

Las divergencias se amplían en los mercados

El comienzo del segundo semestre de 2018 marcó un cambio radical en el sentir de los mercados financieros. Un nuevo repunte del dólar estadounidense y la escalada de tensiones comerciales provocaron un endurecimiento desigual de las condiciones financieras mundiales. La Reserva Federal continuó retirando la acomodación monetaria de forma gradual y predecible, mientras que la economía estadounidense volvió a acelerarse, en parte gracias a los estímulos fiscales del pasado año. Sin embargo, las condiciones financieras en Estados Unidos siguieron relajándose. Las condiciones se endurecieron ligeramente en los mercados crediticios de algunas economías avanzadas (EA). En cambio, el endurecimiento fue muy acusado en las economías de mercado emergentes (EME), algunas de las cuales sufrieron depreciaciones cambiarias y vieron reducido su acceso a financiación, en un contexto caracterizado por indicios de desorden en los mercados de las economías más vulnerables.

Los mercados financieros de Estados Unidos describieron una trayectoria muy distinta de la del resto de mercados. Las bolsas estadounidenses avanzaron hasta dejar claramente atrás a las de EA y EME, y su volatilidad se redujo progresivamente. La constante acomodación proporcionada por el BCE y el Banco de Japón y el repliegue hacia activos seguros de quienes habían invertido en las EME ahora en dificultades contribuyeron a mantener a raya los rendimientos de la deuda pública estadounidense a largo plazo pese a las expectativas de nuevas emisiones del Tesoro. Como consecuencia, la curva de rendimientos estadounidense volvió a aplanarse, acercándose a la inversión. En general, las condiciones financieras continuaron siendo más laxas en Estados Unidos que en el resto de las principales EA. Por ejemplo, mientras que los diferenciales de rendimiento de los prestatarios corporativos estadounidenses se mantuvieron relativamente planos entre junio y mediados de septiembre, los de la deuda corporativa europea registraron ampliaciones moderadas que se sumaron a las que ya se habían producido en mayo. Este incremento de los diferenciales se debió en parte al aumento de los costes de endeudamiento que sufrieron algunas entidades financieras europeas como consecuencia de las tensiones soberanas dentro de la zona del euro y las exposiciones de algunos bancos a EME vulnerables.

El endurecimiento de las condiciones financieras en las EME agravó la presión a la que ya se habían visto sometidas en fechas anteriores del año. En un contexto de mayor fortaleza del dólar estadounidense, crecientes tensiones comerciales y nuevos

indicios de una desaceleración de la economía china, las entradas de inversión de cartera siguieron siendo reducidas. Con la complicación añadida de las vulnerabilidades internas, determinados países experimentaron incluso salidas de inversión de cartera, ya que la incertidumbre política o de las políticas contribuyó a las tensiones del mercado en algunas jurisdicciones. La depreciación de las monedas coincidió con una ampliación de los diferenciales soberanos tanto para instrumentos denominados en dólares como para los títulos en moneda local. Los daños que los activos de EME fueron acumulando desde que comenzara la escalada de tensiones comerciales mundiales a finales de marzo fueron en algunos aspectos mayores que los causados por el *taper tantrum* de 2013 o la devaluación del renminbi en agosto de 2015. Sin embargo, en términos generales los niveles de los diferenciales soberanos se situaron en esta ocasión por debajo de los de episodios anteriores y el contagio desde los países más afectados fue limitado. No obstante, a mediados de septiembre los inversores continuaban preocupados por la posibilidad de que las tensiones financieras de las EME se intensificaran y se propagaran a otros países.

Los mercados estadounidenses siguen su propio camino

Los mercados financieros mundiales siguieron trayectorias cada vez más divergentes durante el periodo analizado, que abarca desde principios de junio hasta mediados de septiembre de este año. Tras el aumento de las tensiones comerciales, los activos de riesgo estadounidenses superaron el rendimiento de los del resto de jurisdicciones, en ocasiones por un amplio margen. Aunque la Reserva Federal endureció su política monetaria mientras que el BCE y el Banco de Japón mantuvieron la acomodación, los diferenciales crediticios se ampliaron más en la zona del euro que en Estados Unidos. En parte, esto se debió a las tensiones políticas de la zona del euro y a la acusada apreciación del dólar estadounidense, que perjudicó considerablemente a los activos de EME y, en última instancia, también a los bancos europeos.

La divergencia entre el mercado estadounidense y el resto fue especialmente palpable en los precios de las acciones. El mejor comportamiento de los mercados estadounidenses de renta variable se debió a los fuertes beneficios empresariales y las recompras de acciones, alimentados por la reciente reforma fiscal, así como a la excepcional evolución de las acciones de su sector tecnológico. Pese a la escalada de las tensiones comerciales, que provocó caídas en la mayoría de los parques bursátiles los días en que se conocieron noticias negativas (Gráfico 1, primer panel), el índice S&P 500 recuperó todas sus pérdidas previas y llegó a superar el máximo histórico que había marcado a finales de enero. En cambio, los mercados de renta variable de otras EA registraron ganancias relativamente moderadas y en las bolsas chinas se prolongaron las pérdidas sufridas en fechas anteriores del año. Para mediados de septiembre, el índice del mercado de Shanghái se situaba casi un 15% por debajo de su nivel de principios de junio (Gráfico 1, segundo panel), cerca del valle de principios de 2016. Otros mercados bursátiles de EME registraron escasos cambios en moneda local, aunque perdieron bastante terreno en dólares estadounidenses al depreciarse sus monedas nacionales.

Las volatilidades implícitas de las principales clases de activos de EA se mantuvieron contenidas (Gráfico 1, tercer panel). En los mercados de renta variable, la volatilidad experimentó repuntes pasajeros, pero siguió por debajo de los promedios posteriores a la Gran Crisis Financiera (GCF). En el caso de Estados Unidos,

Los mercados de renta variable divergen en medio de tensiones comerciales; se mantiene la reducida volatilidad

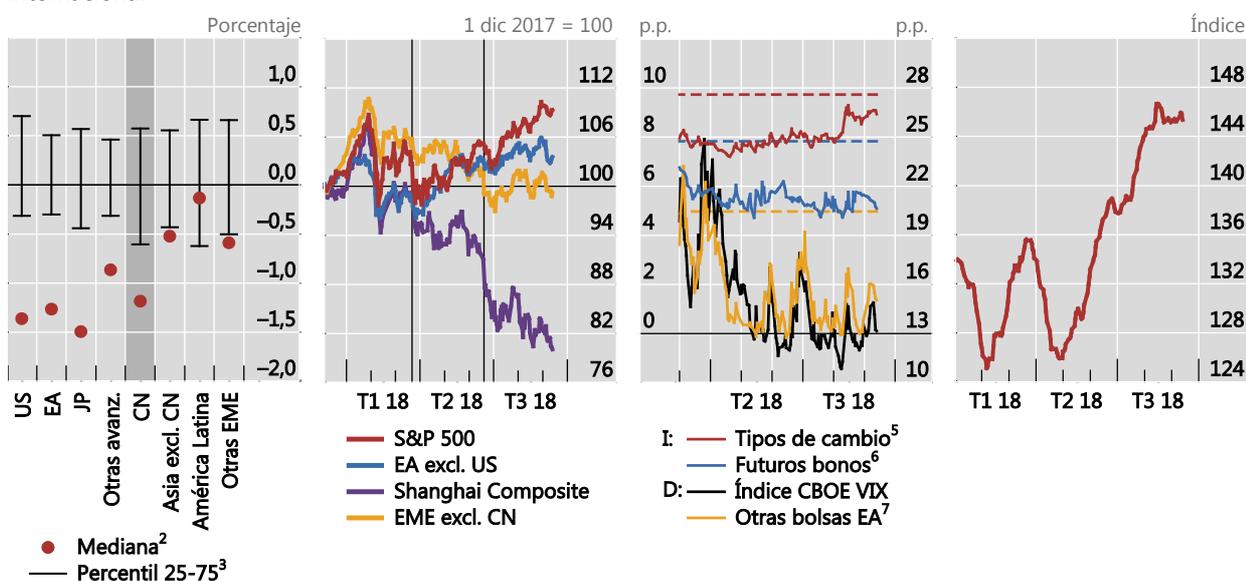
Gráfico 1

Las acciones caen en días con noticias negativas sobre comercio internacional¹

Los mercados bursátiles divergen⁴

Las volatilidades implícitas se mantienen estables...

... pero el índice CBOE SKEW sube con fuerza⁸



Las líneas verticales del segundo panel indican el 22 de marzo de 2018 (Estados Unidos anuncia medidas contra China en el marco de una investigación según la Sección 301 de la normativa de la Oficina del Representante del Comercio Exterior (USTR)) y el 19 de junio de 2018 (Estados Unidos anuncia la imposición de aranceles sobre importaciones procedentes de China por valor de otros 200 000 millones de dólares).

Las líneas discontinuas del tercer panel indican medias simples del periodo comprendido entre el 1 de enero de 2010 y el 12 de septiembre de 2018.

