
Búsqueda de rendimiento ante nuevas caídas de las tasas de interés¹

En el periodo comprendido entre mediados de junio y mediados de septiembre el crecimiento mundial marcó una tendencia a la baja, mientras se reavivaba la inquietud por la sostenibilidad de la deuda pública de la zona del euro y el futuro de la unión monetaria. En un contexto de menor crecimiento, numerosos bancos centrales relajaron su política monetaria, recortando tasas de interés o ampliando sus políticas no convencionales. Algunas de las medidas y anuncios de política provocaron fuertes reacciones en los precios de los activos.

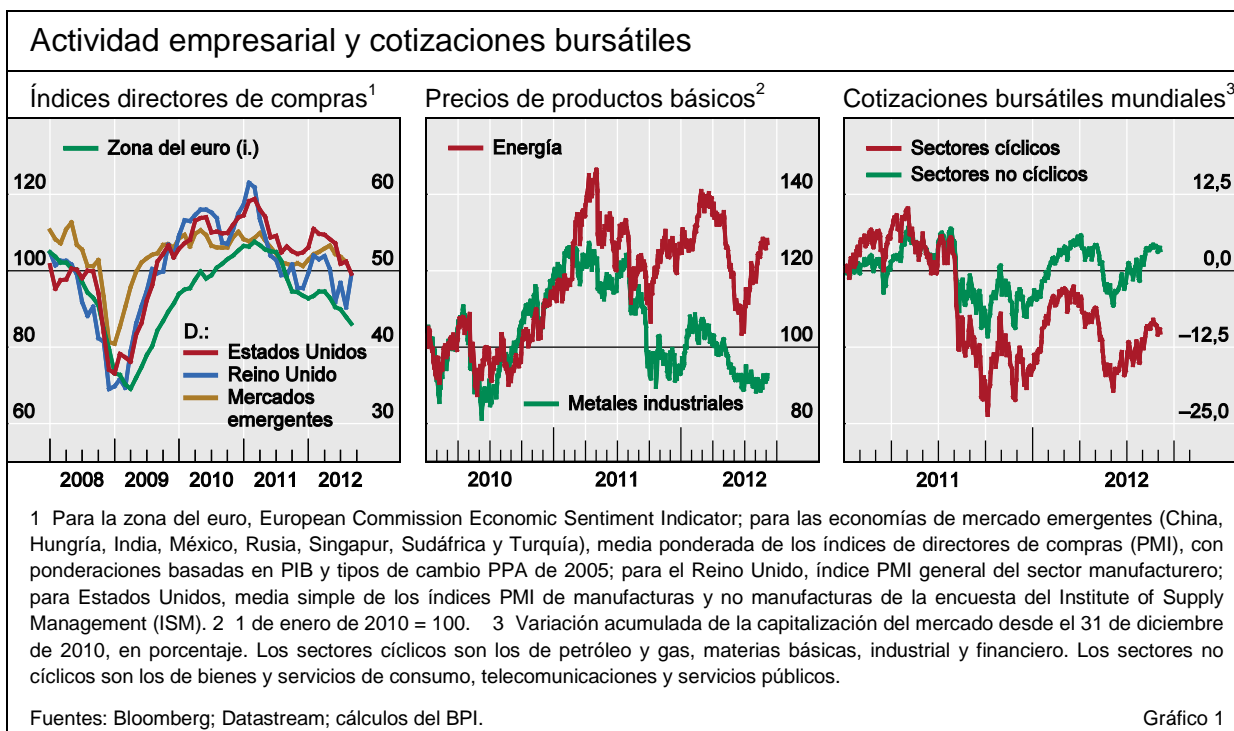
Unidos a las medidas de los bancos centrales, el débil crecimiento y los reajustes de cartera motivados por temores al riesgo soberano en la zona del euro deprimieron hasta mínimos inéditos los rendimientos de la deuda de varios emisores soberanos de elevada solvencia. En algunos países europeos, el rendimiento nominal de la deuda pública a corto plazo se situó incluso en valores negativos bien significativos en términos absolutos. Estos deprimidos rendimientos de la deuda pública de economías avanzadas indujeron a los inversores a buscar oportunidades de inversión que ofrecieran cierta rentabilidad extra. El resultado fue una recuperación de los mercados de renta variable y deuda de empresas. Esta búsqueda de rendimiento adicional podría también explicar en parte la volatilidad extraordinariamente baja de los mercados de crédito, divisas y renta variable en estos últimos meses.

Deterioro adicional de las perspectivas de crecimiento mundial

La publicación de baterías de datos macroeconómicos inferiores por lo general a lo previsto dejó cada vez más claro el debilitamiento de la economía mundial. Estimaciones preliminares sugerían una leve desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre, hasta el 0,4% en Estados Unidos y el 0,3% en Japón, registrando de hecho una contracción las economías de la zona del euro y del Reino Unido del 0,2% y 0,7%, respectivamente. Las encuestas a directores de compras indicaban una desaceleración adicional de la actividad económica en

¹ Este artículo ha sido elaborado por el Departamento Monetario y Económico del BPI. Las consultas sobre su contenido deben dirigirse a Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org), Vladyslav Sushko (vlad.sushko@bis.org) y Nicholas Vause (nick.vause@bis.org); aquellas referidas a datos y gráficos, a Jhuvesh Sobrun (jhuvesh.sobrun@bis.org) y Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org).

La debilidad del crecimiento se propaga...



el tercer trimestre (Gráfico 1, panel izquierdo). La atonía económica también se propagó a Alemania y a varias economías de mercado emergentes que con anterioridad habían exhibido crecimientos más robustos.

En Estados Unidos algunos indicadores del ciclo económico, como las cifras de empleo no agrícola, se comportaron en julio ligeramente mejor de lo esperado. Pese a ello, la coyuntura económica mantuvo su fragilidad al pesar en las perspectivas de crecimiento la incertidumbre sobre importantes medidas de contracción fiscal previstas para comienzos de 2013. En China se redujo el crecimiento en el segundo trimestre hasta su nivel más bajo de los últimos tres años, al tiempo que cifras de las encuestas a directores de compras peores de lo esperado sugerían una nueva desaceleración de la actividad económica.

