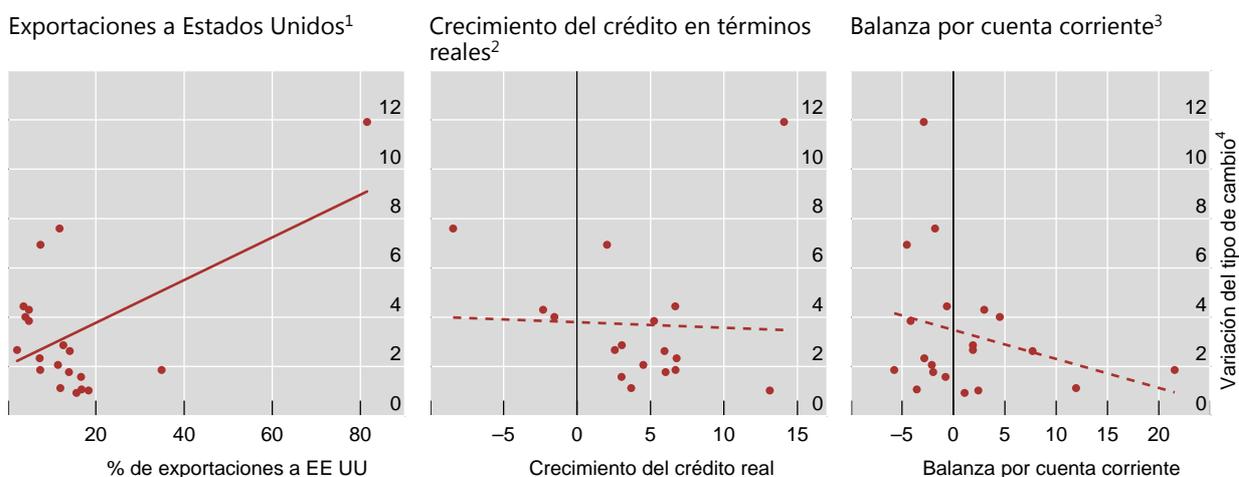
A diferencia del *taper tantrum*, este otoño los indicadores de desequilibrios internos no indujeron reacciones del mercado de las EME. Por ejemplo, entre mayo y septiembre de 2013, parece que los inversores discriminaron en mayor medida a los países que habían experimentado rápidos crecimientos del crédito y abultados déficits por cuenta corriente³, pero estos factores no influyeron en el reciente episodio (Gráfico 8, paneles central y derecho). De igual modo, tampoco los lazos

³ Véase Banco de Pagos Internacionales, *84º Informe Anual*, Recuadro II.A, junio de 2004.

Pocos factores comunes explican las fluctuaciones de los tipos de cambio de EME

En porcentaje; últimos datos disponibles

Gráfico 8



Una recta de regresión continua (discontinua) denota una relación significativa (no significativa) a un nivel del 5%.

¹ En porcentaje de las exportaciones totales. La recta de regresión no es significativa si se excluye México de la muestra. ² Crecimiento interanual. ³ En porcentaje del PIB; datos anualizados. ⁴ Un valor positivo indica una depreciación de la moneda local frente al dólar estadounidense durante el periodo comprendido entre el 7 y el 14 de noviembre de 2016.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Bloomberg; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

comerciales con Estados Unidos parecieron inducir las fluctuaciones en general, pese al temor por el creciente sentimiento de proteccionismo en ese país (Gráfico 8, panel izquierdo). La relación estadística entre la exposición comercial frente a Estados Unidos y la depreciación de la moneda solo fue significativa para el peso mexicano⁴, que fue la moneda más afectada, cayendo un 12% en una semana como reflejo de posibles cambios tanto en el comercio como en las políticas de inmigración en Estados Unidos.

A diferencia también del episodio de 2013, esta vez las reacciones de los mercados de acciones y bonos de las EME fueron más moderadas, posiblemente como reflejo de un entorno económico y financiero distinto (Gráfico 6, panel derecho). El *taper tantrum* provocó una repentina salida de capitales desde las EME tras un largo periodo de fuertes flujos de entrada que se remonta a 2009 (Gráfico 6, panel izquierdo). En cambio, entre 2013 y 2015, las EME habían sufrido masivas salidas de fondos —aproximadamente equivalentes al 60% de las entradas previas al *taper tantrum*— ante la depreciación y mayor volatilidad de sus tipos de cambio y sus perspectivas económicas menos favorables. En los últimos años, se había concedido crédito a interés fijo y plazos relativamente largos, reduciéndose así el riesgo de espirales negativas inmediatas. Las recientes reacciones más optimistas de los mercados de renta fija y variable también podrían haber reflejado el hecho de que, en el futuro, las EME puedan beneficiarse de cualquier impulso esperado al crecimiento estadounidense.