¹ Los agregados son medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA de 2017. América Latina excepto AR; otras EME excepto TR.
² Rentabilidades diarias en las fechas de publicación de las noticias: 1 marzo 2018 (EE UU anuncia su intención de imponer aranceles sobre las importaciones de acero y aluminio); 22 marzo 2018 (EE UU anuncia medidas contra China en el marco de una investigación según la Sección 301 de la normativa de la USTR); 23 marzo 2018 (China anuncia aranceles como represalia); 19 junio 2018 (EE UU anuncia la imposición de aranceles sobre importaciones procedentes de China por valor de otros 200 000 millones de dólares); 25 junio 2018 (Harley-Davidson anuncia el traslado de parte de su producción al extranjero en respuesta a los aranceles de la UE) y 10 julio 2018 (la USTR publica una lista de objetivos propuestos para los aranceles sobre importaciones procedentes de China por importe de 200 000 millones de dólares).
³ Distribución intercuartil de rentabilidades diarias en días sin noticias durante el periodo enero 2018-julio 2018.
⁴ Para EA excepto EE UU y EME excepto CN, media simple de los índices bursátiles de los países.
⁵ 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.
⁶ Volatilidad implícita (VI) de las opciones *at-the-money* sobre contratos de futuros sobre bonos a largo plazo de DE, GB, JP y US; media ponderada por el PIB y los tipos de cambio PPA.
⁷ Volatilidad implícita de los índices EURO STOXX 50, FTSE 100 y Nikkei 225; media ponderada basada en la capitalización bursátil.
⁸ Media móvil de 22 días hábiles.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

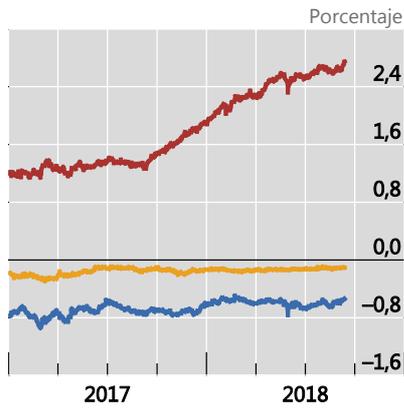
la volatilidad implícita se situó ligeramente por debajo de los niveles de otros mercados bursátiles de EA. Mientras que las volatilidades de los tipos de cambio se estabilizaron a sus niveles de los meses precedentes, las de los futuros sobre bonos de EA mantuvieron su tendencia a la baja hasta mediados de septiembre.

Las fuertes ganancias y la escasa volatilidad del S&P 500 ocultaban cierta sensación de fragilidad. El coste de los seguros frente a grandes caídas de este índice en el mercado de opciones subió hasta un nivel inusitadamente elevado, como indica el pico marcado por el índice SKEW (Gráfico 1, cuarto panel). Este índice había virado a finales de abril al continuar la escalada de tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

La curva de rendimientos estadounidense vuelve a aplanarse, en parte por la búsqueda de activos seguros¹

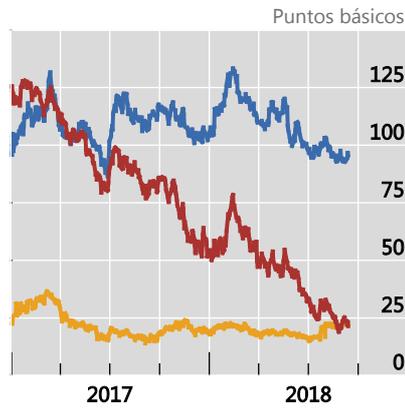
Gráfico 2

Los rendimientos a corto plazo divergen



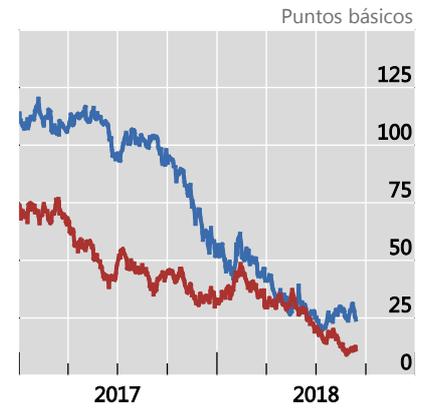
2 años: — US — DE — JP

Los diferenciales a largo plazo se estrechan en Estados Unidos...



Diferenciales por plazo 2-10 años:
— US — DE — JP

... y la curva de rendimientos se aplanan



Diferencial por plazo EE.UU.:
— 5-2 años — 30-5 años

¹ Basados en los rendimientos de la deuda pública.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Favorecidos por la excelente coyuntura macroeconómica, los mercados asumieron sin dificultad la retirada gradual de la acomodación monetaria de la Reserva Federal. Sin duda reforzado por el considerable estímulo fiscal, el crecimiento estadounidense marcó un máximo plurianual en el segundo trimestre, en un entorno caracterizado por la fortaleza del mercado laboral (con el desempleo en su nivel más bajo desde 2000), mientras que la inflación subyacente alcanzó el nivel objetivo del banco central. Como consecuencia, la Reserva Federal volvió a subir 25 puntos básicos el intervalo objetivo para la tasa de los fondos federales en junio y continuó reduciendo su balance al ritmo previamente anunciado.

En las otras dos principales áreas monetarias se mantuvo la acomodación. Aunque el BCE anunció que esperaba dar por concluidos sus programas de compra de activos antes del final de 2018, también indicó que las tasas de interés seguirán bajas durante un periodo prolongado de tiempo. Por su parte, el Banco de Japón mantuvo su política de control de la curva de rendimientos y reiteró su objetivo de que el rendimiento del bono de deuda pública a 10 años de referencia permanezca en el 0%, pero amplió su margen de fluctuación de 10 a 20 puntos básicos. El banco central nipón también proporcionó orientación de expectativas, afirmando que mantendrá los bajos niveles actuales de las tasas de interés a corto y largo plazo durante un periodo prolongado.

La prima por plazo continuó reduciéndose en Estados Unidos. Los rendimientos a corto plazo siguieron avanzando, pero a un ritmo más lento que en fechas anteriores del año (Gráfico 2, panel izquierdo). En los plazos más largos, el rendimiento a 10 años fluctuó justo por debajo del 3% durante buena parte del periodo analizado, en parte presionado a la baja por el desplazamiento hacia activos seguros que provocó la tensión en las EME. Para mediados de septiembre el diferencial entre los instrumentos a 10 y a dos años había caído hasta los 25 puntos básicos, prácticamente la misma cifra que en Japón y unos 70 puntos básicos por debajo del diferencial de los bonos alemanes (Gráfico 2, panel central). La compresión

alcanzó a la práctica totalidad de la estructura temporal: los rendimientos de todos los vencimientos entre 2 y 30 años estaban separados por apenas 50 puntos básicos (Gráfico 2, panel derecho). La reducida prima por plazo contribuyó a mantener bajos los rendimientos a largo plazo¹.

En conjunto, las condiciones financieras estadounidenses se relajaron más o permanecieron sin cambios. Los indicadores amplios de condiciones financieras llevaban apuntando a una relajación desde abril, tras un breve periodo de endurecimiento fruto del repunte de la volatilidad del mercado bursátil en febrero. La relajación se ralentizó en junio, pero se reanudó en julio, mes en el que tuvo lugar un recrudecimiento de las tensiones comerciales. El índice de condiciones financieras de Bloomberg concluyó el periodo analizado a escasa distancia del mínimo postcrisis registrado a finales de 2017 (Gráfico 3, panel izquierdo). Con todo, los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa estadounidense con grado de inversión permanecieron por lo general sin cambios, poniendo fin a la moderada tendencia de ampliación que siguió al episodio de nerviosismo del mercado de febrero. Pese a su volatilidad, los diferenciales de la deuda corporativa de alta rentabilidad estadounidense siguieron próximos a los promedios registrados tras la GCF (Gráfico 3, panel central). Además, permanecieron claramente por debajo de su promedio a largo plazo de 1997, y no muy lejos de los reducidos niveles que alcanzaron antes de la GCF. Dicho de otro modo, la elevada toma de riesgos siguió en gran medida inalterada². En la misma línea, la financiación apalancada continuó en auge, reforzada por la búsqueda de rentabilidad, ya que los inversores se decantaron masivamente por instrumentos con tasas de interés variables, probablemente por temor a nuevas subidas de los rendimientos de los bonos y las consiguientes pérdidas de capital —una perspectiva aún más probable como consecuencia de la introducción de estímulos fiscales sustanciales en una fase tan tardía de la expansión— (Recuadro A).

Los indicadores comparables de condiciones financieras en Europa permanecieron prácticamente sin cambios, cerca de su nivel neutral (Gráfico 3, panel izquierdo). Sin embargo, los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa europea dejaron atrás la elevada meseta que alcanzaron tras repuntar a mediados de mayo. En conjunto, los diferenciales de la deuda corporativa europea con grado de inversión se emparejaron con los estadounidenses (Gráfico 3, panel central). Por su parte, en el segmento de alta rentabilidad, los diferenciales europeos continuaron subiendo por encima de sus promedios postcrisis, llegando incluso a superar a los estadounidenses. Un factor clave fue el aumento de los costes de endeudamiento de las instituciones financieras (Gráfico 3, panel derecho), sobre todo tras las tensiones políticas que afectaron a Italia a mediados de mayo y la crisis de la moneda turca a principios de agosto (Recuadro B). Entre junio y mediados de septiembre, los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad de emisores corporativos europeos del sector financiero se ampliaron unos 30 puntos básicos. En cambio, los de emisores no financieros solo avanzaron unos 10 puntos básicos. Las magnitudes fueron mucho menores en el segmento de títulos con grado de inversión, pero también en este caso los diferenciales de rendimiento de la deuda de emisores financieros europeos continuaron por encima de los de otros emisores corporativos no financieros.

