
Las presiones inflacionistas aumentan con el encarecimiento de los productos básicos¹

En el periodo comprendido entre principios de diciembre de 2010 y la última semana de febrero de 2011, los inversores descontaron un fortalecimiento de la actividad económica en las principales economías maduras y una creciente probabilidad de que la recuperación por fin hubiera tomado su rumbo. Esta mejora de las perspectivas de crecimiento tuvo un notable impacto en los mercados financieros: las cotizaciones bursátiles subieron y los diferenciales de rendimiento se estrecharon en las principales economías avanzadas. Los rendimientos de la deuda pública también aumentaron considerablemente, reflejo de las expectativas de mayores rendimientos reales al anticiparse un endurecimiento de la política monetaria y de la mayor inflación esperada. Sin embargo, la confianza de los inversores sufrió un fuerte revés en la última semana de febrero, conforme crecía la preocupación por las consecuencias de la agitación política en África del Norte y Oriente Medio.

El aumento de las expectativas de inflación, especialmente a corto plazo, se debió no sólo a las mejores perspectivas de crecimiento, sino también a los rápidos incrementos de los precios de las materias primas agrícolas y de otros productos básicos, en particular alimentos. El temor a que la demanda mundial de alimentos superase a la oferta en varios mercados clave fue aparentemente un importante factor explicativo de esas subidas. La carestía de precios renovó la preocupación entre inversores y autoridades económicas por el impacto inflacionista del encarecimiento de los productos básicos en todo el mundo y sus posibles efectos inducidos. A ello se sumó la rápida escalada de los precios del petróleo ante las crecientes tensiones políticas en África del Norte y Oriente Medio.

Mientras los precios de los activos en las economías maduras respondían básicamente a los continuos indicios de una recuperación autosostenida, las cotizaciones bursátiles y los precios de la deuda en un conjunto de economías emergentes comenzaron progresivamente a reflejar la preocupación de los inversores por los efectos de un endurecimiento de la política monetaria ante

¹ Este artículo se ha elaborado en el Departamento Monetario y Económico del BPI. El análisis abarca hasta el 3 de marzo de 2011. Las cuestiones referentes al artículo pueden dirigirse a jacob.gyntelberg@bis.org o peter.hoerdahl@bis.org; las relativas a datos y gráficos, a magdalena.erdem@bis.org o garry.tang@bis.org.

el aumento de la inflación. Además, las cambiantes perspectivas mundiales indujeron a los inversores al reajuste geográfico de sus carteras, registrándose salidas de fondos desde los mercados bursátiles de Asia y América Latina y entradas en los de las economías desarrolladas.

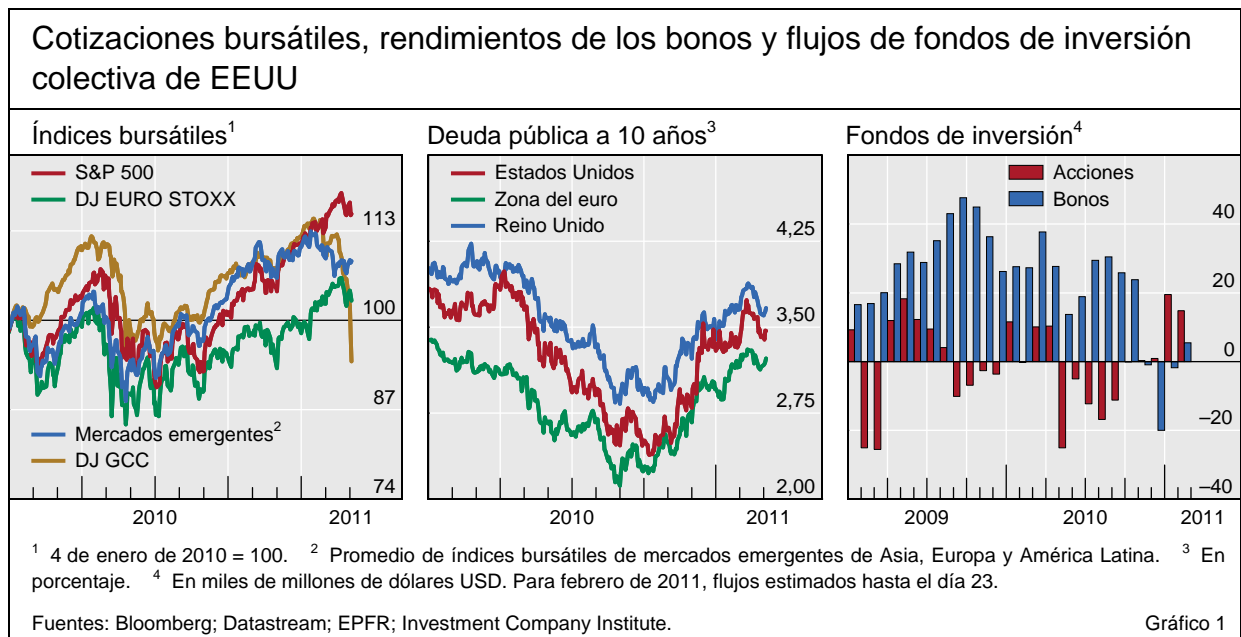
Optimismo por la recuperación frente a tensiones políticas

Entre comienzos de diciembre y la última semana de febrero, la evolución de los mercados bursátiles y de deuda sugirió que los inversores comenzaban a descontar mejores perspectivas económicas para las principales economías avanzadas. Un flujo constante de datos favorables siguió apuntando a un afianzamiento de la recuperación en las economías avanzadas, en especial en Japón y Estados Unidos. Este creciente optimismo alentó subidas sustanciales de las cotizaciones bursátiles en las principales economías durante el periodo analizado (Gráfico 1, panel izquierdo). En la misma línea, los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa continuaron estrechándose, mientras aumentaban los rendimientos de la deuda pública en los plazos más largos (Gráfico 1, panel central). La escalada de los rendimientos de la deuda reflejó la conjunción de una mayor inflación esperada y de expectativas de mayores rendimientos reales (véase más adelante). La reorientación de las carteras de inversión, en favor de las acciones y en detrimento de la deuda, se apreció con claridad en la evolución de los fondos de inversión colectiva estadounidenses, registrándose en diciembre salidas de los fondos de renta fija conforme las carteras se reajustaban para incluir más acciones (Gráfico 1, panel derecho).