Sorprende que estas noticias adversas apenas afectaran a los precios de los activos sensibles al crecimiento. La cotización de los metales industriales, como el cobre, disminuyó (Gráfico 1, panel central); en cambio, el coste de la energía repuntó como consecuencia de la rigidez en el suministro de crudo y de las crecientes tensiones geopolíticas en Irán. Las cotizaciones bursátiles también mejoraron en todo el mundo, incluso en sectores cíclicos (Gráfico 1, panel derecho), sustentadas en unos beneficios empresariales superiores a los previstos. Durante la reciente ronda de publicación de beneficios en Estados Unidos y Alemania, por ejemplo, las ganancias de las empresas del S&P 500 y el DAX superaron las previsiones de los analistas en torno a un 5% y un 16%, respectivamente. Los precios de las acciones también respondieron con fuerza a anuncios de nuevas medidas de los bancos centrales orientadas a estimular la economía (véase más adelante), incorporando expectativas de renovados estímulos en caso de deterioro adicional de las perspectivas económicas. Esto apunta a unas menores tasas de descuento esperadas como otro factor explicativo de los recientes avances de las cotizaciones bursátiles.

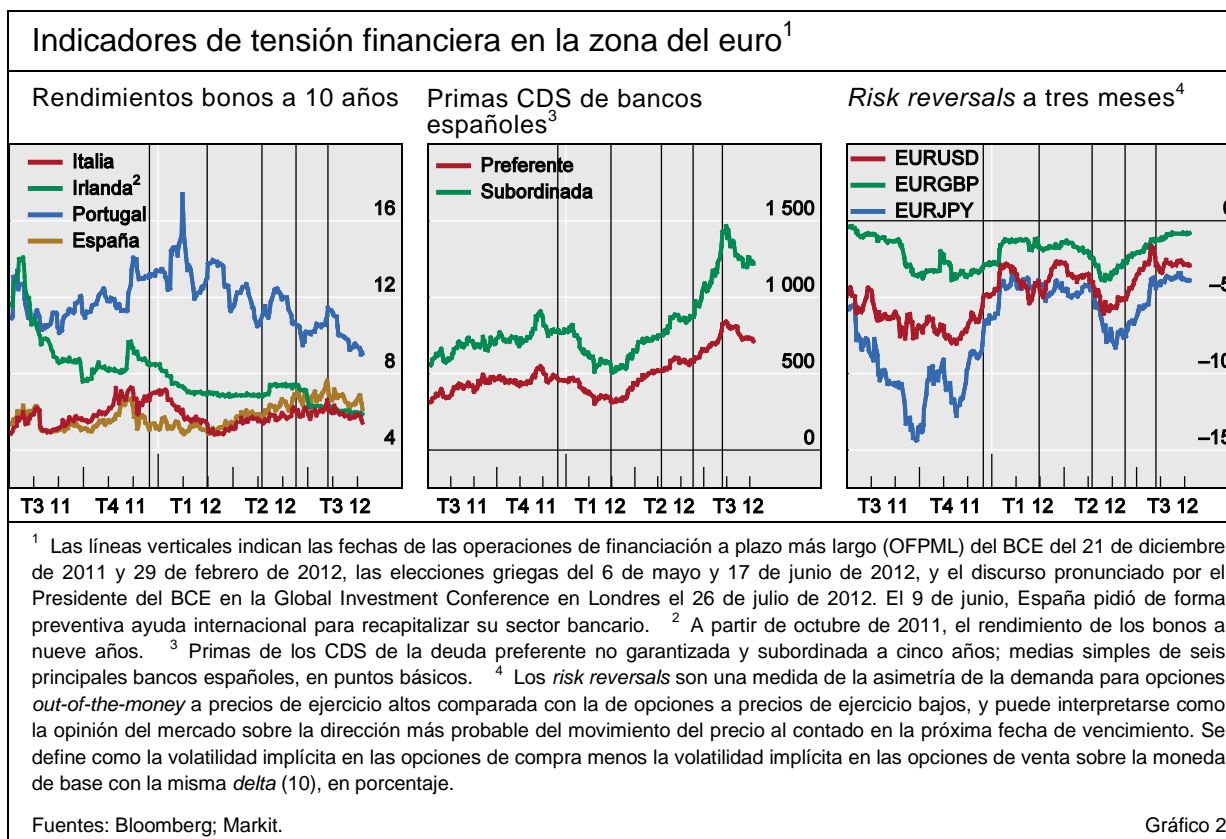
... aunque los mercados de renta variable registran avances

La crisis de la deuda en la zona del euro continúa haciendo mella en los mercados

La crisis de deuda en la zona euro continuó constituyendo una preocupación prioritaria para los inversores internacionales. Las elecciones celebradas en Grecia a mediados de junio condujeron a la formación de un gobierno de coalición favorable al euro, apaciguando los temores a un inminente abandono de la moneda única. Los rendimientos de la deuda pública griega cayeron a continuación desde sus máximos posteriores a la reestructuración de la deuda. No obstante, los inversores aguardaron ansiosamente el informe de evaluación de la *troika* sobre el cumplimiento por Grecia de las condiciones asociadas a la liberación de la ayuda prevista para más avanzado el año.

Mientras tanto, el coste de endeudamiento del Reino de España aumentó significativamente al solicitar el gobierno a principios de junio ayuda financiera internacional para recapitalizar los bancos del país. Al temer los inversores que sus activos pudieran quedar subordinados en el orden de prelación a los nuevos préstamos, la solicitud de crédito internacional provocó una escalada de los rendimientos de la deuda pública española durante buena parte de junio y julio (Gráfico 2, panel izquierdo). Aunque los ministros de finanzas de la UE confirmaron a finales de julio que los nuevos préstamos no tendrían prelación sobre la deuda preexistente, las condiciones de la recapitalización exigían que la deuda bancaria subordinada asumiera parte de las pérdidas. Tras una inicial filtración de la noticia el 11 de julio, las primas de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de la deuda subordinada emitida por varios bancos españoles

Se dispara el coste de endeudamiento de España



aumentaron. También lo hicieron las primas de la deuda preferente al advertir los inversores el riesgo de que esta pudiera acabar viéndose afectada de igual manera (Gráfico 2, panel central). Y asimismo se ampliaron los diferenciales de los bonos garantizados emitidos por bancos españoles, reflejando en parte los efectos de la frágil coyuntura sobre la calidad de las carteras de activos de garantía, compuestas en gran medida por empréstitos al sector inmobiliario.

