



Las opiniones expresadas en los artículos monográficos corresponden a sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Si citan dichos artículos, no olviden atribuir el contenido a sus autores, no al BPI.

Informe Trimestral del BPI, diciembre de 2018: teleconferencia

Declaraciones oficiales (*on the record*) de Claudio Borio, Jefe del Departamento Monetario y Económico, y Hyun Song Shin, Asesor Económico y Jefe de Estudios, del Banco de Pagos Internacionales, 14 de diciembre de 2018.

Claudio Borio

No ha sido el primero ni será el último. Tan solo ha sido otro bache en el estrecho camino hacia la normalización de la política monetaria.

En octubre, los mercados financieros entraron en una zona de turbulencias. Esta vez, las mayores sacudidas las sufrieron los mercados estadounidenses, precisamente los que habían avanzado a toda máquina en el trimestre anterior pese a las vacilaciones de otros mercados de economías avanzadas (EA) y la caída de los de economías de mercado emergentes (EME). Siguió una fase más sosegada, aunque tensa, que dio paso a nuevos temblores a principios de diciembre.

Las turbulencias de octubre tenían todos los visos de ser una corrección repentina de los rendimientos de los bonos («*snapback*»), bien es cierto que comparativamente suave. Ante el repunte de la volatilidad que suele acompañar a estos episodios, las bolsas cedieron todas las ganancias acumuladas desde el comienzo del año y, paralelamente, las primas por plazo se descomprimieron y las tasas de interés, tanto nominales como reales, subieron. De hecho, el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense a 10 años avanzó y se movió sistemáticamente por encima de la barrera psicológica del 3%. Los diferenciales de la deuda corporativa se ampliaron, especialmente en el segmento de alta rentabilidad.

Las turbulencias de principios de diciembre, en cambio, mostraron más trazas de un repliegue hacia activos seguros. Las cotizaciones bursátiles cayeron, de nuevo tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo, pero en esta ocasión los rendimientos de los bonos bajaron, volviendo a situarse claramente por debajo de la barrera del 3%. Mientras tanto, los diferenciales crediticios continuaban ampliándose.

El reajuste de los precios en los mercados financieros podría obedecer a dos causas: las contradictorias señales procedentes de la economía pese a los buenos resultados anunciados por las empresas y los consiguientes cambios en la percepción de los inversores sobre la orientación de la política monetaria de la Reserva Federal. Hasta entonces, los inversores habían previsto un endurecimiento gradual pero persistente. Sin embargo, en los primeros días de diciembre revisaron a la baja sus expectativas sobre el ritmo de la normalización, en parte por el tono de las declaraciones de las autoridades, y comenzaron a preocuparse más por las perspectivas de crecimiento. Su inquietud por el devenir de la economía aumentó cuando la curva de rendimientos se aplanó y llegó a invertirse en el sector más corto, lo que con frecuencia se interpreta como un [indicio de una recesión inminente](#). Otro aspecto importante durante el periodo fueron los vaivenes de la preocupación por las tensiones comerciales y la incertidumbre política. De hecho, las incógnitas que rodean a la normalización de la política monetaria, un proceso que no tiene precedentes históricos, agudizan sin duda la sensibilidad de los mercados ante este tipo de acontecimientos.



La incertidumbre política se dejó sentir ostensiblemente en los mercados financieros europeos. La preocupación por un posible Brexit «duro» hizo temblar a los mercados en el Reino Unido y la libra esterlina se resintió. En la zona del euro, la fuente de tensión volvió a ser el deterioro de las perspectivas de la situación fiscal en Italia, de por sí delicada, ya que el Gobierno se enzarzó en un contencioso sobre sus presupuestos con la Comisión Europea. Si bien las tensiones en el mercado no alcanzaron los niveles vistos en mayo, los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio apuntaron a un repunte del riesgo de redenominación y se detectaron señales de contagio (aunque contenido) a otros mercados soberanos de la periferia de la zona del euro. Hasta más avanzado el periodo no se observaron algunos indicios de rebaja de la tensión, aunque la situación continuó siendo frágil.

Los acontecimientos volvieron a poner el foco sobre la relativa debilidad del sector bancario europeo. Las acciones de la banca europea cayeron más que las de otras economías avanzadas. Los inversores seguían evidentemente preocupados por el sector, que no consigue mejorar su escasa rentabilidad, arrastra en algunos casos préstamos dudosos y está muy expuesto a la evolución de los emisores soberanos. Las relaciones precio/valor contable de los bancos europeos continúan moviéndose claramente por debajo de la unidad y sus calificaciones crediticias *stand-alone*, que no tienen en cuenta las expectativas de apoyo del sector público en caso de tensiones, incluso han caído desde la Gran Crisis Financiera (GCF).