¹ Véase B. Cohen, P. Hördahl y D. Xia, «Primas por plazo: modelos y algunos hechos estilizados», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2018.

² Véase C. Borio, «Macroprudential frameworks: experience, prospects and a way forward», discurso con motivo de la Junta General de Accionistas del BPI, Basilea, 24 de junio de 2018.

Las condiciones financieras divergen y los diferenciales de rendimiento vuelven a ampliarse en Europa

Gráfico 3



La línea vertical del panel central indica el 2 de febrero de 2018 (un informe sobre el mercado laboral estadounidense hace cundir el nerviosismo en los mercados bursátiles); la línea vertical del panel derecho indica el 15 de mayo de 2018 (filtración del borrador del acuerdo de la coalición de gobierno italiana).

Las líneas discontinuas del panel central indican medias simples del periodo junio 2005-junio 2007.

¹ Índice Bloomberg Financial Conditions; media móvil de 22 días hábiles; un valor positivo (negativo) indica condiciones financieras acomodaticias (más restrictivas) con respecto a la norma precrisis.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de St. Louis (FRED); Bloomberg; índices ICE BofAML; cálculos del BPI.

Brusca pérdida de confianza de los inversores en los activos de EME

Pese a que los mercados de EA registraron fuertes ganancias o permanecieron estables, la actitud de los inversores hacia los activos de EME se tornó claramente negativa. Esta evolución se debió a varios factores. El común denominador fue el endurecimiento de las condiciones de liquidez por la retirada de la acomodación de la Reserva Federal. El dólar estadounidense fue el principal canal de transmisión de este cambio de la política monetaria. Tras un periodo de debilidad que se prolongó durante todo 2017, la trayectoria del dólar se había invertido a principios de febrero de 2018 cuando se conoció un informe sobre el mercado laboral estadounidense más favorable de lo previsto, que también sacudió a los mercados de renta variable mundiales³. La apreciación del billete verde se aceleró a finales de abril, en plena escalada de las tensiones comerciales en todo el mundo. El fortalecimiento de la moneda estadounidense ejerció presión sobre los prestatarios en dólares de EME y también minó la rentabilidad de los activos de EME en moneda local (incluida la renta

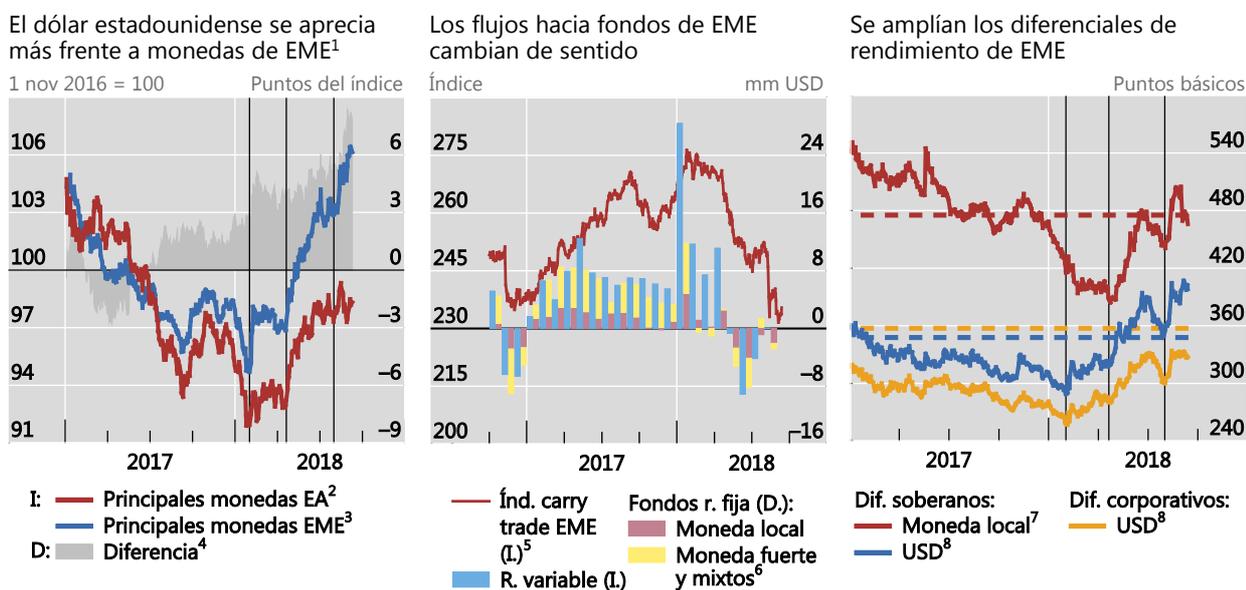
³ Véase «Vuelve la volatilidad», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2018.

variable). Como consecuencia, las entradas de inversiones de cartera sufrieron un brusco frenazo y en varias jurisdicciones se tornaron en salidas. La desaceleración percibida en China, que el conflicto comercial solo podía empeorar, contribuyó a deteriorar la confianza en los mercados emergentes como clase de activo. Pese a responder fundamentalmente a causas internas, las crisis cambiarias simultáneas de Argentina y Turquía reflejaron y al mismo tiempo cimentaron el cambio general de actitud de los inversores. Las turbulencias llevaron a los inversores a analizar más detenidamente las exposiciones de los bancos a EME (Recuadro C).

En el periodo analizado se produjo una incesante depreciación de las monedas de EME. Entre junio y mediados de septiembre, el dólar estadounidense ponderado por el comercio exterior avanzó más de un 5% frente a las principales monedas de EME, mientras que se movió en una banda de fluctuación muy estrecha frente a las principales monedas de EA (Gráfico 4, panel izquierdo). Esta caída fue una prolongación de la tendencia que había comenzado en febrero. Desde entonces, las monedas de EME se han depreciado un 12% aproximadamente, casi el doble que las de EA.

Fuerte caída de la confianza en las EME

Gráfico 4



Las líneas verticales de los paneles izquierdo y derecho indican el 2 de febrero de 2018 (el informe sobre el mercado laboral estadounidense hace cundir el nerviosismo en los mercados bursátiles), 20 de abril de 2018 (Argentina pone en marcha una amplia intervención para apoyar al peso) y 1 de agosto de 2018 (el Gobierno estadounidense anuncia sanciones a Turquía).

Las líneas discontinuas del panel derecho indican medias simples del periodo enero 2010-diciembre 2017.

¹ Índices del dólar ponderado por el comercio exterior, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; un incremento indica una apreciación. ² Monedas principales (AUD, CAD, CHF, EUR, GBP, JPY y SEK). ³ Otros socios comerciales importantes (ARS, BRL, CLP, CNY, COP, HKD, IDR, ILS, INR, KRW, MXN, MYR, PHP, RUB, SAR, SGD, THB y VES). ⁴ Diferencia entre el índice del dólar ponderado por el comercio exterior para otros socios comerciales importantes y las monedas principales. ⁵ Índice de *carry trade* EM-8, que mide los rendimientos totales acumulados de una posición de *carry trade* larga mantenida a largo plazo («*buy and hold*») en ocho monedas de EME financiada en su totalidad con posiciones cortas en USD. ⁶ Los fondos mixtos invierten en deuda denominada tanto en moneda local como en divisas fuertes. ⁷ Índice JPMorgan GBI; diferencial sobre títulos del Tesoro de EE UU a siete años. ⁸ Índices JPMorgan EMBI Global (soberano) y CEMBI (corporativo); diferencial neto de garantías.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de St. Louis (FRED); Bloomberg; EDFR; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

La racha inusitadamente larga de 16 meses consecutivos de entradas netas a fondos de inversión de EME se interrumpió en mayo (Gráfico 4, panel central). En realidad, la desaceleración había comenzado ya en febrero en el caso de los fondos de renta fija en moneda fuerte, y luego se extendió a los fondos de renta variable y de renta fija en moneda local al acelerarse la apreciación del dólar estadounidense a finales de abril. A su vez, esto redujo la rentabilidad de estos activos para los inversores cuya moneda es el dólar. La rentabilidad de las operaciones de *carry trade* de EME, hasta entonces inusualmente elevada⁴, cayó precipitadamente a partir de abril, y en agosto se situó por debajo de los bajos niveles de noviembre de 2016 (Gráfico 4, panel central).

En consonancia con la dinámica de los tipos de cambio, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de EME volvieron a ampliarse durante el periodo analizado. Pero estos diferenciales habían estado bajo presión buena parte del año. Los diferenciales de la deuda denominada en dólares estadounidenses de emisores soberanos de EME habían subido aproximadamente 110 puntos básicos desde febrero (Gráfico 4, panel derecho), y en agosto se situaron claramente por encima del promedio de la deuda soberana tras la GCF. Los diferenciales de los bonos de deuda pública denominados en moneda local continuaron cayendo unas semanas más, hasta que en abril cambiaron de dirección. Tras una breve pausa en junio y julio, volvieron a repuntar con los problemas de Turquía en agosto.