La incertidumbre sobre el efecto del crédito internacional en la carga del servicio de la deuda soberana constituyó otro importante factor explicativo del encarecimiento de la financiación de la deuda española. Esta situación resultó agravada por el recrudecimiento de la recesión en el país y por las nuevas líneas de crédito de emergencia reclamadas por algunas regiones españolas al gobierno central. Todo ello condujo a un aumento de unos 70 puntos básicos en los rendimientos de la deuda soberana española a 10 años, hasta alcanzar un máximo del 7,6% el 24 de julio. Las dificultades fueron incluso más graves en el caso de los bonos a menor plazo, con una escalada de los rendimientos a dos años superior a 170 puntos básicos, hasta el 6,8% a finales de julio.

Otros mercados de deuda soberana de la zona del euro también sufrieron presiones vendedoras durante el periodo. En particular, los rendimientos de la deuda pública italiana a 10 años se elevaron a lo largo de julio, alcanzando el 24 de ese mes un máximo del 6,6%. El contagio desde España podría explicar parte de este incremento, aunque también operaron factores internos como la concesión por el gobierno central italiano de ayuda financiera de emergencia a Sicilia y la rebaja en dos escalones, el 13 de julio por parte de Moody's, de la calificación crediticia soberana de Italia. En los mercados de divisas, conforme los capitales abandonaban la zona del euro, el cruce del euro frente a otras monedas ponderado por el comercio exterior se debilitó hasta finales de julio.

Tras afirmar el presidente del BCE, en un discurso pronunciado el 26 de julio, que «en el marco de nuestro mandato, el BCE está preparado para hacer lo que sea necesario para preservar el euro», los rendimientos de la deuda italiana y española cayeron significativamente. En especial en el caso de los rendimientos de los títulos a plazos más cortos, lo que podría explicarse en parte por las expectativas del mercado de que cualquier eventual actuación del BCE se concentraría en comprar bonos a corto plazo. En efecto, el nuevo programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT) del BCE, cuyas características técnicas se desvelaron el 6 de septiembre, implica compras esterilizadas discrecionales de deuda soberana a corto plazo con arreglo a ciertas condiciones y requiere la solicitud previa, por el gobierno del país de que se trate, de asistencia internacional a través de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera / el Mecanismo Europeo de Estabilidad (EFSF/ESM).

Las noticias de una orientación más activa de la política del BCE tuvieron amplia repercusión en el clima de confianza del mercado. Las cotizaciones bursátiles tendieron al alza en todo el mundo durante buena parte de agosto, al igual que el rendimiento de los *bunds* alemanes y de otra deuda pública de elevada calificación de la zona del euro. También por esas fechas, el gobierno irlandés recobró el acceso a los mercados internacionales de capital y emitió bonos a largo plazo con rendimientos inferiores a los pagados por España. El euro se afianzó en su cruce frente a otras monedas principales durante buena

Cambia el clima de confianza...

... ante las noticias sobre medidas de política

parte de agosto. Aun así, los *risk reversals* del tipo de cambio sugerían que los inversores seguían pagando una prima para cubrirse frente a bruscas caídas futuras del valor de la moneda única (Gráfico 2, panel derecho).

Las perspectivas de menor crecimiento suscitan el respaldo de los bancos centrales

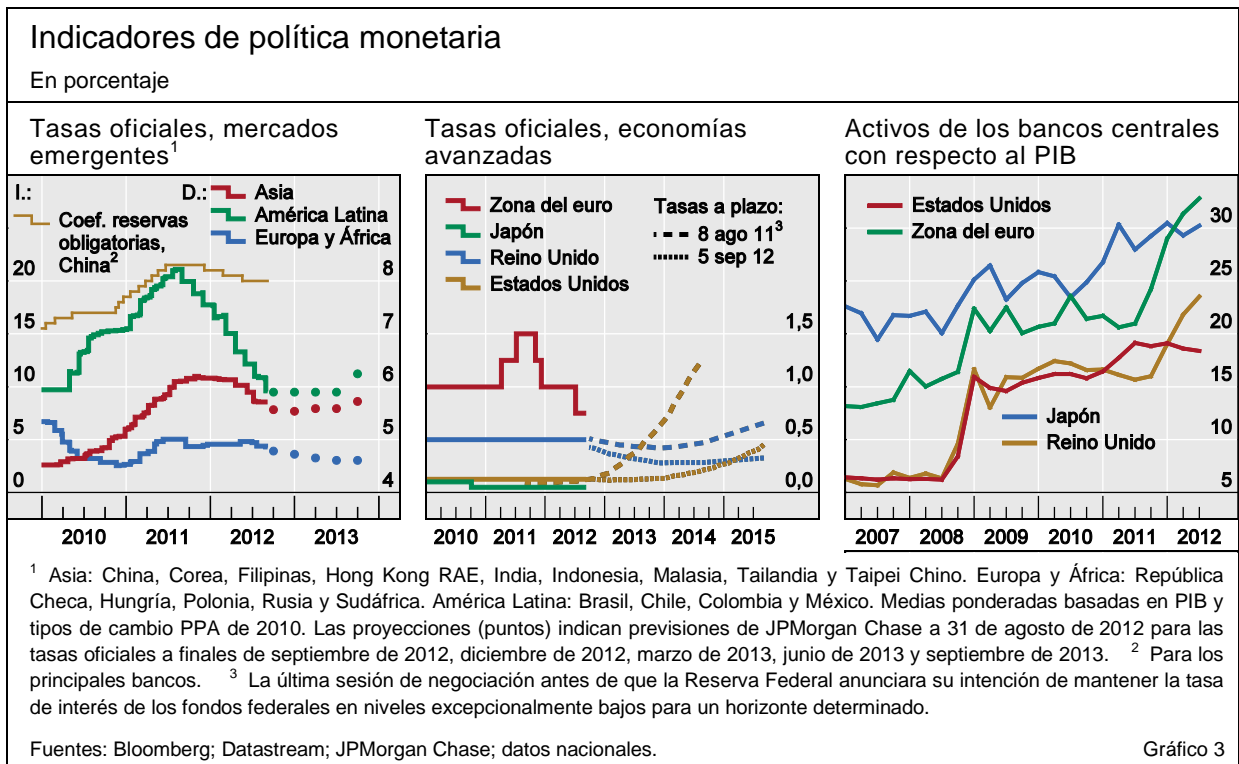
Algunos bancos centrales vuelven a recortar sus tasas...