Quizás sorprendentemente, los mercados financieros de EME lograron avanzar pese a la inestabilidad de los estadounidenses. Sin duda, el desplome bursátil tuvo carácter global. El mercado bursátil chino mostró una especial debilidad, fruto de [factores institucionales](#) específicos y, en general, de la delicada tarea que afrontan las autoridades para conjugar el desapalancamiento de la economía con el mantenimiento de una buena tasa de crecimiento, un reto sin precedentes. De forma similar, la depreciación del renminbi causó ondas en otras EME. Con todo, los diferenciales crediticios de la deuda soberana y corporativa no se dispararon, las monedas no se hundieron y las salidas de inversión de cartera no se aceleraron —de hecho, pese a la corrección de precios generalmente adversa, los fondos de renta variable incluso registraron entradas de capital—.

Esta evolución relativamente positiva puede deberse a varios factores. Desde luego, los esfuerzos desplegados en general por las EME para mejorar sus marcos macroeconómicos y financieros han dado sus frutos. Es posible que el abaratamiento del petróleo proporcionara cierto alivio a los importadores de petróleo más débiles. Pero probablemente tuvo más peso el hecho de que los mercados habían sufrido un duro varapalo en el trimestre anterior, por lo que ya se había producido un ajuste considerable. Sin embargo, en adelante las EME continuarán afrontando retos conforme avance la normalización.

Pese a que las condiciones financieras estadounidenses se endurecieron durante el periodo analizado, desde un punto de vista de más largo plazo continúan siendo relativamente laxas. Esto es así incluso [si se tiene en cuenta el desplome](#) del mercado bursátil —de hecho, las valoraciones de las acciones continúan bastante elevadas—. A pesar de la constante ampliación de los diferenciales crediticios, las relajadas condiciones financieras son especialmente evidentes en el mercado de préstamos apalancados, que continúa sobrevalorado. La elevada concentración de la deuda corporativa en la categoría BBB, apenas un escalón por encima de los bonos basura, representa una amenaza que se cierne sobre los inversores. Si la calificación de esta deuda llegara a rebajarse cuando la economía pierda fuerza, ejercería inevitablemente una presión sustancial sobre un mercado ya de por sí falto de liquidez, con consecuencias de más amplio alcance.

Estas y otras vulnerabilidades financieras merecen particular atención. Deben vigilarse de cerca porque, si en algún momento la inflación llegara a subir más de lo esperado, debilitarían aún más una economía lastrada por tasas de interés más altas, pero también porque, como la experiencia ha demostrado, la economía podría entrar en una fase contractiva incluso si la



inflación no hace su aparición. De hecho, desde principios de la década de 1980, los [desencadenantes](#) de las crisis financieras han sido con frecuencia auges financieros que han acabado mal, más que el endurecimiento de la política monetaria para sofocar brotes de inflación.

¿Qué implica todo esto para las perspectivas de futuro? Significa que las tensiones del mercado que hemos presenciado en el último trimestre no son un acontecimiento aislado. Como ya hemos indicado en ocasiones anteriores, solo son una etapa más de un viaje que comenzó hace varios años. Dadas las insólitas condiciones de partida —tasas de interés extraordinariamente bajas, abultados balances de los bancos centrales y un elevado endeudamiento, tanto público como privado, en todo el mundo—, es inevitable que la normalización de la política monetaria sea una tarea ardua, especialmente en vista de las tensiones comerciales y la incertidumbre política. Este último bache es previsiblemente tan solo uno de los muchos que tendremos que afrontar.



Hyun Song Shin

La edición de diciembre del *Informe Trimestral del BPI* presenta tres artículos que utilizan estadísticas bancarias del BPI para contribuir a una mejor comprensión de los flujos mundiales de financiación.

En «Distribución geográfica de la financiación en dólares de bancos no estadounidenses», **Iñaki Aldasoro** y **Torsten Ehlers** examinan la distribución geográfica de la financiación en dólares de los bancos no estadounidenses, es decir, entidades que tienen su sede central fuera de Estados Unidos. Dado que el dólar tiene un papel fundamental como moneda principal del sistema bancario internacional, el seguimiento de los cambios en los patrones de la financiación en dólares puede ayudar a evaluar las fluctuaciones de las condiciones financieras y su vulnerabilidad a una pérdida de confianza. Pero, ¿cómo han cambiado los patrones de la financiación en dólares desde la GCF?

En términos agregados, los pasivos en dólares de bancos no estadounidenses han retornado a sus niveles previos a la GCF, situándose en 12,8 billones de dólares al final de junio de 2018. Sin embargo, en ese periodo se han producido notables cambios en los patrones de la financiación en dólares. Antes de la GCF, los bancos no estadounidenses (sobre todo los europeos) utilizaban sus sucursales y filiales en Estados Unidos para pedir prestados dólares con los que financiar sus compras de bonos de titulización hipotecaria. El rápido crecimiento de esta actividad se asoció con la acumulación de riesgos globales antes de la crisis. Desde la GCF, los bancos no estadounidenses recurren menos a sus entidades asociadas en Estados Unidos y ha aumentado la proporción de dólares que obtienen en su jurisdicción de origen —con frecuencia proporcionados de forma transfronteriza por residentes en Estados Unidos—.