Subidas de las cotizaciones bursátiles y caídas de los precios de la deuda en las economías avanzadas conforme la recuperación se afianza...

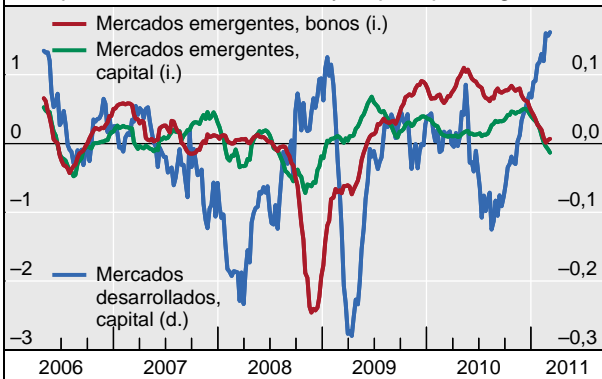
En las economías de mercado emergentes, los inversores centraron su atención en el impacto del futuro endurecimiento de la política monetaria en respuesta a las crecientes tensiones inflacionistas observadas en una serie de países. El cambio en las perspectivas provocó el descenso de las cotizaciones bursátiles en algunos mercados emergentes a partir de diciembre (Gráfico 1, panel izquierdo). Asimismo, se reflejó en salidas de recursos desde fondos de

... mientras el temor a la inflación lastra los mercados emergentes

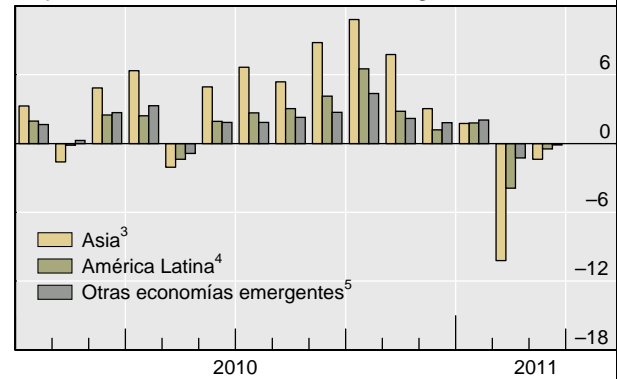


Reequilibrio mundial de carteras

Flujos de fondos de bonos y capital por región¹



Flujos de fondos de mercados emergentes²



¹ Relación entre la media móvil de 13 semanas de los flujos de fondos y los respectivos activos totales netos, en porcentaje. ² Sumas de los datos semanales de fondos de instrumentos de deuda y de capital hasta el 2 de marzo de 2011, en miles de millones de dólares USD. ³ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taipei Chino. ⁴ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁵ Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: EPFR; cálculos del BPI.

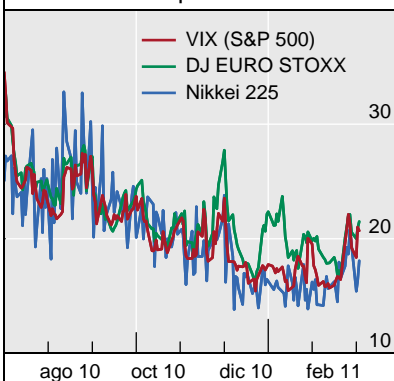
Gráfico 2

inversión colectiva estadounidenses invertidos en mercados emergentes y en entradas en fondos de inversión en renta variable de economías avanzadas (Gráfico 2, panel izquierdo). Esta dinámica señaló el final de un periodo de fuertes flujos de capital dirigidos hacia Asia y América Latina: todos los fondos de inversión orientados a mercados emergentes registraron salidas netas en febrero (Gráfico 2, panel derecho).

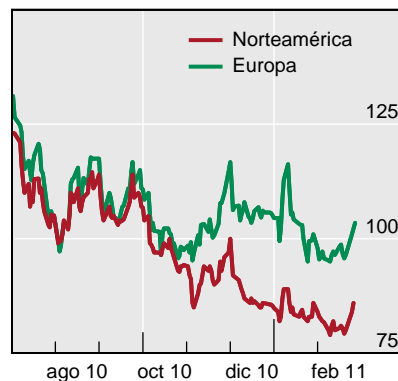
La confianza de los inversores sufrió un notable revés en la última semana de febrero, conforme la preocupación por el impacto de la agitación política en África del Norte y Oriente Medio causaba una escalada del precio del petróleo. Este cambio se observó con claridad en los mercados internacionales. Los flujos de capital en pos de seguridad provocaron la apreciación del franco suizo frente al dólar estadounidense, mientras las cotizaciones bursátiles retrocedían en todo

Volatilidad en los mercados bursátiles y de deuda

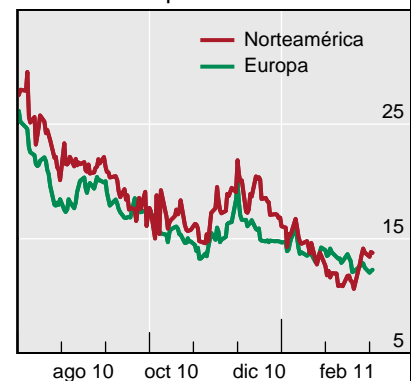
Volatilidad implícita en acciones¹



Diferenciales de crédito²



Volatilidad implícita en crédito³



¹ Volatilidad implícita en el precio de opciones de compra *at-the-money* sobre índices bursátiles, en porcentaje. ² Rango intercuartil (*mid-spread*) relativo al índice más reciente de CDS a cinco años con grado de inversión (CDX North America; iTraxx Europe), en puntos básicos. ³ Volatilidad implícita en el precio de opciones *at-the-money* entre uno y cuatro meses sobre índices de CDS (CDX High Yield; iTraxx Crossover), en puntos básicos.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

