



## Informe Trimestral del BPI, marzo de 2020: teleconferencia

**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.**

### Jefe del Departamento Monetario y Económico – Claudio Borio

Los mercados tuvieron un desagradable despertar la semana pasada. Tras una breve vacilación en enero, los participantes en los mercados se habían tomado con relativa calma las repercusiones del coronavirus en la economía mundial, una tranquilidad a la que contribuía la acomodaticia orientación de la política monetaria a escala global. Todo cambió cuando, a principios de semana, se conoció que el virus se estaba propagando más y a mayor velocidad de lo previsto. La preocupación y la incertidumbre atenazaron a los participantes en los mercados, ante la manifiesta falta de realismo de la anterior previsión de una rápida recuperación en V de la economía. Los mercados de activos de riesgo se hundieron como si no hubiera un suelo a la vista: nadie quiere subirse a un barco que hace aguas. Sin embargo, pese a las turbulencias y la ansiedad, tanto el funcionamiento de los mercados como la intermediación financiera en general hicieron gala de una considerable resiliencia. Las reformas reguladoras emprendidas tras la crisis para reforzar las instituciones financieras están dando frutos.

Conforme se fueron conociendo las noticias, los mercados sufrieron sucesivos temblores y a los participantes les costó recuperar el equilibrio. Cuando los índices bursátiles cerraron el jueves en Estados Unidos, el desplome de más del 10% de las bolsas mundiales era ya el peor desde la crisis de la zona del euro en 2011. El VIX se disparó, alcanzando uno de los niveles más altos de los últimos años. Los rendimientos de la deuda soberana tradicionalmente utilizada como refugio se hundieron hasta rozar los mínimos históricos o rebasarlos en varios países. Los diferenciales de la deuda corporativa de alta rentabilidad registraron un súbito ascenso de aproximadamente 100 puntos básicos, volviendo a los niveles en los que se situaron durante la escalada de tensiones comerciales de principios de 2019. Los activos de renta fija de economías de mercado emergentes (EME) también sufrieron una corriente de ventas, aunque la corrección ha sido relativamente más moderada hasta la fecha. El dólar estadounidense volvió a apreciarse frente a la mayoría de las monedas, pero no frente al euro, el yen o por supuesto el renminbi, cuyo valor aumentó. Los mercados descontaban una considerable relajación adicional de la



política monetaria: sin duda, el mayor margen de maniobra de la Reserva Federal explica en parte la debilidad relativa del dólar frente a las otras divisas principales.

La aparición de los primeros temores sobre el brote del virus a finales de enero había puesto el punto final a una prolongada fase de apetito por el riesgo que se inició al relajarse las tensiones comerciales y que había llevado a varios mercados hasta cotas exuberantes. De hecho, la bolsa estadounidense había marcado su máximo histórico. Y aunque la fase de aversión al riesgo posterior había deprimido sustancialmente los rendimientos de los bonos, en general sus efectos habían sido moderados.

Esto quedó patente en el comportamiento de los activos de riesgo. Antes de las ventas masivas de la semana pasada, los mercados bursátiles de las economías avanzadas habían recuperado la mayoría de las pérdidas y algunos habían alcanzado incluso nuevos máximos, aunque las bolsas de las EME seguían todavía claramente por debajo de sus máximos previos, sobre todo en Asia. Más concretamente, la renta fija de riesgo como clase de activo había mostrado una notable capacidad de resistencia, en lo que tenía todos los visos de ser un comportamiento de búsqueda de rentabilidad. En un momento de elevadas emisiones, los diferenciales corporativos en Estados Unidos habían descrito una trayectoria descendente hasta niveles comparativamente bajos y los de la zona del euro eran aún más estrechos en términos históricos. De hecho, los diferenciales soberanos de la deuda de alta rentabilidad de la periferia de la zona del euro, especialmente de Italia y Grecia, se habían estrechado. Lo mismo cabe decir de los diferenciales de la deuda corporativa y soberana de las EME, que se habían situado en mínimos históricos gracias a las continuas entradas de capital a fondos de renta fija de EME.

