



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

Informe Trimestral del BPI, marzo de 2019: 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, 4 de marzo de 2019.

Claudio Borio

El periodo analizado tuvo dos fases claramente diferenciadas. Comenzó exactamente como acabó el anterior. La fase de aversión al riesgo se prolongó en la segunda mitad de diciembre. Con los mercados estadounidenses a la cabeza, las cotizaciones bursátiles siguieron cayendo en todo el mundo, al tiempo que continuaban el aumento de la volatilidad, la ampliación de los diferenciales de la deuda corporativa, el retroceso de los rendimientos de la deuda soberana, la caída de las primas por plazo y el descenso de las expectativas de inflación implícitas en el mercado. Los volúmenes en el mercado de préstamos apalancados y la emisión de bonos de alta rentabilidad se redujeron drásticamente, y las salidas de capital de los fondos de inversión contribuyeron al fuerte ascenso de los diferenciales de la deuda corporativa (véase también el Recuadro B del artículo «[Los mercados caen y luego rebotan](#)»).

El trasfondo de esta evolución fue el temor a una desaceleración de la economía mundial, que continuó socavando la confianza de los inversores. Además, aunque pueda sorprender, los mercados centraron su atención en la reducción pasiva y muy previsible del balance de la Reserva Federal. Se esperaba que esta normalización se produjera sin contratiempos, pero nada más lejos de la realidad. Cuando el 19 de diciembre el banco central estadounidense dejó entrever que iba a ralentizar su endurecimiento sumamente gradual de la política monetaria a través de la tasa de interés oficial, los participantes en los mercados se apresuraron a ajustar sus expectativas sobre la futura trayectoria de esa tasa. Pero, al parecer, les decepcionó que el banco central no previera también una mayor flexibilidad en la reducción de su balance. La consecuencia fue una aceleración de la caída de los precios de los activos.

A partir de enero, los mercados rebotaron y recuperaron las pérdidas sufridas desde primeros de diciembre. Con el respaldo de la ligera mejoría de las perspectivas económicas, su evolución volvió a depender en gran medida de las actuaciones de los bancos centrales. Los mercados financieros celebraron el anuncio del presidente de la Reserva Federal el 4 de enero, en el sentido de que no solo la tasa de interés oficial, sino también el balance, podrían reaccionar con flexibilidad ante la pérdida de fuerza de la economía. Las declaraciones del Banco Central Europeo y del Banco de Japón también contribuyeron a tranquilizar a los participantes en los mercados, puesto que traslucían acomodación y la disposición de los bancos centrales a ajustar el rumbo de su política monetaria en función de cómo evolucionaran las circunstancias. Con el repunte de los precios de los activos de riesgo, los rendimientos de los bonos continuaron cayendo; los de los *bunds* alemanes, especialmente, se hundieron hasta niveles no vistos en mucho tiempo.

Durante todo este tiempo, las economías de mercado emergentes (EME) aguantaron el tipo notablemente bien, como en el trimestre anterior, pese a la desaceleración de China, que de nuevo se vio obligada a aplicar medidas de expansión monetaria y fiscal. Más que la incertidumbre sobre las tensiones comerciales y su concreción, lo que pareció lastrar la actividad fue el necesario desapalancamiento de la economía china. De hecho, la coyuntura



en China pareció ejercer más influencia sobre la evolución económica en las economías avanzadas (EA), especialmente en la zona del euro, que en las EME. Aparte de las medidas adoptadas por estos países para reforzar sus economías y sistemas financieros, las EME se vieron favorecidas por la inmovilidad del dólar estadounidense. Y cuando la política monetaria de las EA se tornó más acomodaticia de lo esperado, la fase de apetito por el riesgo propició fuertes entradas de capital en clases de activos de EME, con la consiguiente subida de sus precios.

La evolución de la coyuntura en el periodo analizado puso de manifiesto dos características persistentes del panorama económico y financiero. Una, en un segundo plano y que pasa desapercibida para la mayoría, es el cambio radical que se ha producido en el funcionamiento cotidiano de los mercados financieros desde la Gran Crisis Financiera (GCF). La otra, más visible y objeto de amplia atención, es la estrecha interacción entre los bancos centrales y los mercados.