En este marco de perspectivas de menor crecimiento, los bancos centrales de economías de mercado emergentes y avanzadas adoptaron nuevas medidas de relajación de la política monetaria. Los bancos centrales de Brasil, China, Colombia, Corea, Israel, Filipinas, la República Checa y Sudáfrica redujeron sus tasas de interés oficiales (Gráfico 3, panel izquierdo). En el caso de China, los recortes siguieron a las rebajas de los coeficientes de reservas bancarias obligatorias previamente sancionadas durante el año. Aun así, las previsiones sobre las futuras tasas oficiales en las economías de mercado emergentes sugieren pocos recortes más (puntos en el Gráfico 3, panel izquierdo).

Los bancos centrales de economías avanzadas también insistieron en su política expansiva. A comienzos de julio, el BCE recortó la tasa de interés de sus operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta los 75 puntos básicos, y redujo a cero la tasa de su facilidad de depósito (Gráfico 3, panel central). Con esta medida, situó la remuneración de los saldos en su facilidad de depósito en línea con la de las cuentas corrientes de los bancos, reduciendo los incentivos para transferir a la facilidad de depósito las reservas excedentes al final de cada día hábil. Dicho esto, los bancos mantuvieron estable su volumen total de reservas. Asimismo, ante la dificultad para ofrecer rendimientos positivos a sus partícipes debido a las tasas de interés nominales negativas, algunos fondos de inversión en activos del mercado monetario se cerraron a nuevas aportaciones.

... mientras otros amplían medidas de política no convencionales

Con tasas oficiales próximas ya a cero y expectativas de permanencia en torno a ese nivel durante algún tiempo, los bancos centrales de las principales economías avanzadas ampliaron o renovaron sus programas de políticas no convencionales orientados a activos a largo plazo de alta calidad (Gráfico 3, paneles central y derecho). El Banco de Inglaterra anunció el 5 de julio un incremento del volumen de su Facilidad para la Compra de Activos (APF) en 50 000 millones de libras esterlinas, hasta un total de 375 000 millones, financiado con una expansión de las reservas del banco central. Igualmente, la Reserva Federal anunció el 20 de junio un segundo programa para ampliar el vencimiento medio de sus carteras de valores del Tesoro (MEP), en virtud del cual prevé comprar 267 000 millones de dólares en títulos del Tesoro con vencimientos residuales de seis a 30 años y financiarlo con la venta o amortización de un volumen igual de valores del Tesoro con vencimiento igual o inferior a tres años. El Banco de Japón mantuvo sus adquisiciones habituales en el marco de su Programa de Compras de Activos (APP).



El debate sobre las compras de activos por los bancos centrales ocupó un lugar preferente en los comentarios financieros durante el periodo, pero su anuncio efectivo tuvo un impacto sorprendentemente escaso en los precios de los activos (véase el recuadro). En cambio, los rendimientos de la deuda pública respondieron con fuerza a las noticias sobre la futura senda de las tasas de interés a corto plazo. Por ejemplo, el 22 de agosto, tras publicarse el acta de la última sesión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal estadounidense, los rendimientos de los títulos del Tesoro a dos años cayeron 10 puntos básicos. Según los analistas, el acta indicaría que la tasa objetivo de los fondos federales podría permanecer deprimida aun más tiempo del anticipado. Los rendimientos cayeron significativamente de nuevo el 31 de agosto cuando, en su discurso en la conferencia de Jackson Hole, el presidente de la Reserva Federal Bernanke expresó su preocupación por la situación del mercado de trabajo estadounidense y aludió a los costes y beneficios de ulteriores políticas no convencionales (Gráfico A). Esta reacción habría sido indicativa de que los participantes en los mercados continuaban muy sensibles a noticias sobre la futura dirección de la política monetaria.

Además de ampliar o renovar programas anteriores, algunos bancos centrales adoptaron medidas más específicamente dirigidas a restaurar el flujo de crédito hacia la economía. En su discurso en Mansion House en Londres del 14 de junio, el gobernador del Banco de Inglaterra anunció un Programa de Financiación para Préstamos (FLS), cuyos detalles técnicos se conocieron el 13 de julio, que ofrece financiación a los bancos en función de su trayectoria en sostener o ampliar el crédito a los hogares y sociedades no financieras del Reino Unido. Los rendimientos de la deuda corporativa cayeron 6 puntos básicos al siguiente día hábil y 5-10 puntos básicos los de la deuda pública británica, reflejo esto último posiblemente de expectativas de los mercados de