Con este telón de fondo, la preocupación por la desaceleración de la actividad económica en China agravó el pesimismo de los inversores. A raíz de las medidas tomadas anteriormente por el Gobierno chino para frenar las actividades de banca paralela, a finales del pasado año el crédito a la economía real había empezado a reducirse y los mercados de renta variable habían iniciado una tendencia bajista (Gráfico 5, panel izquierdo). Los indicadores de la actividad económica de julio decepcionaron. La escalada de tensiones comerciales entre Estados Unidos y China lastró aún más los precios de las acciones y la evolución de la moneda china: entre un grupo de monedas de EA y EME, el renminbi se anotó depreciaciones diarias inusualmente amplias coincidiendo con la publicación de malas noticias sobre el comercio internacional (Gráfico 5, panel derecho). Con el fin de evitar un endurecimiento de las condiciones financieras excesivo, el Banco Popular de China (BPC) optó por volver a relajar las condiciones monetarias a finales de junio y el Gobierno del gigante asiático anunció varios paquetes de estímulo fiscal en julio, dos medidas que contribuyeron a estabilizar los mercados.

Estas señales de advertencia afectaron especialmente a las EME, sobre todo en Asia, y a los mercados de materias primas. La sensibilidad a la evolución del renminbi de las monedas de EME fue superior en este periodo a la observada durante las tensiones que siguieron a la depreciación de la moneda china en agosto de 2015 (Gráfico 6, panel izquierdo). Aparentemente, la desaceleración económica percibida contribuyó a frenar en seco en abril el ascenso del precio del petróleo, y fue el preludio de la sustancial caída de los precios de otras materias primas que comenzó en junio, singularmente fuerte en el caso de los metales industriales y los cereales y granos (panel derecho).

⁴ En este contexto, un *carry trade* de EME denota una posición mantenida a largo plazo («*buy and hold*») por la que se adquiere un instrumento que devenga intereses denominado en una moneda de EME y que está financiada íntegramente con endeudamiento en dólares estadounidenses.

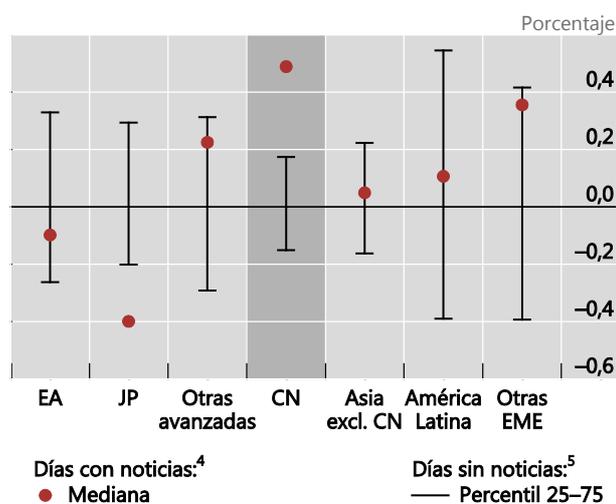
La economía china se desacelera al sumarse las tensiones comerciales al desalancamiento

Gráfico 5

El desalancamiento chino coincide con un debilitamiento del mercado bursátil y del tipo de cambio



El renminbi se deprecia en días con noticias negativas sobre comercio internacional³



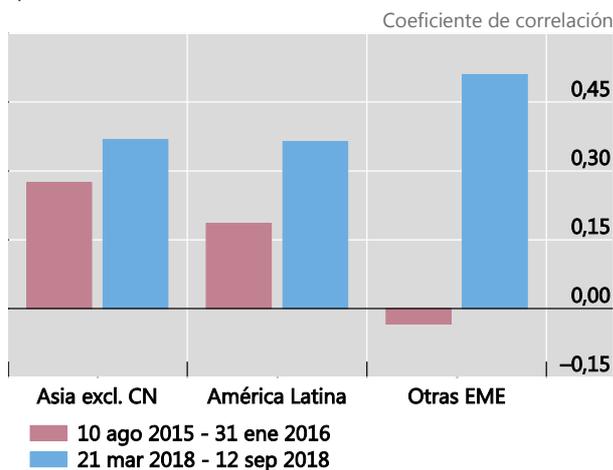
¹ Media móvil de doce meses. ² Una subida indica una depreciación frente al dólar de EE UU. ³ Los agregados son medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA de 2017. América Latina excepto AR; otras EME excepto TR. Un valor positivo indica una depreciación de la moneda del país o región citado frente al dólar estadounidense. ⁴ Véase la nota 2 del Gráfico 1. ⁵ Véase la nota 3 del Gráfico 1.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

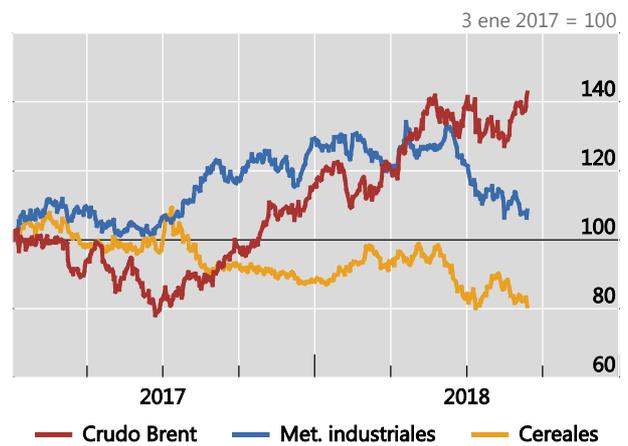
Esta coyuntura cada vez más inclemente agravó las vulnerabilidades internas, como quedó patente con las crisis simultáneas de las monedas de Argentina y Turquía. Ambos países llevaban bastante tiempo en una posición vulnerable, puesto que habían acumulado déficits por cuenta corriente persistentemente abultados y recurrido mucho a la deuda en divisas para financiar un déficit presupuestario considerable (Argentina) y un auge del crédito al sector privado (Turquía). La moneda turca se desplomó repentinamente a principios de agosto cuando adquirieron protagonismo las tensiones políticas con Estados Unidos y aumentaron las dudas sobre la independencia del banco central. Argentina, por su parte, llevaba bajo presión desde finales de abril y la crisis estalló finalmente a finales de agosto tras el periodo de relativa calma que siguió a la firma de un acuerdo de derechos de giro con el FMI.

Aunque el contagio de las graves tensiones fue en general contenido, estas crisis simultáneas sí tuvieron efectos de propagación (*spillovers*) a otras EME. No obstante, estos efectos presentaron diferencias notables entre países. Como en episodios previos, el tipo de cambio fue un buen barómetro de la tensión. Los factores que explican las diferencias en el comportamiento de las distintas monedas parecieron estar relacionados con la vulnerabilidad percibida de los países. En particular, los países con tasas de inflación más altas y mayores déficits por cuenta corriente experimentaron por lo general depreciaciones más fuertes de su moneda (Gráfico 7, panel izquierdo). La incertidumbre política también tuvo cierta influencia en determinados casos, como los de Brasil y Rusia, cuyas depreciaciones cambiarias se antojaban excesivas para sus niveles de inflación y sus déficits por cuenta corriente.

Mayor sensibilidad de las monedas de EME al renminbi que en 2015¹



Frenazo de los precios de materias primas



¹ Correlaciones entre variaciones diarias de los tipos de cambio de la moneda local y el renminbi frente al dólar estadounidense en los periodos indicados; los valores agregados se basan en las medianas de las monedas de cada región.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Mayores niveles de inflación se correspondían con mayores diferenciales soberanos (Gráfico 7, panel central). Como consecuencia, los mercados emergentes de alta rentabilidad, es decir, aquellos que los mercados probablemente consideraban ya más arriesgados, sufrieron mayores tensiones con el cambio del sentir de los mercados.