Gráfico 3

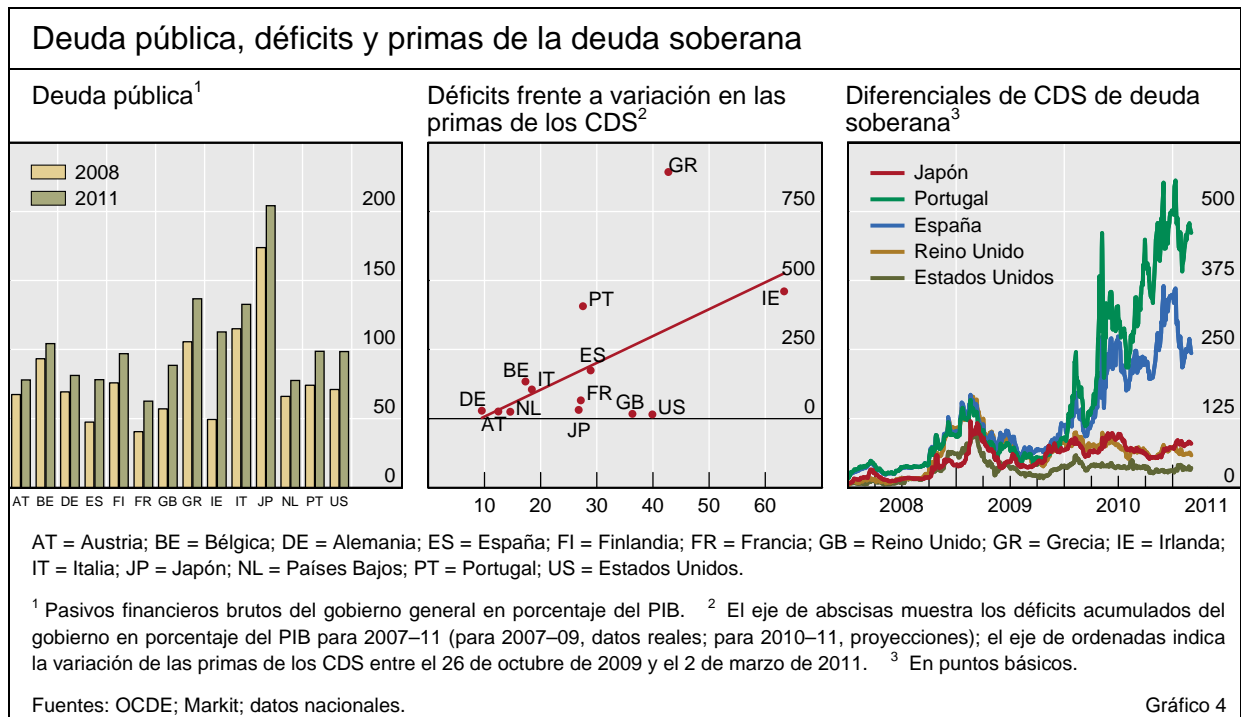
el mundo. Las volatilidades implícitas en opciones sobre acciones —un indicador bastante habitual de la percepción del riesgo por los inversores— aumentaron en alrededor de dos tercios (Gráfico 3, panel izquierdo). En los mercados de deuda, los diferenciales de rendimiento se ampliaron considerablemente en cuestión de días, mientras sus volatilidades implícitas invirtieron su tendencia a la baja (Gráfico 3, paneles central y derecho).

Las perspectivas fiscales aún son foco de atención

La atención de los inversores continuó centrada en los niveles de deuda pública y en la evolución presupuestaria de las economías maduras. Así, debido en parte al deterioro previsto del cociente entre deuda pública y PIB, Standard & Poor's rebajó la calificación crediticia asignada a la deuda soberana japonesa a finales de enero y Moody's la colocó en perspectiva negativa a finales de febrero (Gráfico 4, panel izquierdo). Si bien las bolsas de valores parecieron reaccionar de forma negativa a los cambios de calificación, la respuesta en los mercados de deuda apenas fue perceptible, posiblemente debido al elevado porcentaje de deuda pública japonesa en manos de residentes. La evolución de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de otros países continuó reflejando sus inciertas perspectivas fiscales (Gráfico 4, panel central).

La inquietud por la situación fiscal de España y Portugal perduró. Tras el paquete de rescate de Irlanda, la atención de los inversores giró hacia la sostenibilidad de la situación fiscal de Portugal. Durante el periodo analizado, mientras los rendimientos de la deuda portuguesa marcaban nuevos máximos, numerosos analistas consideraron cada vez más probable que Portugal recurriera a la Facilidad de Estabilidad Financiera Europea. Un gradual estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana iniciado el 10 de enero ofreció indicios de un ligero descenso de la