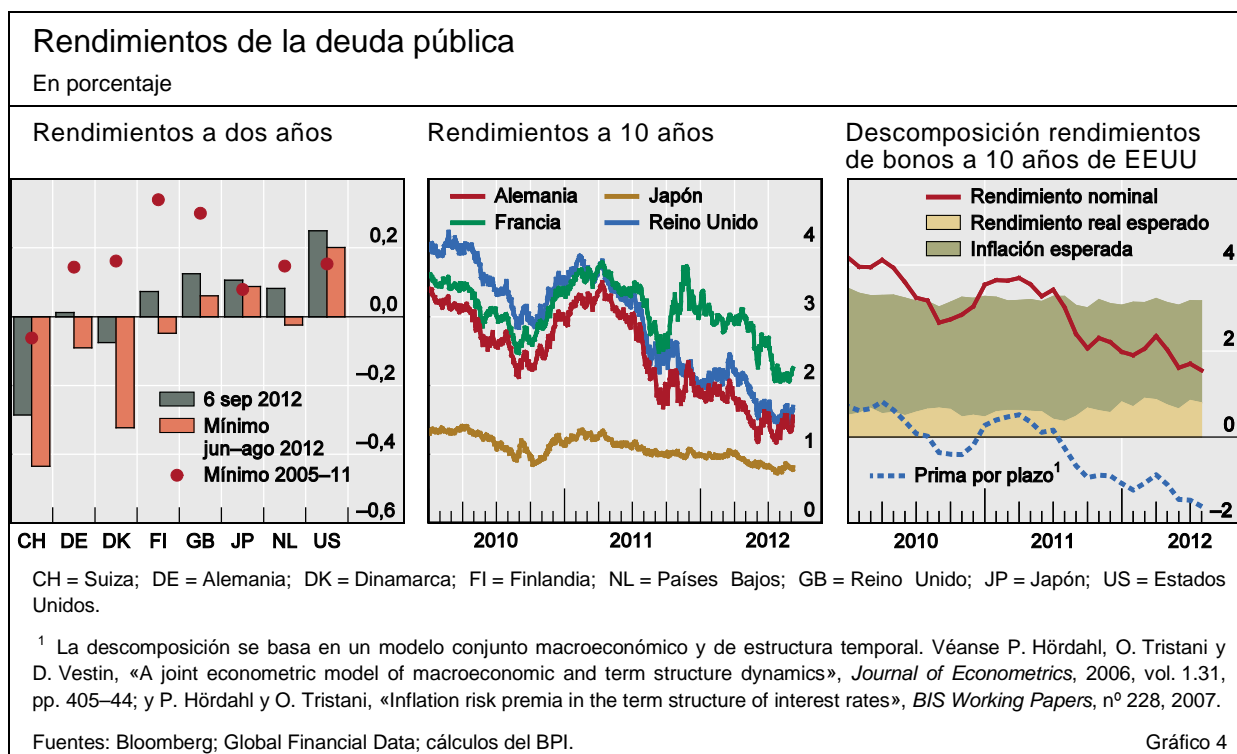
una persistente atonía del crecimiento y de que el sesgo expansivo de la política monetaria se mantendría más tiempo del anticipado. Por su parte, el Banco de Japón hizo públicos planes para ofrecer préstamos denominados en dólares en el marco de un programa similar que, desde su inicio en 2010, ha venido ofreciendo financiación a largo plazo con descuentos a las instituciones financieras en función de su actividad crediticia efectiva.

Rendimientos ultrarreducidos

El débil crecimiento, unido a las medidas de política de los bancos centrales y a reajustes de cartera inducidos por el temor al riesgo soberano en la zona del euro, deprimió los rendimientos hasta mínimos inéditos. En episodios previos de dificultades en la zona del euro, los rendimientos de la deuda a corto plazo de algunos emisores soberanos con elevada calificación crediticia, en especial Suiza y Alemania, ya habían llegado a ser prácticamente nulos (o negativos). Esta dinámica se vio reforzada después de que el BCE redujera a cero el 5 de julio la remuneración ofrecida por su facilidad de depósito.

En los días posteriores al anuncio, los rendimientos de la deuda pública europea a corto plazo con mejor calificación crediticia se desplomaron hasta mínimos sin precedentes (Gráfico 4, panel izquierdo). Los de los Países Bajos, Finlandia y Austria, por ejemplo, se redujeron bruscamente, y hasta tornaron transitoriamente negativos, mientras sus diferenciales frente al *bund* alemán se estrechaban considerablemente. En el caso más extremo, los rendimientos de la deuda pública suiza y danesa a dos años cayeron por debajo de -40 puntos básicos y -30 puntos básicos, respectivamente. Ambos países ligan *de facto* su moneda al euro. En un esfuerzo por reducir la presión sobre la corona, el banco central danés se adentró en terreno inexplorado al establecer la tasa de

Los rendimientos en niveles mínimos históricos...



interés de su facilidad de depósito en -20 puntos básicos. En los mercados primarios, Alemania vendió a mediados de julio más de 4 000 millones de euros en títulos del Tesoro a dos años ofreciendo un rendimiento medio de -6 puntos básicos. Francia, Bélgica y los Países Bajos celebraron igualmente subastas en las que colocaron a los inversores títulos de deuda pública a corto plazo con rendimientos negativos.

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de varios países también cayeron hasta mínimos récord (Gráfico 4, panel central). En julio, los rendimientos de la deuda pública estadounidense a 10 años alcanzaron su nivel más bajo en más de 200 años. El Gráfico 4 (panel derecho) presenta una descomposición estimada de estos rendimientos, separando la compensación por inflación futura, las tasas de interés reales (tras descontar la inflación esperada) a corto plazo a lo largo de la vida de los bonos y la prima por plazo. Esta última es normalmente positiva, ya que compensa a los inversores por el riesgo de tasa de interés de mantener activos con una elevada duración. Sin embargo, la prima por plazo estimada ha caído recientemente hasta alrededor de -150 puntos básicos, reflejando los efectos combinados de las compras de bonos por el banco central y la demanda —en tanto que activos refugio— de valores del Tesoro estadounidense a largo plazo.

Búsqueda del rendimiento en un entorno de tasas ultrarreducidas

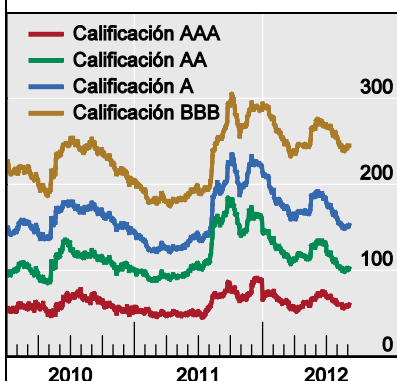
Con los rendimientos soberanos en mínimos históricos, los inversores miraron cada vez más allá de la deuda pública convencional en busca de inversiones razonablemente seguras que ofrecieran algún rendimiento extra. Este reajuste de carteras es uno de los objetivos clave de las políticas no convencionales (según se analiza en el recuadro), que buscan estimular la asunción de riesgo por los inversores reduciendo el atractivo relativo de los títulos públicos frente a activos que entrañan más riesgo.