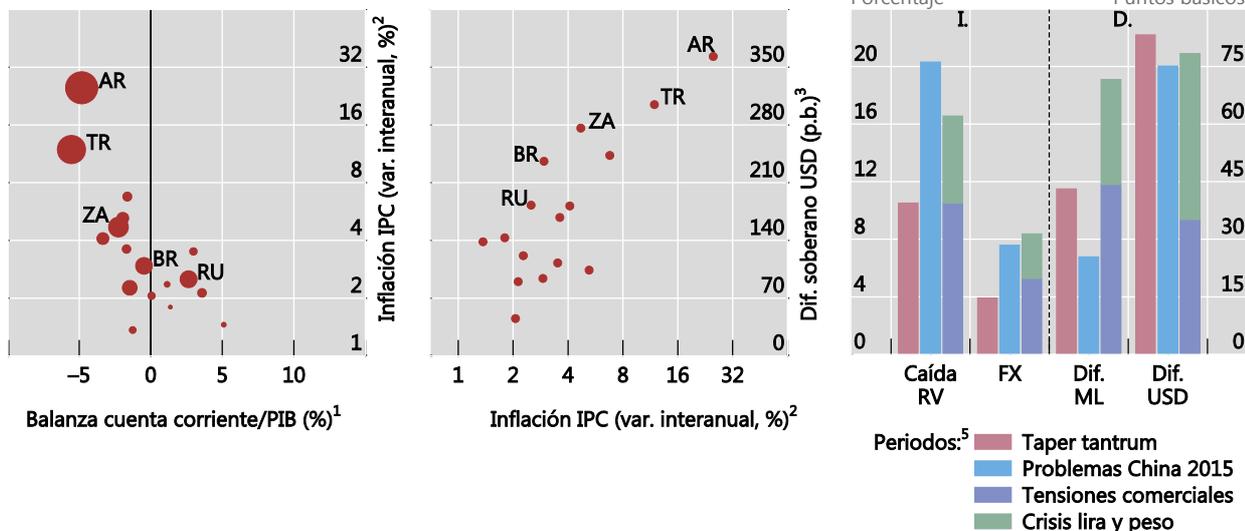
Los recientes episodios de tensiones financieras vinieron a sumarse a diversas perturbaciones que habían afectado a los activos de EME desde que en marzo se desataron las tensiones comerciales. Para la mayoría de las clases de activos, los estragos acumulados superaron los efectos totales de las perturbaciones causadas por el *taper tantrum* de 2013 y se acercaron bastante a los sufridos tras la devaluación de la moneda china en agosto de 2015 (Gráfico 7, panel derecho)⁵. Sin embargo, hasta la fecha los niveles de los diferenciales soberanos han permanecido en general por debajo de los de anteriores periodos de inestabilidad. Por ejemplo, a mediados de septiembre el índice de diferenciales soberanos de EME en dólares estadounidenses seguía por debajo de los 415 puntos básicos, que fue el nivel del que partió en el episodio de devaluación del renminbi de agosto de 2015.

⁵ La ventana para medir el impacto del *taper tantrum* comienza el 22 de mayo de 2013 (testimonio del presidente de la Reserva Federal ante el Congreso estadounidense) y termina el 5 de septiembre de 2013 (el rendimiento del título del Tesoro estadounidense a 10 años alcanza un pico local). La ventana para medir el impacto de la devaluación del renminbi y la desaceleración en China comprende el periodo entre el 11 de agosto de 2015 (el BPC anuncia su reforma del sistema de fijación diaria del tipo de cambio del renminbi) y el 28 de enero de 2016 (el índice Shanghai Composite alcanza un mínimo local tras conocerse unos datos decepcionantes del PMI manufacturero chino el 31 de diciembre de 2015). Los resultados cualitativos no cambian significativamente si se utilizan otros periodos con una diferencia de 20 días de negociación con los citados.

Los efectos de propagación internacional de las crisis de la lira y el peso reflejan vulnerabilidades macroeconómicas

Elevada inflación correlacionada con rendimientos altos

La tensión en EME en 2018, comparable con episodios anteriores⁴



El tamaño de cada uno de los círculos del panel izquierdo señala la depreciación de la moneda local frente al dólar estadounidense en el periodo comprendido entre el 31 de julio y el 12 de septiembre de 2018.

¹ Datos de 2017. ² En diciembre de 2017; escala logarítmica. ³ JPMorgan EMBI, promedio T4 2017. ⁴ RV = índice MSCI Emerging Markets, en dólares; FX = Depreciación de la moneda extranjera según el índice del USD ponderado por el comercio exterior, otros socios comerciales importantes; Dif. ML = JPMorgan GBI, diferencial del bono de deuda pública denominado en moneda local; Dif. USD = JPMorgan EMBI, diferencial del bono de deuda pública denominado en USD. ⁵ Cambios durante los siguientes periodos: *taper tantrum* = 22 mayo–5 septiembre 2013; devaluación y desaceleración en China (problemas China 2015) = 11 agosto 2015–28 enero 2016; tensiones comerciales = 22 marzo–31 julio 2018; crisis lira y peso = 1 agosto 2018–7 septiembre 2018.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de St. Louis (FRED); FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; datos nacionales; cálculos del BPI.

Esta evolución de los mercados de divisas y de deuda durante el año puso también de relieve la persistente sensibilidad de las EME a la fortaleza del dólar estadounidense. Grandes depreciaciones contribuyeron a la preocupación por el riesgo de crédito y, por ende, a la ampliación de los diferenciales de los bonos denominados en dólares. Al mismo tiempo, agravaron las pérdidas sufridas en instrumentos en moneda local por los inversores cuya moneda es el dólar. Esto se tradujo en nuevas subidas de los rendimientos de la deuda en moneda local, que además fueron notablemente más pronunciadas que las registradas en anteriores episodios de tensión en el mercado (Gráfico 7, panel derecho). La capacidad de las EME para emitir bonos en sus propias monedas ha mejorado notoriamente en los últimos años, pero la vulnerabilidad de la deuda pública en moneda local a oscilaciones bruscas del dólar parece indicar que la emisión en moneda local todavía no ha logrado aislar significativamente sus condiciones financieras de los efectos de la evolución de los tipos de cambio.

Auge de los préstamos apalancados: ¿un renacimiento que tiene sus riesgos?

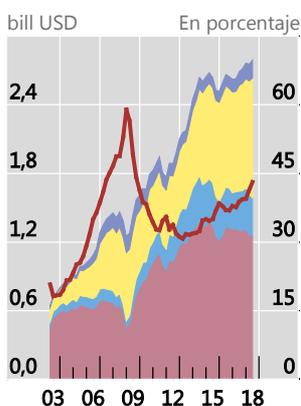
Tirupam Goel

La financiación apalancada, que comprende la financiación mediante bonos de alta rentabilidad y préstamos apalancados, se ha duplicado desde la Gran Crisis Financiera (GCF) (Gráfico A, primer panel, zonas sombreadas). Este tipo de financiación, a través de la que se encauza la toma de riesgo de los inversores, ha mostrado un comportamiento procíclico. El mercado de financiación de operaciones altamente apalancadas floreció en Estados Unidos en la década de 1980 y se hundió durante la recesión de principios de los años 90. A mediados de la década de 2000 volvió a crecer rápidamente, antes de frenarse durante la GCF. Los volúmenes de préstamos apalancados han sido siempre especialmente procíclicos: así, aumentaron a mayor velocidad que los bonos de alta rentabilidad en el preludio de la GCF y durante el posterior periodo de acomodación monetaria extraordinaria (Gráfico A, primer panel, línea roja). Este recuadro examina los factores que subyacen al reciente auge de los préstamos apalancados y las vulnerabilidades que la normalización de la política monetaria puede revelar.

La demanda de los inversores favorece a los préstamos apalancados en detrimento de los bonos de alta rentabilidad

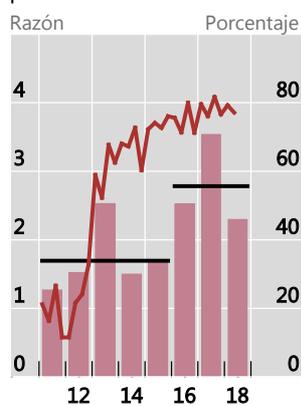
Gráfico A

Incremento de la proporción de préstamos con el crecimiento de la financiación apalancada¹



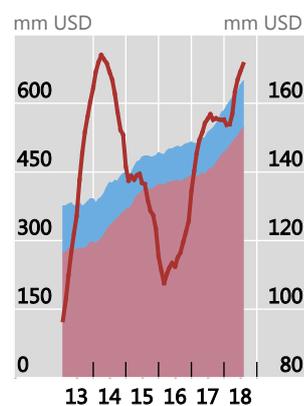
I:
 ■ Apalanc. Europa
 ■ Apalanc. EE UU
 ■ Bonos HY Europa
 ■ Bonos HY EE UU
 D: — Proporción apalanc.

La estructura de precios de las nuevas emisiones y los préstamos con cláusulas laxas reflejan el poder de prestatarios²



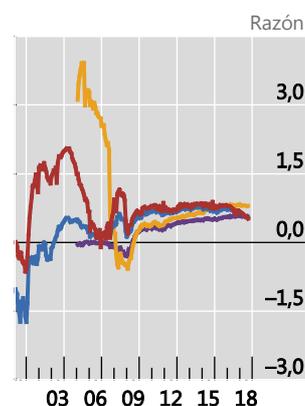
I: ■ Razón ajustes baja/alza³
 — Razón media del periodo
 D: — Cláusulas laxas

Los bonos de titulización de préstamos garantizados (CLO) y los fondos que invierten en préstamos facilitan la demanda⁴



Activos gestionados:
 I: ■ CLO Europa
 ■ CLO EE UU
 D: — Fondos de préstamos

Reducción de la distancia entre las razones de Sharpe de préstamos y bonos⁵



— US S&P/LSTA LLI
 — Índice bonos HY EE UU
 — Europe S&P LLI
 — Índice bonos HY Europa

¹ Para los préstamos apalancados institucionales (apalanc.), los importes vigentes se basan en el índice de préstamos apalancados (LLI) de S&P/LSTA para Estados Unidos y en el índice europeo de préstamos apalancados de S&P para Europa (LSTA = Loan Syndication and Trading Association); para los bonos de alta rentabilidad (HY), los importes vigentes se basan en el índice de alta rentabilidad en USD de ICE BofAML para Estados Unidos y en el índice de alta rentabilidad en EUR de ICE BofAML para Europa. ² Basado en las operaciones del mercado estadounidense. ³ Razón anual, excepto para el año 2018, en el que la razón se basa en los ajustes de precios hasta agosto. ⁴ «CLO EE UU» abarca las emisiones denominadas en USD y «CLO Europa», las emisiones denominadas en EUR; «fondos de préstamos» incluye fondos cotizados y abarca fondos domiciliados en EE UU y Europa. ⁵ Para cada índice, la razón de Sharpe se calcula como la diferencia positiva de rentabilidad anualizada del índice con respecto a los rendimientos de los bonos de deuda pública a tres meses (para EE UU, rendimientos de títulos del Tesoro; para Europa, basado en la curva de cupón cero de los bonos de deuda pública de la zona euro con calificación AAA), dividida por la desviación estándar anualizada de la rentabilidad del índice.