⁴ Los resultados estadísticos son robustos con diferentes medidas de exposición comercial a Estados Unidos, como la ponderación específica de Estados Unidos en el tipo de cambio ponderado por el comercio o una medida que capta las relaciones comerciales directas e indirectas a partir de R. Auer, A. Levchenko y P. Sauré, «International inflation spillovers through input linkages», BPI, mimeografía, 2016.

Pese a las reacciones relativamente contenidas de los mercados de activos en noviembre, aún persiste considerable incertidumbre sobre las EME. Las vulnerabilidades son tanto externas como internas. En cuanto a las externas, tras las elecciones estadounidenses, el reajuste de los precios de los activos de las EME incorporó las nuevas perspectivas de un auge de la economía estadounidense, rendimientos más altos a escala mundial, la apreciación del dólar y la posibilidad de medidas contrarias al libre comercio. Las relaciones de compromiso entre estos canales podrían cambiar con rapidez, dada, en especial, la elevada incertidumbre política. La dinámica del mercado también podría verse afectada por las grandes exposiciones históricas frente a los fondos de EME. Asimismo, casi el 10% de la deuda corporativa de las EME denominada en dólares vence en 2017, por lo que deberán renovarse o devolverse cerca de 120 000 millones de dólares, lo que podría aumentar las presiones sobre esas economías. A nivel interno, algunas EME todavía se enfrentan a desequilibrios relacionados con recientes episodios de rápido crecimiento del crédito⁵.

Los costes de la financiación en dólares aumentan tras la reforma

En octubre, los mercados financieros mundiales concluyeron un año de ajuste a un importante cambio en la intermediación de la financiación bancaria mayorista. El 14 de octubre entraron en vigor en Estados Unidos una serie de reformas reguladoras sobre los fondos de inversión en activos del mercado monetario (MMF) «*prime*», que son una importante fuente de financiación a corto plazo en dólares para los bancos del todo el mundo. La salida masiva de fondos de los MMF en septiembre de 2008 protagonizó la fase más aguda de la Gran Crisis Financiera. La normativa de la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos exige ahora a los MMF *prime* institucionales — que invierten en una combinación de obligaciones de los sectores público y privado— adoptar una estructura variable para su valor liquidativo. También se les permite imponer comisiones por liquidez y límites a los reembolsos en caso de un fuerte aumento de las salidas de fondos.

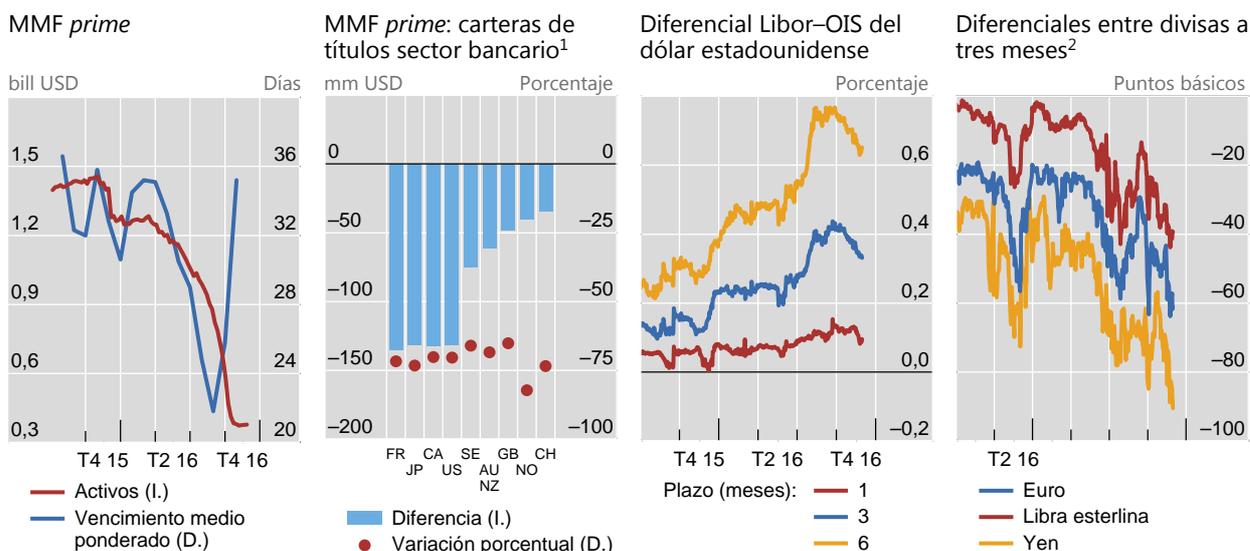
La introducción de la nueva normativa había reducido el tamaño de los fondos *prime* en casi un 75% desde octubre de 2015. En términos absolutos, sus activos totales cayeron más de 1 billón de dólares (Gráfico 9, primer panel). Al mismo tiempo, los activos gestionados por los MMF que únicamente invierten en títulos públicos u operaciones con pacto de recompra y no están sometidos a las nuevas regulaciones aumentaron en una cuantía similar.