La asunción de riesgos también se dejó sentir en segmentos más amplios de la deuda corporativa. Y no solo en los célebres mercados de préstamos apalancados y bonos de titulización de préstamos garantizados (CLO), sino también en el más desconocido mercado de crédito privado (Recuadro A) —en el que empresas más pequeñas y a menudo de mayor riesgo reciben préstamos procedentes mayoritariamente de instituciones financieras no bancarias, especialmente empresas de private equity—. Este segmento, que ha crecido rápidamente en los últimos años hasta acercarse a los 800 000 millones de dólares, también ha experimentado un deterioro de la calidad crediticia y una expansión de estructuras de financiación ilíquidas y apalancadas. Una determinación de precios opaca e infrecuente, que reduce artificialmente la volatilidad medida de la rentabilidad subyacente, ha incrementado aún más el atractivo de este tipo de préstamos para los inversores y ha sobreestimado los valores de recuperación. No cabe duda de que el desarrollo del mercado de crédito privado ha brindado un canal de financiación adicional muy conveniente para las empresas a las que endeudarse con entidades bancarias les resulta complicado o excesivamente caro. Sin embargo, esto también nos recuerda, una vez más, que los riesgos están abandonando el sector bancario, en ocasiones para trasladarse a rincones menos transparentes del sistema financiero.

En el momento actual, la incertidumbre reina en todo el mundo. La situación continúa siendo inestable. Las autoridades están siguiendo muy de cerca la evolución de los acontecimientos. ¿Hacia dónde nos dirigimos? Lo único seguro es que los mercados financieros continuarán bailando al son que marquen las noticias sobre el nuevo virus y la respuesta de las autoridades.



## Asesor Económico y Jefe de Estudios – Hyun Song Shin

Esta edición monográfica del *Informe Trimestral del BPI* examina el mundo en rápida transformación de los pagos. Puesto que los pagos son la contrapartida de las operaciones sobre las que se sustenta la economía, es de suma importancia contar con sistemas de pago seguros y eficientes. Las innovaciones tecnológicas están revolucionando estos sistemas, provocando cambios en los instrumentos (como el dinero), las instituciones (como los bancos) y los procesos que los integran.

Como consecuencia de la rapidez de la transformación de los pagos y de su potencial de perturbación, los sistemas de pago han pasado a ocupar un lugar prioritario en las agendas de los responsables económicos. De hecho, el G-20 incluyó la mejora de los pagos transfronterizos entre sus prioridades en 2020. Los artículos incluidos en el presente informe repasan las virtudes y los defectos de los sistemas actuales, describen cómo les está afectando el veloz ritmo de cambio tecnológico y evalúan nuevas soluciones.

En su introducción, titulada «**Forjando el futuro de los pagos**», el Director General del BPI, **Agustín Carstens**, subraya que los bancos centrales ocupan un lugar central en los sistemas de pago y que, ante los cambios que se están produciendo, deben redoblar sus esfuerzos y asumir un papel más destacado en la mejora de la seguridad y la eficiencia de estos sistemas. El Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado (CPMI) del BPI trabaja con otros organismos internacionales competentes para elaborar una hoja de ruta para la mejora de los pagos transfronterizos. Por otra parte, el BPI ha creado un centro de innovación (Innovation Hub) destinado a promover la colaboración internacional en materia de tecnología financiera innovadora en el seno de la comunidad de bancos centrales. El propósito del Hub es catalizar la colaboración entre bancos centrales y cooperar, según corresponda, con académicos, proveedores de servicios financieros y el sector privado en general para desarrollar bienes públicos que redunden en beneficio del sistema financiero mundial.