Fuentes: BCE; índices ICE BofAML; Lipper; Thomson Reuters Loan Pricing Corporation; cálculos del BPI.

La demanda de los inversores es una de las principales causas de este crecimiento de los préstamos apalancados. Prueba de ello es, entre otras cosas, la continua predisposición de los inversores a aceptar una protección más débil frente al deterioro de la capacidad de reembolso de los prestatarios. Concretamente, la proporción de préstamos con cláusulas contractuales laxas alcanzó su máximo del periodo posterior a la GCF a finales de 2017 (Gráfico A, segundo panel), mientras que el promedio de cláusulas contractuales de los préstamos que las tienen ha caído un 25%. El hecho de que los inversores no están recibiendo necesariamente una compensación por este riesgo queda patente en el comportamiento de los ajustes de los precios que los estructuradores de los préstamos realizan en las nuevas emisiones para lograr que se vendan en el mercado primario. La razón entre ajustes a la baja y ajustes al alza ha aumentado notablemente en los últimos años, lo que ha permitido a los prestatarios beneficiarse de diferenciales de préstamo más bajos (Gráfico A, segundo panel). Además, la fuerte demanda de préstamos apalancados por parte de los inversores ha favorecido la refinanciación. En Estados Unidos, por ejemplo, la refinanciación de deuda ha representado el 60% de la emisión de préstamos apalancados institucionales desde 2015, un porcentaje que aumentó durante el primer semestre de 2018. Esta evolución es coherente con la búsqueda de rentabilidad de los inversores en un entorno de tasas de interés bajas. Las recientes perspectivas de subidas (continuadas) de las tasas de interés han incrementado el atractivo relativo de los préstamos apalancados, que —a diferencia de la mayor parte de los bonos de alta rentabilidad— ofrecen una rentabilidad indexada a la tasa de interés interbancaria^①.

La evolución del mercado de titulizaciones también ha contribuido al crecimiento de los préstamos apalancados. A los bancos originadores les está resultando más sencillo titular y vender estos préstamos, como acredita la creciente inversión en préstamos por parte de estructuras titulizadas como los bonos de titulización de préstamos bancarios (CLO), sobre todo en los dos últimos años (Gráfico A, tercer panel). Al contrario que en el periodo previo a la GCF, los bancos ya no se quedan en la práctica con gran parte de estas titulizaciones a través de vehículos fuera de balance, ya que la normativa en materia de retención de riesgos aprobada después de la GCF les obliga a mantener una parte relativamente pequeña de las titulizaciones emitidas en su balance. En el caso de las gestoras de fondos de CLO de mercado abierto estadounidenses, a las que se aplicó inicialmente esta norma, una sentencia de febrero de 2018 anuló este requisito, lo que también contribuyó a la demanda de préstamos. Otro factor que refuerza la demanda es el fuerte crecimiento de los fondos de inversión en préstamos bancarios desde 2016 (Gráfico A, tercer panel). Un efecto secundario de esta evolución es que la sustituibilidad entre préstamos apalancados y bonos de alta rentabilidad ha aumentado desde el punto de vista de los inversores, lo que ha propiciado la convergencia de las características de riesgo y rentabilidad de ambos instrumentos (Gráfico A, cuarto panel).

También pueden haber intervenido otros factores que incrementan la predisposición de los bancos a dar crédito y los incentivos para ello. Cambios recientes en la forma en que se ponen en práctica en Estados Unidos las directrices sobre el préstamo apalancado parecen haber facilitado a los bancos la estructuración de este tipo de préstamos^②. En términos más generales, el mercado de crédito apalancado se ha visto favorecido por un entorno macroeconómico favorable y la buena marcha de los mercados de renta variable. Reestructuraciones corporativas como fusiones y adquisiciones y las adquisiciones apalancadas han representado casi el 40% de la emisión de préstamos apalancados institucionales en el mercado estadounidense desde 2015.

Sin embargo, conforme los ciclos económicos maduren, los inversores pueden empezar a sufrir pérdidas. La tasa de incumplimiento de los préstamos apalancados institucionales estadounidenses aumentó desde cerca del 2% a mediados de 2017 hasta el 2,5% en junio de 2018. De cara al futuro, a medida que la política monetaria se normalice, la tasa de interés variable que caracteriza a los préstamos apalancados podría provocar incumplimientos al deteriorar los coeficientes de cobertura de la deuda (DCR) de los prestatarios, es decir, la relación entre los ingresos de explotación y los costes del servicio de la deuda^③. Pese a los saludables beneficios empresariales de los últimos años, los participantes en los mercados han comenzado a divulgar DCR más bajos. Además, las tasas de recuperación de préstamos de la próxima crisis podrían ser más bajas en vista de la reducción del colchón de deuda —el nivel de deuda subordinada no garantizada que absorbe las pérdidas antes de los préstamos preferentes en una situación de incumplimiento— de los préstamos apalancados.

Otro motivo de preocupación son los riesgos de financiación y de liquidez del mercado. Por ejemplo, la concentración de prestatarios en la categoría crediticia BBB ha aumentado, lo que significa que, en caso de crisis, las rebajas de calificación de estos prestatarios a la categoría BB o una inferior —es decir, una calificación de deuda especulativa— llevaría a cierto número de inversores a desprenderse rápidamente de esta deuda^④. La relativa iliquidez de los mercados de préstamos apalancados podría agravar los consiguientes efectos sobre los precios.

Además, dado que los fondos de inversión son uno de los principales inversores en estos productos, las pérdidas por valoración a precios de mercado podrían traducirse en reembolsos de participaciones en los fondos, provocar ventas forzosas a precios rebajados y agravar la caída de los precios. Esta dinámica puede afectar no solo a los inversores que mantengan estos préstamos en cartera, sino también a la economía en su conjunto, puesto que el flujo de fondos al mercado de crédito apalancado quedaría bloqueado.

① La tasa de interés de la mayoría de los préstamos se recalcula periódicamente como un diferencial sobre una tasa de referencia, por lo general el Libor u otra equivalente. Véase www.leveragedloan.com/primer/, S&P Global Market Intelligence. ② En marzo de 2013, las autoridades bancarias federales de Estados Unidos publicaron Directrices sobre el préstamo apalancado (LLG) que establecían límites para parámetros como los cocientes de deuda sobre ingresos y el vencimiento. En octubre de 2018, la Oficina de Rendición de Cuentas del Gobierno estadounidense (GAO) determinó que estas directrices están sujetas a los requisitos de la *Congressional Review Act*, lo que significa que, en principio, el Congreso puede revocarlas. Véase www.gao.gov/products/B-329272#mt=e-report. A principios de 2018, altos cargos de algunas de las autoridades bancarias estadounidenses dejaron entrever que se darían más facilidades a los préstamos apalancados. Además, en septiembre de 2018, una declaración conjunta de las autoridades bancarias estadounidenses aclaró el carácter no vinculante (a diferencia de las leyes o los reglamentos) de las directrices supervisoras. Véase www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases.htm. ③ Véase B. Hofmann y G. Peersman, «¿Hay un canal de transmisión monetaria a través del servicio de la deuda?», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2017. ④ Para ver evidencias sobre el incremento de la concentración en el tramo BBB de las calificaciones crediticias de los prestatarios, consúltese «Las buenas perspectivas y una inflación reducida incentivan la asunción de riesgo», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2017.

Tensiones soberanas y bancarias en la zona del euro

Fernando Avalos y Dora Xia

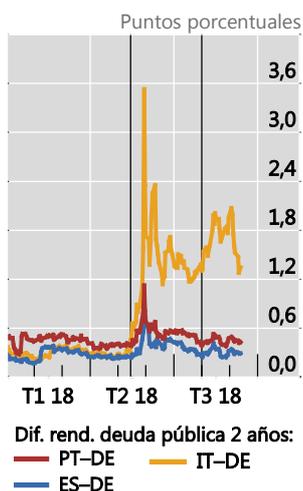
Durante el segundo y el tercer trimestre de 2018, las tensiones en el comercio internacional, el panorama político y los efectos de propagación internacional (*spillovers*) de las tensiones en EME lastraron las valoraciones de los activos en la zona del euro. Entre otras cosas, los mercados se centraron en la situación política en Italia y en la crisis turca, así como en las tensiones comerciales con Estados Unidos.