Ante la rápida caída de sus activos gestionados, los MMF *prime* recortaron su financiación a los bancos de todo el mundo, especialmente frente a bancos en Canadá, Francia y Japón. Desde octubre del pasado año, el volumen de crédito concedido por estos fondos a instituciones financieras de cada uno de esos tres países cayó en torno a 130 000 millones de dólares. Esto representó una contracción de al menos el 70% de la financiación a corto plazo en dólares captada por los MMF *prime* (Gráfico 9, segundo panel).

⁵ Véase «Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2016.

Las tasas de la financiación en dólares aumentan al entrar en vigor la reforma de los MMF

Gráfico 9



¹ Variaciones entre finales de octubre de 2015 y finales de octubre de 2016. ² Diferenciales de los *swaps* de tasas de interés variables a tres meses frente al dólar estadounidense.

Fuentes: Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos; Investment Company Institute; Bloomberg.

Para contar con flexibilidad suficiente en caso de rápidos reembolsos, los MMF *prime* también han acortado el plazo de vencimiento de sus activos. El vencimiento medio ponderado de sus inversiones se redujo desde casi 36 días en octubre de 2015 hasta cerca de 20 días en agosto de 2016 (Gráfico 9, primer panel). Desde ese mínimo, sin embargo, los vencimientos medios se recuperaron por completo a finales de octubre de 2016.

Estos reajustes de las carteras han elevado notablemente los costes de la financiación en dólares, particularmente en el caso de pasivos a plazos relativamente largos (Gráfico 9, tercer panel). En promedio, el diferencial Libor-OIS del dólar estadounidense a un mes fue 5 puntos básicos más amplio en noviembre de este año que en octubre de 2015, mientras que esos mismos diferenciales a tres y seis meses se ampliaron 20 y 36 puntos básicos, respectivamente. Los costes de fuentes de financiación alternativa en dólares, como los diferenciales de los *swaps* de tasas de interés variables entre divisas (*cross-currency basis swaps*), que se añaden a los costes de emitir en una moneda distinta del dólar y permutar los fondos obtenidos por dólares, también han crecido, indicando la existencia de anomalías en este mercado (Gráfico 9, cuarto panel)⁶.

Estos diferenciales Libor-OIS significativamente más amplios tuvieron efectos limitados en los mercados financieros en general. Anteriores episodios con amplios diferenciales durante la Gran Crisis Financiera y la crisis de la deuda soberana europea obedecieron a un deterioro de la solvencia bancaria, dando lugar a unas condiciones financieras más rigurosas en general. En cambio, la actual ampliación de los

⁶ Véase C. Borio, V. Sushko, R. McCauley y P. McGuire, «The failure of covered interest parity: FX hedging demand and costly balance sheets», *BIS Working Papers*, n° 590, octubre de 2016; y S. Avdjiev, W. Du, C. Koch y H. S. Shin, «The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity», *BIS Working Papers*, n° 592, noviembre de 2016.

diferenciales se debe básicamente a cambios en la regulación. Prestatarios que antes se financiaban a través de MMF han buscado financiación en otros vehículos y mercados. Por ejemplo, los bancos canadienses han aumentado su emisión neta de títulos de deuda internacionales a largo plazo en más de 20 000 millones de dólares desde comienzos de año (Gráfico 5, «Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2016.). Dicho esto, los mayores diferenciales han tenido un impacto en los costes de endeudamiento de las empresas y los hogares que se han endeudado a tasas vinculadas al Libor.