Persiste la inquietud por la situación fiscal



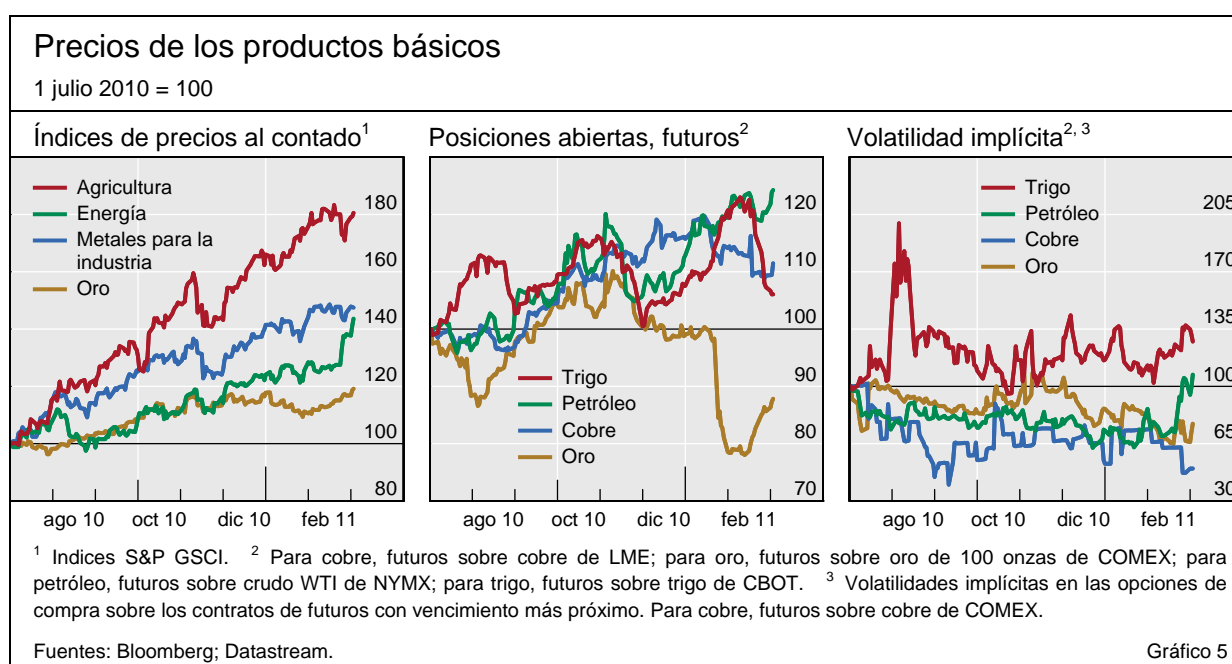
preocupación de los inversores (Gráfico 4, panel derecho). La mejora del clima de confianza obedeció en parte a los menores déficits presupuestarios y a las iniciativas de austeridad fiscal en España, así como a la exitosa emisión de deuda de la UE a comienzos de enero. La demanda de esta deuda superó a la oferta, beneficiándose del compromiso japonés de adquirir el 25% de la emisión. Los menores diferenciales probablemente también reflejaron una reducción del número de posiciones cortas en los mercados crediticios y de divisas a medida que mejoraba la confianza inversora. Esta mejora se tradujo asimismo en una revalorización de las acciones de los bancos europeos y en un estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de la deuda bancaria. La evolución en enero y febrero de los precios de la deuda y de las acciones de bancos españoles se plasmó en la divulgación de información adicional, con un mayor grado de detalle, sobre sus exposiciones al sector inmobiliario, así como la introducción de unos requerimientos de capital más estrictos.

Carestía de alimentos, petróleo y otros productos básicos

Encarecimiento de los productos básicos

Los precios de los productos básicos subieron con fuerza durante el periodo analizado, con los alimentos y el petróleo liderando la escalada (Gráfico 5, panel izquierdo). El sustancial encarecimiento de los productos alimentarios reflejó en parte temores sobre la oferta futura, ante las caídas de la producción mundial por causas meteorológicas. A raíz del brusco aumento de los precios, algunas autoridades económicas y analistas manifestaron su preocupación por el posible impacto político e inflacionista de los mayores precios de los alimentos en las economías emergentes y en desarrollo.

Las causas de los incrementos en los precios de los alimentos difirieron en cierta medida de las de otros productos básicos. En cuanto a los alimentos, los precios obedecieron fundamentalmente a la preocupación suscitada por una reducida oferta futura provocada por las inundaciones en Australia y las



decepcionantes cosechas, resultado del mal tiempo, en Ucrania, Rusia, China y Pakistán. En el caso de diversos productos básicos, la escasez de existencias acentuó las presiones sobre los precios. El impacto más palpable se observó en el trigo, que es uno de los productos básicos más afectado por temores sobre la oferta. Con todo, los precios de los futuros apuntaban a un previsible aumento de la oferta de alimentos y posible estabilización de precios conforme avanzase el año. En contraste con los precios de productos alimentarios, el encarecimiento de la energía y de los metales pareció obedecer a presiones de la demanda a largo plazo resultantes de la esperada recuperación del crecimiento mundial.

Las fuertes alzas en los precios de los alimentos vinieron acompañadas de notables aumentos de las posiciones abiertas en los mercados de futuros (Gráfico 5, panel central). Los incrementos más intensos se registraron en los mercados de futuros sobre trigo, maíz y soja, lo que reflejó las menores existencias y los mayores temores a una oferta futura insuficiente. Pese al aumento de las posiciones en los mercados de futuros, no está claro en qué medida los factores financieros fueron decisivos en la evolución de los precios al contado. De hecho, en una serie de mercados los precios subieron antes de que aumentaran las posiciones en los mercados de futuros. Asimismo, las inversiones financieras vinculadas a índices de precios de productos básicos, otro posible factor explicativo de la evolución de los precios de las materias primas, no parecen haber crecido mucho durante el periodo. En consonancia con una relación entre oferta y demanda caracterizada por la escasez relativa, aunque predecible, varios mercados de productos básicos registraron menores volatilidades implícitas en los contratos de opciones (Gráfico 5, panel derecho) y una acentuación de las pendientes de las curvas de precios de los futuros.

Los precios del petróleo se dispararon en la última semana de febrero por el creciente temor a que las tensiones políticas en Libia pudieran propagarse a otros importantes productores de crudo de la región, perturbando la producción mundial de petróleo. La manifiesta disposición del cártel de productores de crudo a elevar la oferta para evitar situaciones de escasez apenas afectó a la formación del precio. El deterioro de la situación política en Libia provocó la paralización de más de la mitad de la producción de crudo del país. Como resultado, se registraron notables aumentos de los precios del petróleo en los mercados al contado y de futuro, alcanzando el precio al contado sus niveles más altos en los dos últimos años. La escalada de los precios internacionales del petróleo se consideró una amenaza para el crecimiento mundial, por lo que ha llevado aparejado un descenso de los precios al contado de los productos básicos no energéticos y una escalada de las volatilidades implícitas en los contratos de opciones sobre petróleo y otras materias primas.