El soberano italiano ha sufrido recientemente una serie de episodios idiosincrásicos de tensión en el mercado de bonos. Por ejemplo, el diferencial de rendimiento de los bonos soberanos italianos a dos años con respecto a los alemanes se amplió tras los últimos acontecimientos en Turquía mucho más que los diferenciales de otros países de la zona del euro (Gráfico B, primer panel). Sin embargo, acontecimientos políticos ya habían provocado antes una significativa ampliación del diferencial entre la deuda italiana y alemana, que comenzó a subir a mediados de mayo cuando se filtró un borrador del programa de gobierno de la coalición. Y el 29 de mayo, tras el nombramiento del primer ministro provisional, el diferencial se disparó 200 puntos básicos y alcanzó niveles que no se veían desde agosto de 2012. Aunque esta subida del diferencial fue más pronunciada que cualquiera de las variaciones diarias observadas durante la crisis de la deuda soberana europea, el nivel del diferencial soberano italiano se mantuvo muy por debajo de los registrados durante la crisis. La ampliación de los diferenciales parecía reflejar la preocupación de los inversores por la incertidumbre política futura, especialmente en lo que respecta a las posibles políticas presupuestarias del nuevo gobierno.

Las tensiones aumentan en la zona del euro

Gráfico B

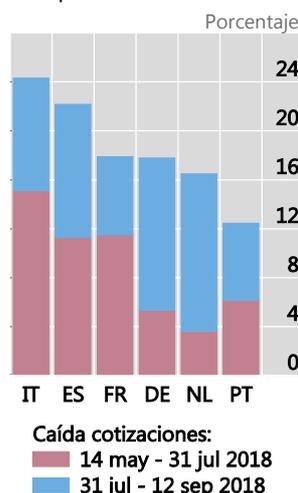
Ampliación de los diferenciales soberanos italianos



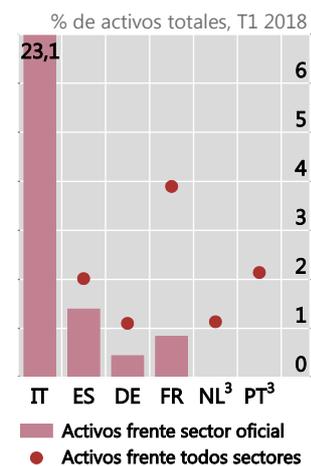
Trayectorias divergentes de las cotizaciones de los bancos de EA



Caída de las cotizaciones bursátiles de los bancos europeos



Activos de los bancos frente a residentes en Italia²



Las líneas verticales de los paneles primero y segundo indican el 15 de mayo de 2018 (filtración del borrador de acuerdo de coalición en Italia) y el 1 de agosto de 2018 (el Gobierno estadounidense anuncia sanciones a Turquía).

¹ Media ponderada de AU, CA, CH, DK, GB, JP, NO y SE, basada en la capitalización bursátil. ² En base al riesgo último, excluyendo derivados y otras exposiciones potenciales. ³ A petición de los respectivos países declarantes, los activos frente al sector oficial italiano de bancos neerlandeses y portugueses no se divulgan por razones de confidencialidad.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; IHS Markit; estadísticas bancarias consolidadas del BPI; cálculos del BPI.

La combinación de la tensión de los mercados de deuda soberana italiana y la crisis de la lira turca sometió a una notable presión a los bancos de la zona del euro, cuyas cotizaciones bursátiles evolucionaron peor que las de entidades de otras economías avanzadas. Un índice agregado de la evolución de las cotizaciones de los bancos de la zona del euro registró un descenso de casi el 20% entre primeros de mayo y mediados de septiembre (Gráfico B, segundo panel). En cambio, los bancos estadounidenses se mantuvieron prácticamente estables y las entidades de otras economías avanzadas cosecharon pérdidas mucho más moderadas. La divergencia entre el comportamiento de las cotizaciones bursátiles de los bancos de la zona del euro y de Estados Unidos comenzó en mayo, cuando se agravó la incertidumbre política en Italia. Las acciones de bancos de la zona del euro fluctuaron en una estrecha banda durante varias semanas a partir de ese momento, hasta que la crisis de la moneda turca desató otro fuerte descenso.

Las caídas de las cotizaciones bursátiles bancarias presentaron diferencias considerables entre países. El retroceso registrado entre mediados de mayo y finales de julio fue más acusado en el caso de los bancos españoles, franceses e italianos (Gráfico B, barras rojas del tercer panel), en parte como consecuencia de las exposiciones directas e indirectas de estas entidades al Gobierno de Italia y a otros prestatarios italianos (cuarto panel). El mecanismo de transmisión directa podría ser las grandes pérdidas por valoración a precios de mercado de las posiciones en deuda pública y otros activos, que debilitarían la base de capital de los bancos. Entre los posibles canales indirectos cabe citar el endurecimiento de las condiciones de financiación al ampliarse los diferenciales crediticios para los bancos italianos y otros grandes bancos de la zona del euro.

Los efectos de propagación internacional de las tensiones financieras en Turquía exacerbaron la inquietud, ya que la percepción general era que los bancos de la zona del euro tenían grandes exposiciones a prestatarios turcos. En cierta medida, la corrección provocada por las perturbaciones en el mercado turco afectó más a los bancos que tenían mayores exposiciones a prestatarios turcos (Gráfico B, barras azules del tercer panel). Sin embargo, las pérdidas no fueron proporcionales al tamaño de las exposiciones en todos los casos. De hecho, el riesgo subyacente derivado de las exposiciones a países de los bancos es difícil de valorar, ya que son muchos los factores que influyen en la reacción de las entidades a acontecimientos negativos (Recuadro C). Es posible que las caídas de las cotizaciones bursátiles reflejaran también la evaluación que los inversores hacían de la resiliencia de los bancos a perturbaciones graves en el futuro, así como otros acontecimientos propios del país o el sector. Por ejemplo, los bancos alemanes se vieron perjudicados por sus malas cifras de beneficios en general y las entidades italianas ya se consideraban relativamente más débiles.

Uso de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI para analizar las exposiciones al riesgo país

Un breve manual ilustrado con las exposiciones bancarias a Turquía

Stefan Avdjiev y Philip Wooldridge

Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI (CBS) son un punto de partida muy útil para analizar la exposición de las entidades bancarias al riesgo país —el riesgo de que los prestatarios no puedan o no quieran cumplir sus obligaciones con prestamistas extranjeros por razones económicas o políticas específicas de su país más allá de los habituales factores específicos de la contraparte—. Sin embargo, las CBS solo proporcionan parte de la información que se precisa para realizar un análisis exhaustivo de estas exposiciones. En el presente recuadro resumimos lo que las CBS muestran y lo que no muestran sobre ellas, utilizando como ejemplo los datos publicados sobre Turquía en el [Cuadro B4](#) del sitio web del BPI^①.

Las CBS proporcionan información sobre la composición por países y sectores de los activos de los bancos en términos consolidados a nivel mundial. En particular, capturan el saldo vivo de activos y otras exposiciones de grupos bancarios domiciliados en 31 países declarantes frente a contrapartes de más de 200 países prestatarios, excluyendo las posiciones intragrupo pero incluyendo el negocio de las filiales en el extranjero cuya propiedad mayoritaria o control efectivo recaiga en el grupo^②.

Al cierre de marzo de 2018, entidades bancarias extranjeras tenían 223 000 millones de dólares en préstamos pendientes, posiciones en valores y otros activos frente a residentes en Turquía (Gráfico C, panel izquierdo). Más de la mitad de estos activos (135 000 millones de dólares) eran activos frente a prestatarios del sector privado no bancario —fundamentalmente empresas no financieras y hogares, con importes más reducidos frente a instituciones financieras no bancarias—. Los activos frente a bancos ascendían a otros 50 000 millones de dólares y el resto, 38 000 millones, lo aportaba el sector oficial —gobierno y banco central—. Además de estos activos, bancos extranjeros tenían exposiciones a Turquía a través de tres partidas adicionales: contratos de derivados con contrapartes residentes en el país, con un valor de mercado positivo de 4 000 millones de dólares al final de marzo de 2018; protección crediticia vendida frente a entidades de Turquía y otras garantías proporcionadas (53 000 millones de dólares), y compromisos crediticios pendientes con prestatarios residentes (22 000 millones de dólares).

A la hora de evaluar la vulnerabilidad de los bancos al riesgo país, el tamaño absoluto de la exposición resulta menos relevante que su tamaño relativo, ajustado por ejemplo por sus recursos propios totales o su capital de Nivel 1. De hecho, a menudo los bancos con las mayores exposiciones absolutas a un país no son los que tienen la mayor exposición en relación con su capital. Por ejemplo, al final de marzo de 2018, los activos de bancos belgas frente a Turquía (menos de 1 000 millones de dólares) eran muy inferiores a los de las entidades alemanas (casi 13 000 millones), pero en términos del capital total, ambos sistemas bancarios tenían exposiciones similares (2,3% y 2,4%, respectivamente).

Incluso cuando se ajustan, las CBS solo proporcionan una indicación general de qué bancos son los más vulnerables al riesgo país, dado el elevado grado de agregación y la falta de información completa. Las CBS suman las exposiciones de todos los grupos bancarios domiciliados en el país declarante, lo que puede ocultar grandes diferencias entre los distintos bancos. También agregan distintos tipos de exposiciones (como préstamos y garantías) que pueden tener características de riesgo muy diferentes. Además, las exposiciones pendientes de algunos bancos pueden estar más próximas a su valor de mercado que las de otros, dependiendo de sus prácticas contables y del porcentaje de la cartera invertida en activos con valores razonables de mercado fiables. Por último, no incluyen las provisiones para pérdidas potenciales dotadas por los bancos.