... sostienen los
precios de los
activos

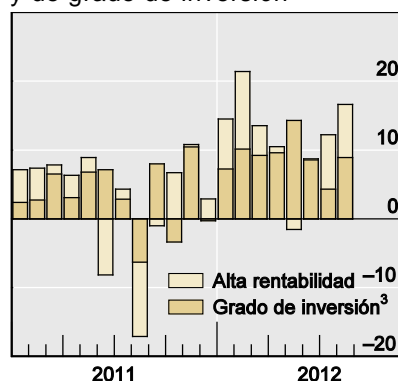
Los diferenciales de la deuda corporativa cayeron conforme los inversores aumentaban su exposición al riesgo de crédito frente al sector empresarial y esta clase de activos registraba fuertes entradas de capital (Gráfico 5, paneles izquierdo y central). Desde mediados de junio hasta finales de agosto, los diferenciales se estrecharon 17 puntos básicos en el caso de empresas con calificación AAA y más de 30 puntos básicos en el de otros bonos corporativos con grado de inversión (Gráfico 5, panel izquierdo). En consonancia con la búsqueda de rendimiento y la mayor asunción de riesgo inducida por el entorno de bajas tasas de interés, la emisión de bonos de alta rentabilidad en los mercados primarios repuntó con fuerza. Las empresas emisoras de menor calificación crediticia aprovecharon las benignas condiciones del mercado para colocar entre los inversores fuertes volúmenes de bonos de alta rentabilidad, atrayendo también capitales importantes los fondos invertidos en deuda de alta rentabilidad (Gráfico 5, panel central). Igualmente registraron entradas de recursos los fondos invertidos en deuda de mercados emergentes ante la predisposición de los inversores a asumir riesgo de crédito para obtener algún rendimiento extra (Gráfico 5, panel derecho). Una circunstancia que también

Bonos corporativos y flujos de cartera

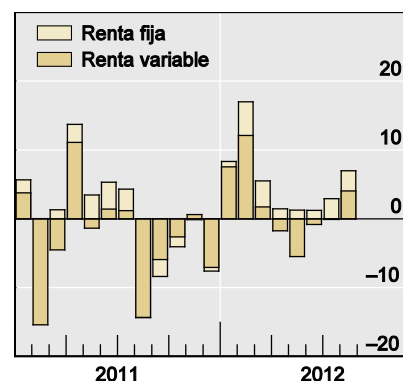
Diferenciales de los bonos corporativos¹



Flujos hacia fondos de bonos corporativos de alta rentabilidad y de grado de inversión²



Flujos hacia fondos de mercados emergentes^{2, 4}



¹ Diferenciales de swaps de activos de bonos corporativos con respecto al Libor, en puntos básicos. ² En miles de millones de dólares de EEUU; para 2012, hasta el 29 de agosto. ³ Suma para fondos de deuda y corporativos a corto, medio y largo plazo, y fondos de rendimiento total. ⁴ Flujos de cartera netos (ajustados por las variaciones del tipo de cambio) a fondos especializados para países determinados de mercado emergentes y a fondos de mercados emergentes para los que se dispone de datos de países determinados o por lo menos de descomposiciones regionales. Suma para China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Taipei Chino y Tailandia; Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; y Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; EPFR.

Gráfico 5

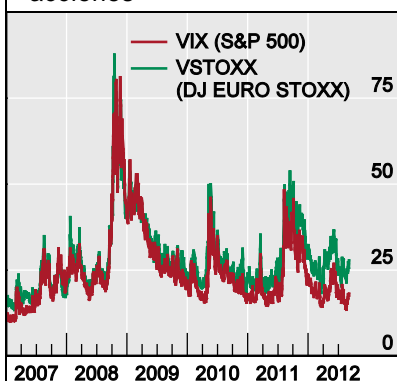
se reflejó en el estrechamiento de los diferenciales de los empréstitos emitidos en mercados emergentes.

Volatilidad muy baja pese a la incertidumbre

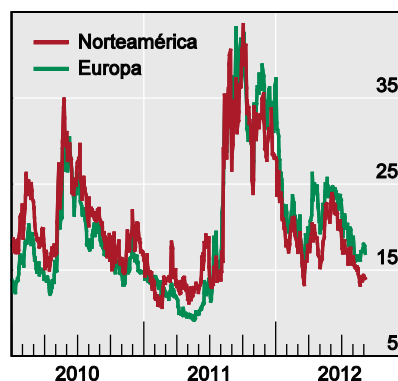
La volatilidad de los activos de riesgo exhibió extraordinaria contención considerando la preocupación por la crisis de deuda en la zona del euro y las pobres perspectivas de crecimiento, (Gráfico 6). Los mercados de deuda, de divisas y de renta variable registraron una volatilidad reducida comparada con su historial reciente. El 13 de agosto, el índice de volatilidad implícita (VIX),

Volatilidad en los mercados internacionales

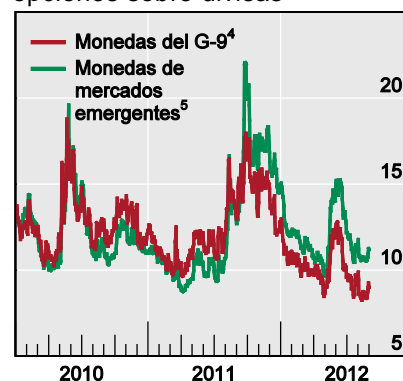
Volatilidad implícita en acciones¹



Volatilidad implícita en crédito²



Volatilidad implícita en las opciones sobre divisas²



¹ Volatilidad implícita en el precio de las opciones de compra *at-the-money* sobre índices bursátiles, en porcentaje. ² Volatilidad implícita en el precio de las opciones *at-the-money* entre uno y cuatro meses sobre índices CDS (CDX High Yield y iTraxx Crossover), en puntos básicos. ³ Medias equiponderadas de las volatilidades implícitas en las opciones *at-the-money* sobre divisas a un mes; frente al dólar estadounidense, en porcentaje. ⁴ Dólar australiano, dólar canadiense, euro, yen japonés, dólar neozelandés, corona noruega, libra esterlina, corona sueca y franco suizo. ⁵ Real brasileño, won coreano, rupia india, peso mexicano, zloty polaco, rublo ruso, rand sudafricano, baht tailandés y lira turca.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase.