Desde la GCF, se han observado en los mercados varios patrones de precios que, con los criterios de antes de la crisis, se considerarían «anomalías». Por ejemplo, violaciones aparentes de la paridad cubierta de tasas de interés, como la que representa la evolución del [cross-currency basis](#); repuntes mucho más acusados de las tasas de interés y los diferenciales en fechas de cierre de trimestre y final de año (véase el Recuadro A del artículo «[Los mercados caen y luego rebotan](#)»); y la caída de las tasas de interés sin garantía para transacciones a un día de contrapartes del sector privado hasta situarse por debajo de las tasas libres de riesgo de las facilidades de depósito de bancos centrales. En términos más generales, ha aumentado considerablemente la [dispersión de las tasas de interés del mercado monetario](#).

A primera vista, estas supuestas anomalías podrían parecer motivo de preocupación. Al fin y al cabo, ¿no indican una menor liquidez del mercado en el día a día, con el consiguiente aumento de su vulnerabilidad a variaciones inesperadas de los precios? En cierta medida, así es, pero los repuntes de las tasas de interés obedecen fundamentalmente al repliegue de las instituciones financieras y a la contracción de sus balances en torno a las fechas de comunicación de información. Aunque esto trasluce un «[maquillaje](#)» no deseado, los movimientos de los precios son meramente técnicos.

Más importante aún: estas aparentes anomalías reflejan que las instituciones financieras reconocen mejor, por efecto de la regulación, los riesgos asociados con el uso de sus balances. Han dejado de considerarlos como un recurso gratuito. Se han dado cuenta de que tienen un precio y ya no pueden ampliarlos con la despreocupación de que hacían gala anteriormente. Este cambio resulta muy positivo, puesto que significa que, aunque supongan un peligro permanente, la agresiva toma de riesgo y la ampliación excesiva de los balances que suelen preceder al súbito agotamiento de la liquidez son ahora un poco menos probables o, como mínimo, menos intensas, a raíz de dicho cambio. Otra de las consecuencias de ese cambio es que, si la liquidez del mercado llegara a encontrarse efectivamente bajo presión, las instituciones financieras estarían en principio mejor preparadas para absorber el golpe.

Volviendo a la segunda de las nuevas características del panorama que citábamos, las oscilaciones de los precios de los activos en el periodo analizado pusieron de relieve una vez más la relación extraordinariamente estrecha que existe entre los bancos centrales y los mercados financieros. Estos miran con lupa cada palabra y cada actuación de los bancos centrales y reaccionan a ellas con subidas o bajadas, esperando permanentemente que los bancos centrales les reconforten. Los bancos centrales, por su parte, siguen de cerca los mercados financieros para comprender mejor lo que el futuro deparará a la economía, una tarea ardua y delicada, ya que los mercados reflejan la actividad, pero también influyen en ella. Junto con los datos objetivos, esta interacción ayuda a explicar la paciencia de la que está haciendo gala la Reserva Federal en su senda hacia la normalización. Cuando los



movimientos de los bancos centrales y los mercados financieros están tan interconectados como ahora, en ocasiones es difícil distinguirlos.

En todo caso, la evolución de los mercados en los últimos meses nos deja un claro mensaje. El proceso sumamente gradual y predecible de endurecimiento de la política monetaria se ha interrumpido y se ha tornado menos predecible, ya que la inflación de las EA ha dado escasas muestras de reactivarse, las perspectivas de la economía son ahora más inciertas y se ha observado un especial nerviosismo en los mercados financieros. El estrecho camino hacia la normalización monetaria está resultando sinuoso.

Hyun Song Shin

El LIBOR, siglas inglesas de la tasa de interés interbancaria de oferta de Londres, fue una vez una tasa de interés ampliamente utilizada pero poco conocida en un rincón poco glamuroso del mercado monetario. La crisis financiera y los casos de manipulación de esta referencia lo cambiaron todo y el LIBOR se vio catapultado al primer plano de la actualidad. Desde entonces, se ha trabajado intensamente para encontrar un sucesor para el LIBOR que pueda ser una referencia fiable basada en transacciones reales en los mercados y, al mismo tiempo, permita a los participantes en los mercados cubrir los riesgos de contratos financieros por valor de billones de dólares.