Las revueltas en Libia tensionan aún más el mercado del petróleo

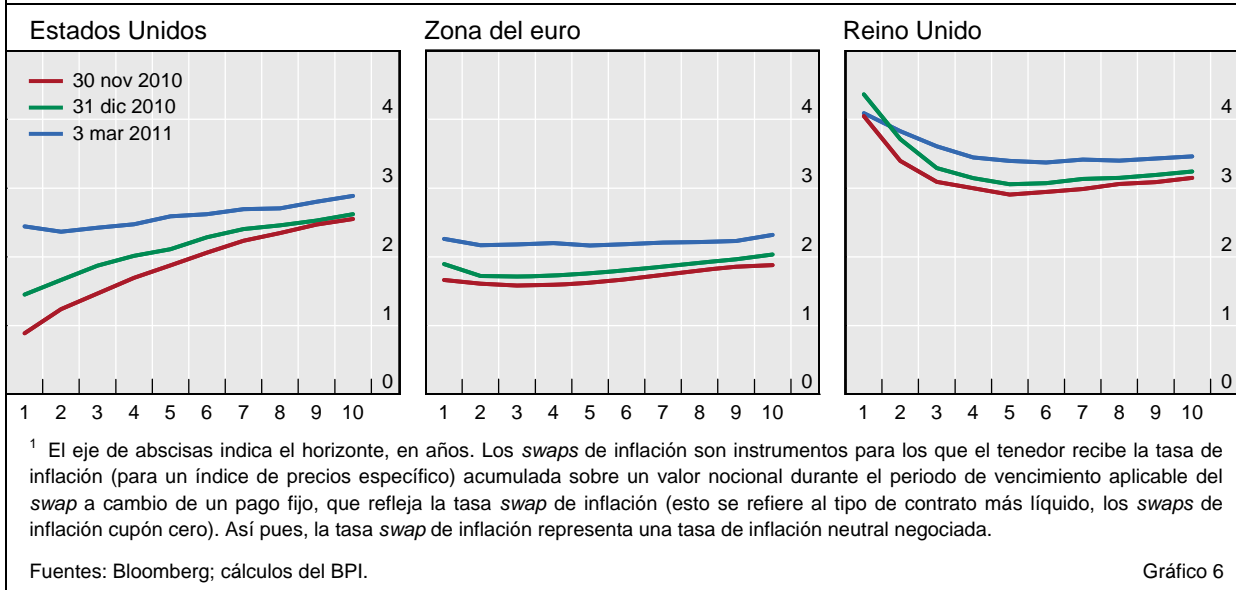
Atención a la política monetaria conforme aumentan las presiones inflacionistas

Ante la escalada de los precios de los alimentos y de otros productos básicos y el repunte de la inflación general, los inversores comenzaron a descontar unas mayores tasas de inflación en las principales economías maduras, en especial

Los inversores descuentan una inflación más elevada...