Los sistemas mayoristas de pago —a través de los cuales se realizan transferencias de elevada cuantía, principalmente entre bancos— han experimentado sucesivas oleadas de innovación durante las últimas décadas. La innovación en los sistemas minoristas de pago —que canalizan un elevado volumen de transacciones de reducido valor entre consumidores y empresas— avanzó más lentamente en un primer momento, pero en la actualidad estos sistemas están transformándose a gran velocidad. En su artículo «**Fast retail payment systems**», **Morten Bech**, **Jenny Hancock** y **Wei Zhang** rastrean la adopción de nuevos sistemas para pagos minoristas prácticamente instantáneos. Cabe reseñar que los primeros países en adoptar este tipo de sistemas fueron sobre todo economías de mercado emergentes, y no países avanzados.

Pese al rápido ritmo de cambio, los sistemas de pago continúan presentando carencias en, como mínimo, dos ámbitos: el acceso y los pagos transfronterizos. Como explican **Morten Bech** y **Jenny Hancock** en «**Innovations in payments**», un gran número de personas carecen de acceso o tienen un acceso limitado a cuentas bancarias o de otro tipo que les permitan efectuar pagos, sobre todo en economías de mercado emergentes y en desarrollo (EMDE). Además, los pagos transfronterizos siguen siendo lentos, caros y complejos. En las EMDE, donde las remesas representan en ocasiones una proporción sustancial del PIB, estas dos carencias se alimentan mutuamente y magnifican así las ineficiencias.



Un elevado porcentaje de los pagos transfronterizos se canalizan a través de bancos corresponsales. El término «banca corresponsal» alude a los acuerdos por los que un banco mantiene depósitos que son propiedad de otras entidades de crédito, que pueden estar radicadas en otro país, y actúa como intermediario de pagos, además de prestar otros servicios. El número de bancos corresponsales se redujo en un 20% aproximadamente entre 2011 y 2018. En el artículo «**On the global retreat of correspondent banks**», **Tara Rice, Goetz von Peter** y **Codruta Boar** examinan las causas de este descenso y evalúan sus posibles consecuencias para el acceso de los países al sistema financiero mundial, los costes de los pagos transfronterizos y el uso de redes de pago menos reguladas.

En estos momentos, hay varias iniciativas en marcha para mejorar la infraestructura que conecta a bancos y otros proveedores de servicios de pago de distintos países. En «**Payments without borders**», **Morten Bech, Umar Faruqui** y **Takeshi Shirakami** repasan iniciativas encaminadas a construir sistemas de pago concebidos para operar de forma transfronteriza, a conectar sistemas nacionales o a establecer procedimientos para que los proveedores de servicios de pago puedan acceder a los sistemas de forma remota. Aunque ya hay un pequeño número de ejemplos en funcionamiento, por ejemplo, en México, Sudáfrica y Suiza, actualmente se están diseñando o poniendo en práctica más iniciativas de pago transfronterizo o multividiva.

La opción de mayor alcance para mejorar los pagos es un mecanismo entre pares que conecte directamente a pagadores y beneficiarios y minimice el número de intermediarios. En su artículo «**On the future of securities settlement**», **Morten Bech, Jenny Hancock, Tara Rice** y **Amber Wadsworth** analizan cómo la «tokenización» —la conversión de activos en representaciones digitales no registradas en cuentas— podría transformar la compensación y la liquidación de valores. Concluyen que la «tokenización» podría reducir los costes y la complejidad, pero no elimina los riesgos de que una de las partes no liquide las transacciones.

Las monedas digitales de bancos centrales (CBDC) han adquirido relevancia en los últimos años en el marco de un debate más amplio sobre las monedas digitales. Si un banco central decidiera emitir su propia CBDC dirigida al público en general, se vería obligado a optar entre varias opciones cruciales de diseño desde el punto de vista tecnológico. En el artículo «**The technology of retail central bank digital currency**», **Raphael Auer** y **Rainer Böhme** identifican varias de esas disyuntivas del diseño: que el banco central emita monedas digitales directamente o por delegación; que la liquidación se produzca tras un consenso descentralizado o en un registro centralizado; y que la CBDC se base en cuentas o en *tokens*. El reto es diseñar una moneda digital que logre el equilibrio adecuado entre la credibilidad de los activos directos frente al banco central y la comodidad de utilizar intermediarios de pago.