En «**Más allá del LIBOR: un análisis de las nuevas tasas de interés de referencia**», **Andreas Schrimpf** y **Vladyslav Sushko** describen el punto en el que se encuentra esa búsqueda y las dificultades conceptuales y prácticas que plantea «ir más allá del LIBOR».

En la raíz de estas dificultades está la necesidad de que la tasa de referencia satisfaga varios criterios, en ocasiones contrapuestos. Especialmente relevante es el requisito de que la tasa de referencia no puede ser susceptible de manipularse —es decir, ha de estar basada en transacciones de mercado reales en mercados líquidos—. Las tasas de interés libres de riesgos (RFR) a un día, sin garantías o con colateral, sirven bien a este propósito. Sin embargo, para los bancos y otros intermediarios que toman prestado dinero con la intención de volver a prestarlo, cubrir los costes del endeudamiento es vital para su gestión de riesgos. Un repentino incremento de las tasas que pagan por endeudarse a corto plazo en un episodio de restricción financiera podría desestabilizarlos, reducir sus márgenes y someter al conjunto del sistema a tensiones de más amplio alcance. Los bancos podrían estar expuestos al riesgo de base en periodos en los que sus costes marginales de financiación no coincidan con las tasas de interés generadas por sus activos referenciados a las nuevas RFR, con la consiguiente contracción de sus márgenes. Con fines de cobertura, lo ideal sería, por tanto, que la tasa de referencia reflejara el coste al que los intermediarios pueden obtener esa financiación en los mercados monetarios a plazo en el margen. También está el problema de cómo pueden construirse referencias de tasas de interés a medio y largo plazo a partir de tasas de referencia a un día.

Las autoridades han identificado una serie de tasas de interés libres de riesgo que pueden servir como tasas de referencia sólidas y creíbles. Se espera que los mercados de efectivo y derivados migren a las nuevas RFR. Sin embargo, el mercado puede seguir necesitando un conjunto de referencias que se aproximen mucho al coste de financiación de los intermediarios. Esto podría exigir un enfoque pragmático y a medida. Por ejemplo, las RFR podrían complementarse con alguna forma de referencia sensible al crédito, un planteamiento por el que han optado algunas jurisdicciones. El resultado final podría ser la coexistencia de múltiples referencias. Una caja de herramientas bien surtida podría servir mejor a los propósitos del sistema financiero que una navaja suiza.



La presente edición del Informe Trimestral del BPI también es especialmente relevante porque da a conocer una importante iniciativa para la evaluación del impacto de las reformas financieras y regulatorias. En su artículo monográfico **«Efectos de la regulación financiera: datos obtenidos de un repositorio en línea de estudios»**, **Frederic Boissay, Carlos Cantú, Stijn Claessens y Alan Villegas** presentan **FRAME** (Financial Regulation Assessment: Meta Exercise), un repositorio en línea interactivo de estimaciones del impacto de la regulación. El objetivo de este repositorio mantenido por el BPI es seguir, organizar, normalizar y divulgar las conclusiones más recientes. FRAME abarca actualmente 83 estudios y 139 estimaciones de impacto cuantitativo procedentes de 15 países y regiones, que se clasifican con arreglo a 18 criterios, que van desde los países concretos analizados y el tamaño de los bancos estudiados hasta el periodo de la muestra. El repositorio está estructurado en función de una serie de medidas seleccionadas de los balances bancarios y sus efectos sobre más de 10 variables. Los coeficientes que se tienen en cuenta actualmente están relacionados con las normas de capital y liquidez del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea que están basadas en el balance.

Una comparación de los efectos de diversos coeficientes regulatorios en épocas normales y de crisis sugiere que el coeficiente de financiación estable neta tiene un efecto anticíclico sobre el préstamo bancario muy superior a los del capital y la liquidez bancarios. Los autores documentan una significativa heterogeneidad de las estimaciones de impacto cuantitativo, especialmente destacable en el caso de los efectos del capital (y su regulación) sobre el crecimiento del préstamo. En promedio, el efecto es positivo, pero existen grandes diferencias, en parte derivadas de si el estudio subyacente incorpora o no efectos de equilibrio general (de segunda ronda).