Estructura temporal de tasas swap de inflación¹

En porcentaje

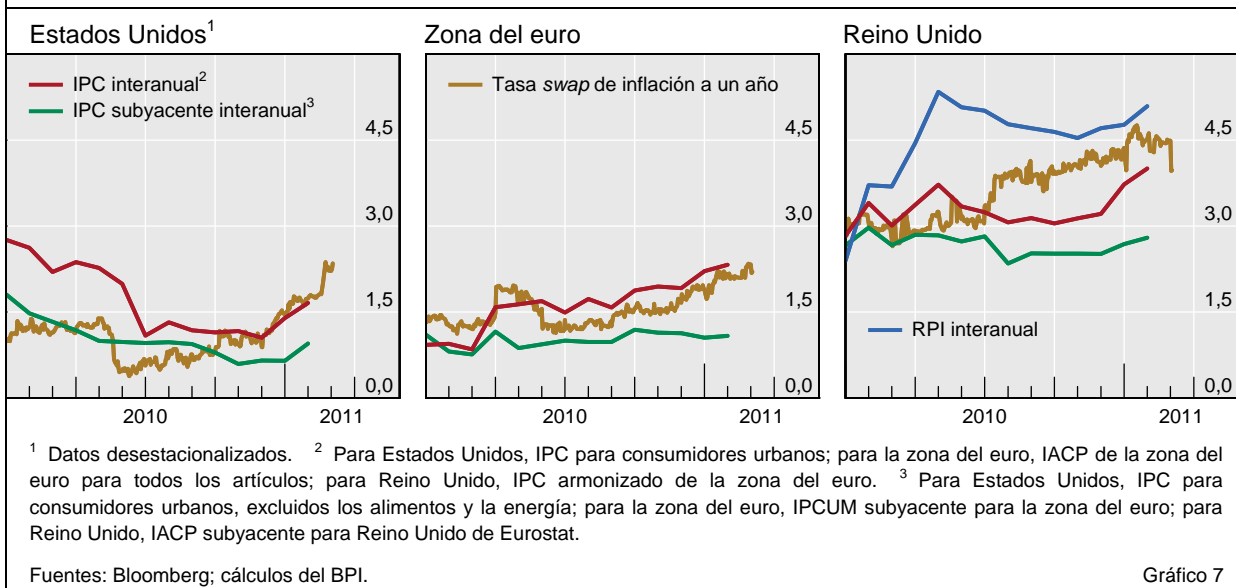


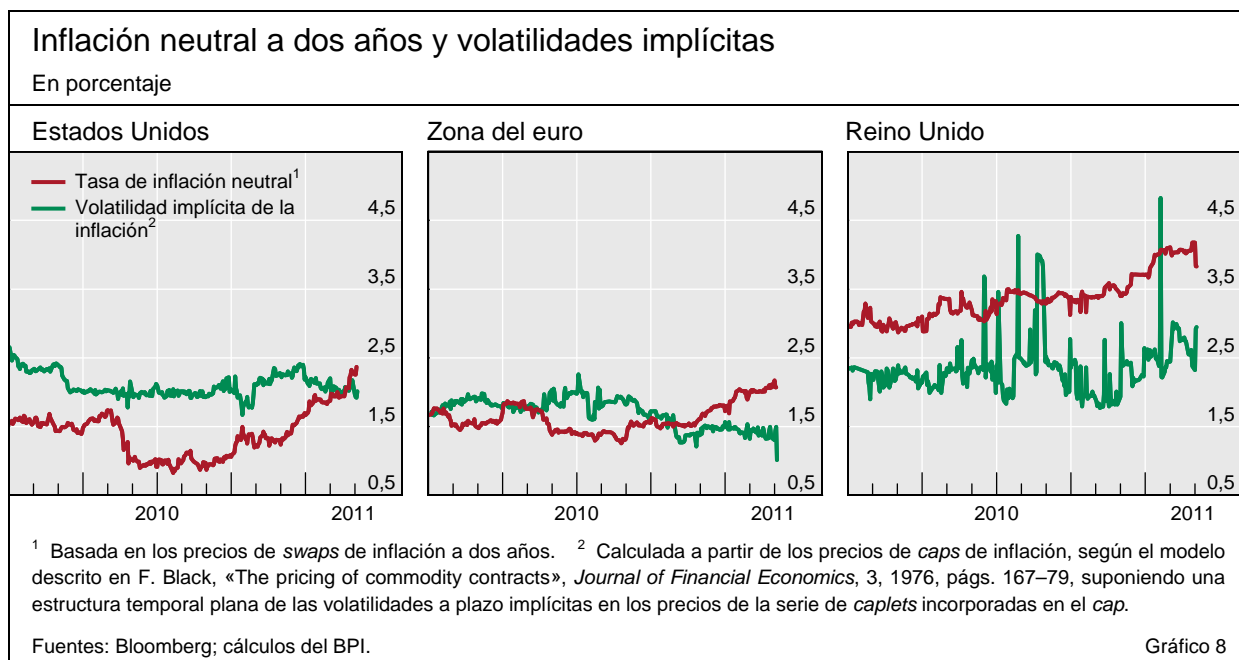
a corto plazo. Las tasas de inflación derivadas de los *swaps* indexados a la inflación (es decir, las tasas de inflación neutrales negociadas en los mercados de *swaps*) se movieron gradualmente al alza en los últimos meses. Aunque el movimiento en las curvas de inflación derivadas de estos instrumentos fue prácticamente uniforme a distintos plazos en la zona del euro y el Reino Unido, la curva estadounidense a corto plazo experimentó un desplazamiento hacia arriba sustancialmente mayor que a largo plazo (Gráfico 6). Al aumentar las presiones inflacionistas, la atención de los inversores se centró cada vez más en la probabilidad y el momento de un endurecimiento de la política monetaria.

El aumento de las tasas de inflación derivadas de los *swaps* indexados a la inflación coincidió con repuntes de los índices de inflación general en

Medidas de inflación y tasas de inflación neutrales en horizontes cortos

En porcentaje





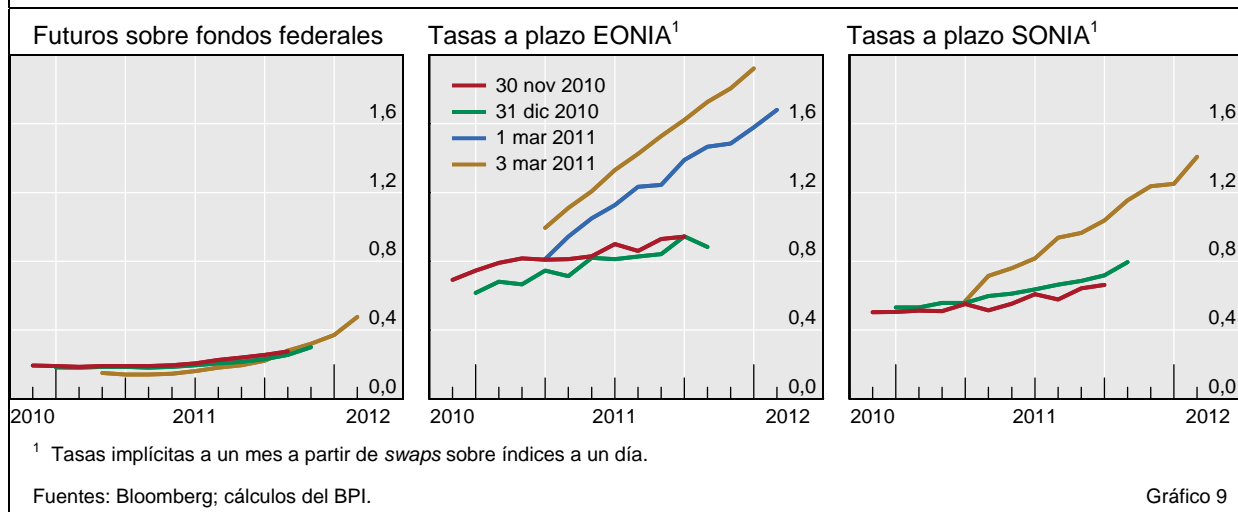
Estados Unidos y la zona del euro, si bien la inflación subyacente se mantuvo considerablemente más baja y estable (Gráfico 7). Esa coincidencia no resultó sorprendente, por cuanto los *swaps* de inflación están indexados a los índices generales de precios de consumo (al índice de precios al por menor (RPI) en el Reino Unido) y los precios de consumo tienden a reaccionar con relativa rapidez ante oscilaciones de los precios de productos básicos y alimentos. En cambio, los índices de precios que miden la inflación subyacente suelen excluir los precios de alimentos y energía, precisamente aquellos componentes que han registrado subidas más acentuadas. La mayor estabilidad de las tasas de inflación a plazos más largos implícitas en los *swaps* indexados a la inflación de Estados Unidos sugiere que, al menos por ahora, los inversores han considerado que buena parte del reciente aumento de las tasas de inflación general ha sido puntual, y no el inicio de una subida permanente de la inflación en ese país². Está por ver si estas expectativas acaban cumpliéndose.

Las recientes muestras de expectativas de inflación crecientes a corto plazo no estuvieron por lo general acompañadas de indicios de que sea mayor la incertidumbre sobre la evolución de la inflación en el futuro inmediato. La volatilidad implícita de la inflación, extraída de las opciones sobre inflación a dos años, permaneció básicamente estable en Estados Unidos y la zona del euro, pese a que las tasas de inflación derivadas de los *swaps* indexados a la inflación se elevaron notablemente (Gráfico 8, paneles izquierdo y central)³. El Reino Unido fue una excepción, con síntomas de creciente volatilidad implícita en meses recientes, indicativos de la mayor incertidumbre de los inversores

² Véase también el artículo de Gerlach *et al* en este *Informe Trimestral*, donde se examinan diversos indicadores de expectativas de inflación desde el inicio de la crisis financiera, si bien únicamente hasta enero de 2011.