En su artículo monográfico «La creciente presencia de los bancos de EME en el sistema bancario internacional», **Eugenio Cerutti**, **Catherine Koch** y **Swapan-Kumar Pradhan** utilizan las estadísticas bancarias del BPI para examinar el creciente papel internacional de los bancos de EME. Las EME han sido el motor del crecimiento mundial en los años transcurridos desde la GCF, pero últimamente sus perspectivas se han tornado más inciertas como consecuencia de la fortaleza del dólar, la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas y problemas específicos de sus propias economías. Los autores de este artículo monográfico subrayan el creciente papel de los bancos de las EME como fuente de financiación, especialmente su actividad transfronteriza de préstamo a prestatarios de otros mercados emergentes. Al final de junio de 2018, bancos domiciliados en EME tenían activos transfronterizos por valor de 3,7 billones de dólares, 1,4 billones de ellos frente a prestatarios de EME. En cuanto a la modalidad de préstamo, es más habitual que los bancos de EME concedan préstamos transfronterizos a través de sus entidades asociadas extranjeras que directamente desde su sede central.

En su artículo monográfico «La crisis de 2018: ¿transpacífica o transoceánica?», **Robert McCauley** utiliza las estadísticas bancarias del BPI para retomar el debate sobre la naturaleza de los flujos financieros en la antesala de la GCF y su papel en la acumulación de vulnerabilidades. Un aspecto que atrajo la atención de los analistas en aquel momento fue la entrada sostenida de capital a Estados Unidos, que coincidió con continuos superávits netos por cuenta corriente de varios países asiáticos y exportadores de petróleo —lo que se conoce como «saturación del ahorro mundial»—. Preocupaba que la saturación del ahorro diera alas a las compras de activos estadounidenses seguros y contribuyera así al mantenimiento de condiciones financieras laxas como consecuencia de los reducidos rendimientos de los activos seguros. Sin embargo, este artículo monográfico sostiene que la laxitud sostenida de las condiciones financieras tiene una causa distinta: la entrada de fondos de bancos europeos al mercado estadounidense de títulos hipotecarios, una hipótesis conocida como «saturación bancaria». Los bancos domiciliados en Europa utilizaron financiación en dólares, en parte



obtenida en Estados Unidos como se describe en el artículo de Aldasoro y Ehlers antes citado, para acumular activos hipotecarios estadounidenses.

En su artículo monográfico «Riesgos de compensación en mercados extrabursátiles de derivados: el nexo CCP–banca», **Umar Faruqi, Wenqian Huang y Előd Takáts** analizan uno de los principales logros de la reforma regulatoria postcrisis: el mayor uso de la compensación centralizada de transacciones de derivados a través de entidades de contrapartida central (CCP), que redujo la práctica precrisis de recurrir a una red dispersa de transacciones bilaterales con derivados extrabursátiles (OTC). Esta positiva evolución es el resultado de los esfuerzos reformistas del sector oficial, centrados en lograr que los principales contratos de derivados se compensen de forma centralizada, así como que los bancos gestionen correctamente los riesgos cuando operan con derivados o los utilizan. Este artículo monográfico propone un marco conceptual para examinar cómo pueden considerarse de forma conjunta los riesgos de bancos y CCP, incluidas las posibles interacciones entre estos dos tipos de entidades. La compensación centralizada ha reducido el riesgo en el sistema financiero en su conjunto, pero si las modalidades de interacción de bancos y CCP causan una reducción más indiscriminada de la toma de riesgos en periodos de tensión, ese nexo podría generar espirales desestabilizadoras que en determinados casos podrían amplificar las tensiones. La conclusión es que las evaluaciones del nexo banca-CCP deberían tener en cuenta los incentivos de los participantes en el sistema y analizar de forma conjunta los riesgos de bancos y CCP.

En su artículo monográfico «El ciclo financiero y el riesgo de recesión», **Claudio Borio, Mathias Drehmann y Dora Xia** vuelven a analizar la cambiante naturaleza de las recesiones y comparan los resultados de los ciclos financieros y los diferenciales entre plazos —una variable que goza de gran popularidad— como indicadores de alerta temprana de las crisis. Los ciclos financieros suelen tener un horizonte temporal más largo que los ciclos económicos convencionales y reflejan las interacciones entre los valores de los activos, las percepciones de riesgo y las restricciones de financiación en la economía. Los autores documentan que, desde principios de la década de 1980, las crisis económicas han estado por lo general precedidas por auges financieros, más que por un endurecimiento destacable de la política monetaria destinado a poner coto a la inflación. Utilizando una amplia muestra de economías avanzadas y de mercado emergentes, los autores concluyen por tanto que los indicadores del estado del ciclo financiero señalan de forma más certera los riesgos de recesión que el aplanamiento de la curva de rendimientos.