En su artículo monográfico **«El límite inferior cero, la orientación de expectativas y la respuesta de los mercados ante las noticias»**, **Richhild Moessner y Phurichai Rungcharoenkitkul** examinan los efectos que tanto la orientación de expectativas como un límite inferior cero (ZLB) vinculante pueden tener sobre la forma en que los mercados incorporan las noticias económicas a los precios de los activos.

Las variaciones en la probabilidad de alcanzar el ZLB pueden explicar la reducción de la sensibilidad a las noticias de las tasas de interés a corto plazo mientras el ZLB fue vinculante. Los mercados no reaccionaban tanto a los nuevos datos porque las tasas no podían caer más y se esperaba que siguieran siendo muy bajas durante un tiempo. El papel de la orientación de expectativas en este periodo sigue resultando difícil de valorar. Tras iniciarse la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, lo que redujo considerablemente la probabilidad del ZLB, los rendimientos a corto plazo y los precios de algunos activos de riesgo continuaron mostrando reacciones atenuadas ante las noticias económicas. Esto sugiere que la orientación de expectativas tuvo algún efecto durante esta fase: los mercados continuaron siendo relativamente insensibles a las noticias porque la estrategia de comunicación de la Reserva Federal reducía el posible rango de las tasas de interés en el futuro.

Dos artículos ofrecen al lector un recorrido por el cambiante contorno del sistema financiero.

En **«¿Hasta qué punto dependen los mercados emergentes del crédito bancario exterior?»**, **Bryan Hardy** muestra que la dependencia del crédito bancario exterior de los prestatarios de mercados emergentes se ha ido reduciendo desde la GCF. Este descenso obedece, en parte, al estancamiento del crédito bancario exterior y a la expansión del crédito de bancos nacionales y acreedores no bancarios. Los prestatarios de mercados emergentes obtienen, en promedio, entre el 15% y el 20% de su crédito de bancos extranjeros (en datos del segundo trimestre de 2018), y más de la mitad de ese porcentaje adopta la forma de préstamos en moneda local concedidos por filiales. Esas filiales son, a todos los efectos, bancos locales, y no preocupan tanto en lo que a la estabilidad financiera se refiere. No obstante, la concentración de los sistemas bancarios acreedores extranjeros es elevada y



continúa creciendo en las EME. Una de las causas de esta concentración es que algunos grandes bancos europeos redujeron sus actividades en EME como consecuencia de su desapalancamiento y de la crisis de la deuda soberana. Pero, tanto en la dependencia de la banca extranjera como en la concentración de los sistemas bancarios acreedores extranjeros, se observan diferencias sustanciales entre economías de mercado emergentes y entre sectores.

Los patrones de la intermediación financiera también se han visto influidos por las políticas introducidas tras la GCF. En el artículo monográfico «**Tras la huella del programa de compra de activos del BCE en los flujos mundiales de bonos y depósitos**», **Stefan Avdjiev, Mary Everett y yo mismo** recurrimos a varias fuentes de datos para rastrear las huellas dejadas por la política monetaria no convencional del BCE en el sistema bancario internacional y en los mercados mundiales de bonos. Constatamos que las instituciones financieras no bancarias domiciliadas fuera de la zona del euro desarrollaron una intensa actividad como vendedores de bonos de la zona del euro durante el programa ampliado de compra de activos (APP) del BCE. Y encontramos datos que sugieren que, quizás sorprendentemente, las instituciones financieras no bancarias de la zona del euro conservaron una parte sustancial del producto de sus ventas de bonos en depósitos denominados en euros en bancos de fuera de la zona del euro. Bancos radicados en el Reino Unido y sus entidades asociadas en la zona del euro fueron los principales facilitadores de las ventas de bonos del APP por parte de inversores de fuera de la zona del euro, lo que demuestra el importante papel desempeñado por el Reino Unido como puerta de entrada al sistema financiero de la zona del euro para inversores externos.