Gráfico 6

calculado a partir de los precios de opciones sobre acciones cotizadas en el mercado bursátil estadounidense, cayó a su nivel más bajo desde junio de 2007. Unos rendimientos de la deuda pública negativos en términos reales en numerosos países implican la mejora del atractivo relativo de las valoraciones de la renta variable frente a los bonos, lo que a su vez podría haber impulsado a algunos inversores a elevar la proporción de renta variable en sus carteras. En consecuencia, activos tradicionalmente percibidos como más arriesgados podrían haber resultado menos afectados por el deterioro de las perspectivas de crecimiento y las tensiones en la zona del euro que en episodios anteriores.

Políticas no convencionales: impacto en el mercado y factores compensatorios

Torsten Ehlers y Vladyslav Sushko

Las compras de activos que realizan los bancos centrales pueden afectar al crecimiento del crédito y a la actividad real por diversos canales. La transmisión de la política se inicia con las reacciones de los mercados a las declaraciones oficiales o a las anticipaciones de éstas. El mero anuncio de compras de activos puede señalar un compromiso de estímulo monetario, reduciendo con ello la senda esperada de las futuras tasas de interés a corto plazo (canal de señalización). Además, los bancos centrales pueden recortar duración del mercado mediante compras de títulos a largo plazo. Esto reducirá los rendimientos a largo plazo, induciendo a los inversores a reequilibrar sus carteras en favor de activos de mayor riesgo (canal de reequilibrio de carteras). Aunque ese reequilibrio lleva su tiempo, el compromiso de compra del banco central puede promover por sí solo ajustes de cartera en mercados prospectivos. Además, cuando los inversores anticipan programas de compra de activos los incorporan en los precios antes incluso del anuncio de sus detalles. Como resultado, los anuncios de política solo afectarán a los rendimientos si aportan algún elemento adicional de «sorpresa» al mercado.

Las medidas no convencionales de compras de activos se introdujeron como tales por vez primera durante la fase de gestión de la crisis, cuando la solvencia y liquidez de las principales instituciones financieras pendía de un hilo. Sin embargo, al haberse redirigido la atención hacia la recuperación económica, al menos fuera de la zona del euro, se han suscitado cuestiones sobre las menguantes reacciones de los mercados a ulteriores ampliaciones de esas compras.

Una comparación de las variaciones experimentadas por los rendimientos de activos clave al anunciarse pasados programas con las de los más recientes sugiere que el efecto anuncio de los programas de compras de activos se han debilitado. Los rendimientos de valores del Tesoro, bonos de titulización hipotecaria (MBS) y bonos corporativos apenas variaron el 20 de junio de 2012 cuando la Reserva Federal anunció la ampliación del vencimiento medio de su cartera de valores del Tesoro (Gráfico A). En cambio, el anuncio en septiembre de 2011 del Programa de Ampliación de Vencimientos (MEP1) inicial, combinado con compras adicionales de MBS, coincidió con caídas inmediatas de los rendimientos a largo plazo de los valores del Tesoro y MBS. Además, el anuncio de la primera ronda del programa de Compras de Activos a Gran Escala (LSAP1) en 2009 vino asociado a caídas significativamente mayores (entre 26 y 51 puntos básicos) de los rendimientos de los valores del Tesoro para todo el espectro de vencimientos. Del mismo modo, la respuesta de los rendimientos de la deuda pública británica a la ampliación de la Facilidad para la Compra de Activos (APF2) del Banco de Inglaterra, aunque significativa aún en los vencimientos a cinco y 10 años, ha sido escasa comparada con la de la introducción del programa en marzo de 2009.

Diversos factores podrían explicar estos patrones. En primer lugar, el elemento novedoso y de sorpresa de las medidas de compra de activos puede haber decaído. En ese caso, es posible que las variaciones de precios de activos registradas en la fecha de los anuncios subestimen el impacto total en los mercados, ya que los inversores pueden haber aprendido a anticiparlas. Como resultado, el mayor impacto de los anuncios podría derivar ahora de declaraciones e innovaciones de política menos anticipadas, como cuando el Banco de Inglaterra anunció el Programa de Financiación para Préstamos.

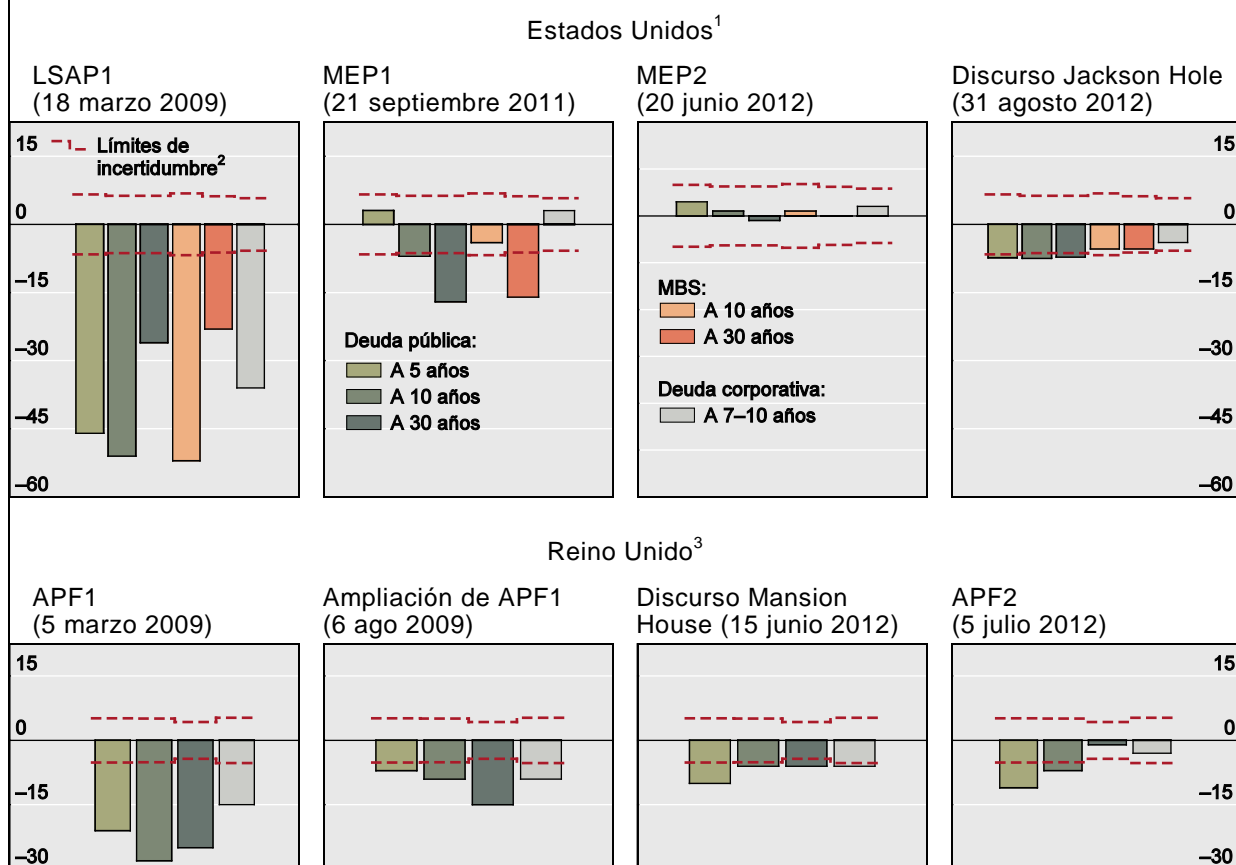
Segundo, con tasas oficiales próximas a cero es improbable que las medidas de compra de activos induzcan expectativas de menores tasas de interés en el futuro mediante la señalización de la futura orientación de política. Esto resulta especialmente cierto en países donde los bancos centrales han venido complementando sus políticas de compra de activos con señales explícitas de que las futuras tasas de interés a corto plazo libres de riesgo permanecerían bajas. Por ejemplo, las indicaciones a futuro de la Reserva Federal sobre su política de mantener tasas de interés reducidas durante un periodo prolongado pueden haber anclado firmemente las expectativas sobre las futuras tasas a corto plazo.