³ Las volatilidades implícitas de la inflación a largo plazo también han permanecido bastante estables en los últimos meses; véase el artículo de Gerlach *et al* antes referido.

Tasas de interés a plazo implícitas



sobre la probable senda de inflación durante los dos próximos años (Gráfico 8, panel derecho)⁴. Esto coincidió con el ascenso gradual, hasta superar el 4%, de la tasa de inflación británica a dos años derivada de los *swaps* indexados a la inflación, así como con la publicación de datos indicativos de la subida del IPC británico hasta situarse en el 3,7% en diciembre de 2010⁵. Aunque una parte no insignificante de este aumento respondió a la reciente subida del IVA, la mayor incertidumbre a corto plazo podría reflejar el temor de los inversores a una desviación persistente por encima del objetivo de inflación del 2% en términos del IPC. La noticia de la inesperada contracción de la economía británica en un 0,5% durante el cuarto trimestre de 2010 ha complicado aún más las perspectivas sobre la política monetaria⁶.

... y un endurecimiento de la política monetaria...

En línea con los indicios de que la recuperación cobraba impulso y con expectativas de mayor inflación en las economías avanzadas, los inversores comenzaron a anticipar futuras subidas de las tasas de interés oficiales, al menos en la zona del euro y el Reino Unido (Gráfico 9, paneles central y derecho). Esto contrastó con lo sucedido durante gran parte de 2010, cuando el momento previsto para esas primeras subidas se aplazó repetidamente. A finales de febrero, las tasas de interés a plazo implícitas descontaban que las primeras medidas monetarias de corte restrictivo en el Reino Unido y la zona del euro se materializarían hacia mediados de 2011, cuando las expectativas a finales de 2010 no anticipaban subidas hasta 2012. El cambio de expectativas concordó con la rápida divergencia recientemente observada entre los índices

⁴ Parece, asimismo, que la volatilidad implícita de la inflación en el Reino Unido es más volátil que la de Estados Unidos y la zona del euro. Esta circunstancia, sin embargo, podría reflejar una mayor iliquidez en el segmento británico del mercado de derivados sobre inflación y no tanto una mayor fluctuación estructural de la volatilidad.

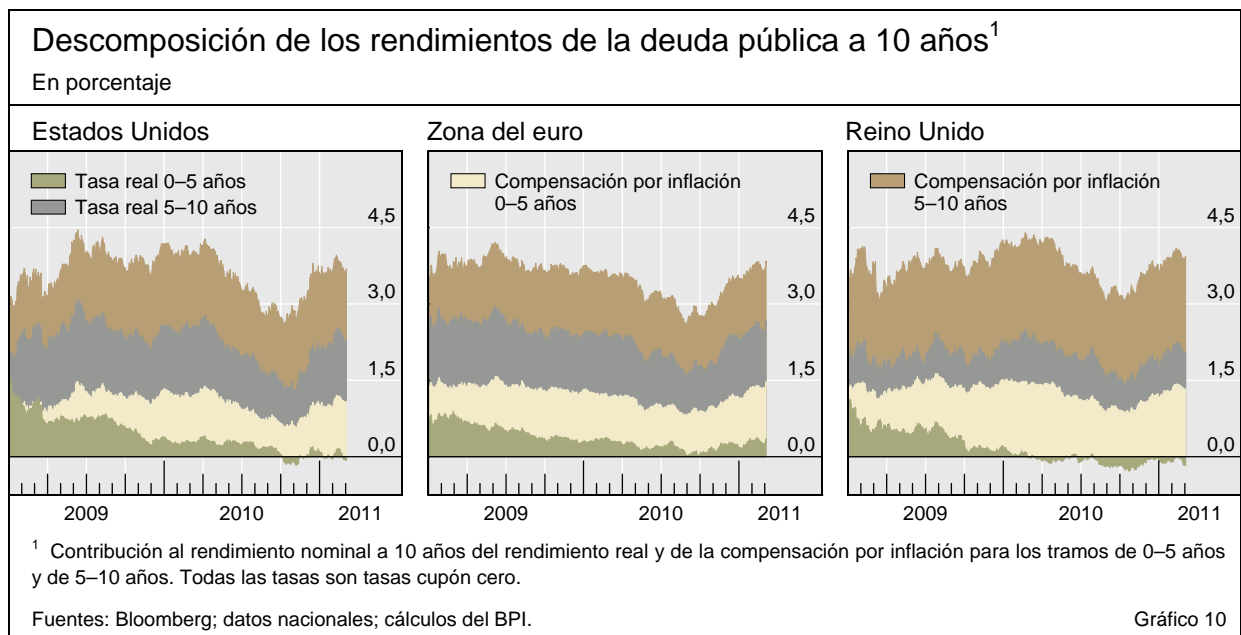
⁵ El RPI, cuya cobertura difiere de la del IPC, también por lo que respecta a costes hipotecarios y servicios de vivienda, subió hasta el 4,8% en diciembre.

⁶ La contracción se debió en parte a perturbaciones que afectaron negativamente a la construcción y a los servicios como resultado de las adversas condiciones meteorológicas que el invierno trajo aparejadas a finales de 2010.

de precios de consumo y los objetivos de estabilidad de precios del BCE y el Banco de Inglaterra. El 3 de marzo, las tasas de interés a plazo implícitas volvieron a subir en la zona del euro, tras insinuar inesperadamente el presidente del BCE, Jean Claude Trichet, una próxima subida de las tasas oficiales (Gráfico 9, panel central). Mientras tanto, las expectativas sobre el primer aumento de tasas oficiales en Estados Unidos seguían apuntando al primer semestre de 2012 (Gráfico 9, panel izquierdo).