La información sobre los modelos de negocio de los bancos también es pertinente para entender cuál podría ser la respuesta de las entidades a la evolución negativa de la coyuntura en un país. Un factor especialmente importante es la estructura del negocio en el exterior de las entidades. Algunos bancos llevan a cabo su actividad internacional fundamentalmente mediante transacciones transfronterizas ejecutadas desde su país de origen o en centros financieros. Otras entidades siguen un modelo multinacional y constituyen filiales extranjeras en las que invierten cantidades concretas de capital y que se endeudan localmente para financiar activos. Las CBS no distinguen entre estos modelos de negocio. Sin embargo, un banco multinacional podría optar por vender una filial o incluso por

dejarla caer, reduciendo el valor contable del capital que invirtió en la filial. En ese caso, la exposición del banco quedaría circunscrita a su participación en el capital de la filial más cualquier financiación intragrupo y garantías que le hubiera concedido. Probablemente este importe será notablemente inferior a los activos de la filial que se incluyen en la medida de los activos de las CBS.

Que un banco decida o no recurrir a la opción de reducir su exposición a su filial depende de su propia valoración de los beneficios y los costes asociados. Son innumerables los factores que influyen en este tipo de decisiones: el importe de la financiación intragrupo y las garantías concedidas a la filial; la estructura de propiedad (por ejemplo, si la filial es una entidad íntegramente participada o es una *joint venture*); la salud financiera general del grupo; los riesgos para la reputación de otras entidades del grupo; el marco regulatorio (por ejemplo, regímenes de resolución de punto único o puntos múltiples de entrada); el contexto general en el que se producen las pérdidas, y las perspectivas de recuperación de la incertidumbre económica o política que afecte al país.

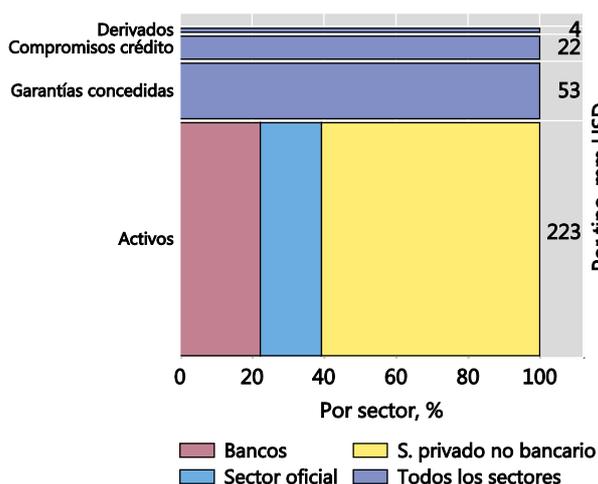
Las CBS proporcionan cierta información, aunque imperfecta, sobre la importancia de las filiales por medio de la distinción trazada entre activos locales y activos transfronterizos. Los activos locales son los contabilizados por sucursales y filiales ubicadas en el mismo país que la contraparte. A su vez, pueden descomponerse en activos denominados en moneda local (LCLC) y activos denominados en monedas extranjeras (LCFC). En las CBS en base a la contraparte directa, los LCLC se publican por separado, pero los LCFC se publican conjuntamente con los activos transfronterizos dentro de la categoría de activos «internacionales». En Turquía, los activos locales denominados en liras turcas (TRY) ascendían a 82 000 millones de dólares al cierre de marzo de 2018. Además, una parte considerable de los 164 000 millones de dólares en activos internacionales correspondía a LCFC. Por lo tanto, más del 50% de los activos totales de los bancos frente a Turquía eran activos locales denominados en todas las monedas.

Exposiciones de bancos extranjeros a Turquía

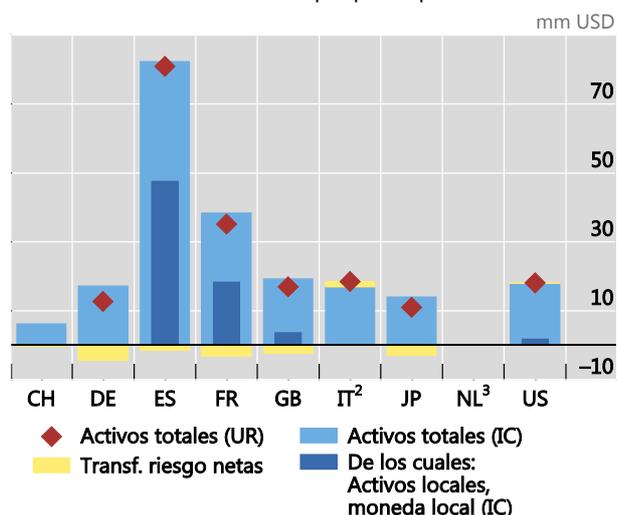
Exposiciones consolidadas pendientes al final de marzo de 2018

Gráfico C

Total por tipo y sector de la contraparte¹



Por nacionalidad del banco que participa en las CBS



IC = en base a la contraparte directa; UR = en base al riesgo último.

¹ CBS en base al riesgo último. La anchura de cada barra es proporcional al tamaño relativo del tipo de exposición de que se trate. ² Las CBS comunicadas por bancos italianos no reflejan íntegramente los activos de algunas *joint ventures*. ³ A petición del país declarante, las CBS comunicadas por bancos de los Países Bajos no se divulgan por razones de confidencialidad.

Fuentes: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI (CBS), Cuadro B4.

Las CBS publicadas muestran que los bancos españoles y franceses tenían los mayores activos locales denominados en TRY frente a Turquía, con 48 000 y 18 000 millones de dólares respectivamente, al final de marzo de 2018 (Gráfico C, panel derecho). Una parte sustancial de los activos internacionales de estos bancos son también activos locales, pero están denominados en monedas extranjeras. Los bancos italianos y neerlandeses también tienen

exposiciones a través de filiales locales, pero estas no se reflejan adecuadamente en las CBS publicadas^③. Los datos de la Autoridad Bancaria Europea muestran que los bancos italianos tenían exposiciones totales a Turquía, incluidas garantías y compromisos de crédito, superiores a 67 000 millones de dólares, mientras que las exposiciones ascendían a 34 000 millones de dólares en el caso de los bancos neerlandeses, aunque los datos corresponden al final de junio de 2017. Conviene destacar que, en dólares estadounidenses, las exposiciones de estas entidades de crédito con filiales turcas se redujeron considerablemente a mediados de 2018 como consecuencia de la acusada depreciación de la lira turca y la correspondiente caída del valor en dólares de sus activos denominados en TRY.

Otra forma en que los bancos pueden reducir su exposición a un determinado país o sector es utilizando instrumentos de transferencia del riesgo de crédito para trasladar riesgos de una contraparte a otra. Un ejemplo habitual es la compra de protección crediticia mediante *swaps* de incumplimiento crediticio. Las CBS en base al riesgo último (UR) tienen en cuenta el uso que los bancos hacen de esas transferencias de riesgo, así que proporcionan una medida de la exposición de las entidades que complementa a los activos en balance capturados por las CBS en base a la contraparte directa (IC).

Los bancos suelen utilizar las transferencias de riesgo para cubrir una proporción mayor de sus exposiciones transfronterizas que de sus exposiciones locales. Por lo tanto, las transferencias de riesgo país suelen ser proporcionalmente mayores en el caso de los bancos cuyo negocio es fundamentalmente transfronterizo que en el de los bancos multinacionales con filiales. Por ejemplo, al final de marzo de 2018, los activos IC de los bancos españoles frente a Turquía, que se contabilizan en su mayoría a través de filiales locales, eran tan solo un 2% (1 000 millones de dólares) más altos que sus activos UR. En cambio, los activos IC de bancos del Reino Unido, que adoptan mayoritariamente la forma de activos transfronterizos, eran un 14% más elevados (2 000 millones de dólares) que sus activos UR.

En resumen, las CBS resultan de gran utilidad como punto de partida para analizar las exposiciones al riesgo país de los bancos, a partir de una serie de parámetros sencillos. Sin embargo, para realizar un análisis más completo hace falta combinarlas con información sobre los modelos de negocio, la fortaleza financiera, la consolidación y las prácticas contables de los bancos, así como sus transferencias del riesgo. Los supervisores y los propios bancos facilitan periódicamente esta información en sus comunicaciones sobre la posible incidencia de una evolución adversa en los países prestatarios y las respuestas a esta situación.

① Para un análisis más exhaustivo de lo que muestran las CBS, véase BPI, «[Qué muestran \(y qué no\) las estadísticas bancarias del BPI sobre la exposición de los sistemas bancarios a países o sectores concretos](#)», recuadro de «Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI» del *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2011. ② El perímetro de consolidación no está armonizado entre países declarantes. Puede consultarse un resumen de las diferencias en BPI, «[Potential enhancements to the BIS international banking statistics](#)», Anexo B, marzo de 2017. ③ Las CBS declaradas por bancos italianos no reflejan íntegramente los activos de algunas *joint ventures* y las exposiciones de los bancos neerlandeses no se divulgan por motivos de confidencialidad.