En tercer lugar, y pese a las compras de los bancos centrales, el plazo de vencimiento de la deuda pública en circulación ha continuado aumentando. Por ejemplo, a pesar de las compras de la Reserva Federal, las carteras de deuda del Tesoro acumuladas por el público (es decir, excluida la Reserva Federal) con vencimiento a un año o más aumentaron en aproximadamente 3 billones de dólares desde comienzos de 2009 y su vencimiento medio pasó de unos 50 a unos 60 meses. Por tanto, para lograr el mismo impacto sobre la duración, los bancos centrales podrían tener que elevar el vencimiento medio de sus carteras de valores del Tesoro a un ritmo incluso mayor. La continuidad de este impacto decreciente sobre la duración por dólar de compras podría también reflejarse en un menor impacto de los anuncios en el mercado.

Por último, las primas por plazo negativas implican que el margen para el ajuste de los rendimientos a largo plazo ha vuelto a reducirse (Gráfico 4). Esto obstaculizaría el canal de reequilibrio de carteras porque, cuando el banco central reduce duración en el mercado de valores

Variaciones de rendimientos asociadas a medidas de política y declaraciones de los bancos centrales

Variación desde el cierre del día anterior, en puntos básicos



¹ Las fechas de los anuncios de compras de la Reserva Federal son: aumento del total de compras de deuda del Tesoro y MBS hasta 1,25 billones de dólares (18 marzo 2009); Programa de Ampliación de Vencimientos (MEP) y de reinversión de MBS de agencias y principales de deuda de agencias en MBS (21 septiembre 2011); anuncio de la ampliación adicional de vencimientos a través de la compra (venta) de valores del Tesoro a largo (corto) plazo por importe de 267 000 millones de dólares (20 junio 2012), y discurso pronunciado en Jackson Hole por el presidente Bernanke en el cual expresó preocupación por el mercado laboral de EEUU y aludió a los costes y beneficios de la relajación monetaria (31 agosto 2012).

² Rango de incertidumbre basado en un intervalo de confianza del 97,5% calculado a partir de la desviación típica histórica de la variación de rendimientos para cada clase de activos. ³ Las fechas de los anuncios de compras del Banco de Inglaterra son: anuncio de la Facilidad para la Compra de Activos (APF) por importe de 75 000 millones de libras esterlinas y reducción de la tasa bancaria del 1% al 0,5% (5 marzo 2009); ampliación de la Facilidad para la Compra de Activos a 175 000 millones de libras esterlinas (6 agosto 2009); discurso pronunciado en Mansion House que presentó el Programa de Financiación para Préstamos (15 junio 2012), y anuncio de compras de activos por un importe adicional de 50 000 millones de libras esterlinas (5 julio 2012).

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico A

del Tesoro, la caída de rendimientos de otros activos procede principalmente de un estrechamiento de sus primas de riesgo. En el caso de los activos a largo plazo, el principal componente habría sido la prima por plazo. Además, cuando la solvencia y liquidez de las principales instituciones financieras pendía de un hilo en 2009, también se habrían visto afectadas las primas por riesgo de crédito y de liquidez.

Ahora, sin embargo, ha disminuido el margen para afectar a estos componentes de la prima de riesgo y, por ende, para reducir los rendimientos de las diferentes clases de activos.

^① En relación con los efectos anuncio, véanse, por ejemplo, J. Meaning y F. Zhu, «The impact of Federal Reserve asset purchase programmes: another twist», *Informe Trimestral del BPI*, marzo 2012, pp. 23–32, y M. Bauer y G. Rudebusch, «The signaling channel for Federal Reserve bond purchases», *FRBSF Working Paper Series*, n.º 2011–21, diciembre 2011. Respecto al canal de equilibrio de carteras, véase J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache y B. Sack, «The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases», *International Journal of Central Banking*, vol. 7(1), marzo 2011, pp. 3–43. Con independencia del canal de transmisión, existe evidencia sólida de la eficacia de las compras de activos a partir de 2009; véase, por ejemplo, S. D'Amico y T. King, «Flow and stock effects of large-scale Treasury purchases: evidence on the importance of local supply», *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, working paper* n.º 2012–44, febrero 2012. ^② Además, las medidas de balance de los bancos centrales adoptadas a raíz de la crisis financiera mundial ofrecieron un apoyo transitorio a la actividad económica y a los precios de consumo. Al respecto, véase L. Gambacorta, B. Hofmann y G. Peersman, «The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: a cross-country analysis», *BIS Working Papers*, n.º 384, agosto 2012.