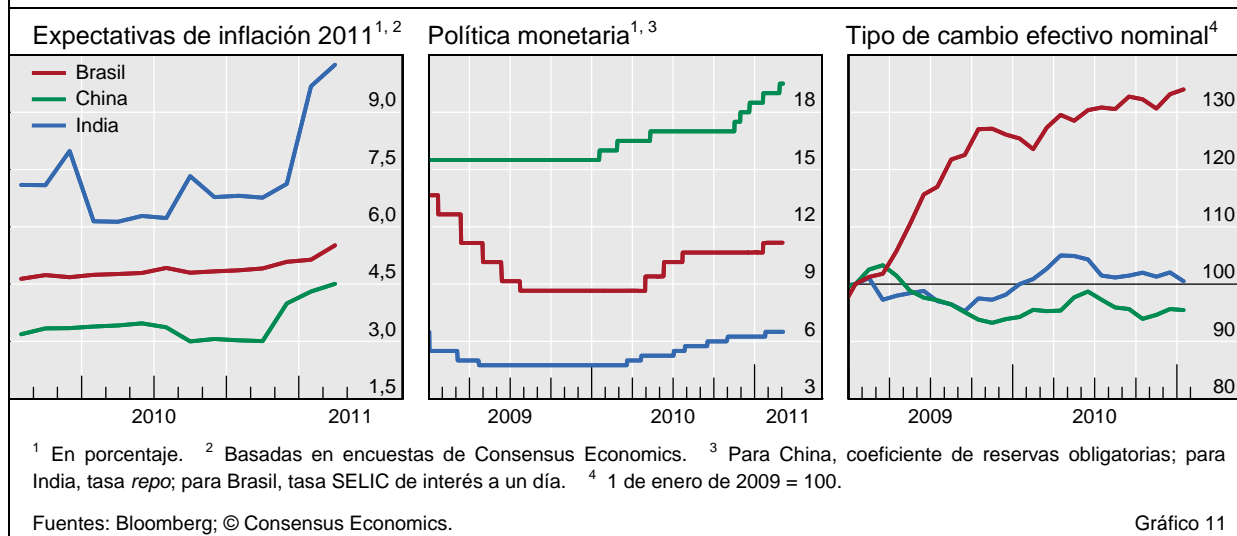
La combinación de una recuperación más sólida, crecientes expectativas de inflación y el resultante repunte en la senda anticipada de endurecimiento de la política monetaria impulsó al alza los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en las principales economías avanzadas. Entre finales de noviembre de 2010 y primeros de marzo de 2011, los rendimientos de la deuda en términos nominales a 10 años (cupón cero) aumentaron alrededor de 55 puntos básicos en la zona del euro⁷, casi 50 puntos básicos en el Reino Unido y 65 puntos básicos en Estados Unidos. En consonancia con la evidencia extraída de los mercados de *swaps* indexados a la inflación, buena parte de esos incrementos obedecieron a una creciente compensación por inflación, especialmente entre el corto y medio plazo —hasta un horizonte de cinco años—, siendo menor el componente debido a la compensación por inflación entre cinco y 10 años (Gráfico 10). En Estados Unidos, este componente de inflación a largo plazo resultó, de hecho, negativo, aunque pequeño en valor absoluto. El aumento del rendimiento del bono estadounidense a 10 años se debió, en partes aproximadamente iguales, a la compensación por inflación hasta un horizonte de cinco años y a mayores rendimientos reales en un horizonte de entre cinco y 10 años. Esta evolución cuadra bien con la recuperación percibida en la actividad económica y la anticipación por los inversores de unos mayores rendimientos reales ante la

... con el resultado de un aumento de los rendimientos de la deuda



⁷ Esta cifra corresponde a los rendimientos de la deuda pública francesa.

Algunas de las principales economías de mercado emergentes



perspectiva de una normalización muy gradual de las tasas de interés oficiales en Estados Unidos. El hecho de que el aumento de la tasa de interés real se observase en el segmento de entre cinco y 10 años sugiere que los inversores esperaban que este proceso se prolongase durante algún tiempo.

A finales de febrero, el repliegue de capitales hacia activos más seguros ante las tensiones políticas en África del Norte y Oriente Medio introdujo cierta presión bajista en los rendimientos de la deuda de las principales economías maduras.

Por su parte, las autoridades de las principales economías de mercado emergentes continuaron adoptando medidas graduales para endurecer la política monetaria conforme se intensificaban las presiones inflacionistas en sus países. Esas presiones obedecieron al intenso crecimiento económico —mucho mayor que en las economías maduras—, así como a la particular importancia del encarecimiento de los alimentos y otros productos básicos en la inflación de precios de consumo de sus economías. Entre las economías de mayor dimensión, las expectativas de inflación aumentaron notablemente en China y volvieron a subir en la India (Gráfico 11, panel izquierdo). En respuesta, el Banco de la República Popular de China elevó en 50 puntos básicos el coeficiente de reservas obligatorias en enero y nuevamente en febrero. Estos aumentos constituyeron la séptima y octava subidas desde comienzos de 2010, lo que sitúa el coeficiente en el 19,5% (Gráfico 11, panel central). El Banco también elevó en 25 puntos básicos sus principales tasas de interés oficiales en diciembre de 2010 y en febrero de 2011. Alegando una tasa de inflación “inaceptablemente alta”, el Banco de la Reserva de la India volvió a elevar la tasa *repo* en otros 25 puntos básicos, hasta el 6,5%, con lo que la subida acumulada desde marzo de 2010 alcanza los 175 puntos básicos. El Banco Central de Brasil también endureció su política, incrementando en enero la tasa de interés SELIC hasta el 11,25%, para tratar de reconducir la inflación hacia el objetivo del Banco. Estas subidas de las tasas de interés en las principales economías de mercado emergentes también han comportado tasas oficiales reales más altas en los últimos meses (al

Nuevo endurecimiento de la política monetaria en los mercados emergentes

menos cuando éstas se calculan, de forma aproximada, restando la inflación efectiva y contemporánea de las tasas oficiales nominales). Sin embargo, aunque la tasa oficial real es relativamente elevada en Brasil (en torno al 5%), en China y la India aún son negativas.

Con unas tasas de interés al alza, los tipos de cambio permanecieron sometidos a presiones alcistas en las principales economías emergentes (Gráfico 11, panel derecho). Numerosos países continuaron recurriendo a la acumulación de reservas para intentar contener una rápida apreciación del tipo de cambio nominal.