
Se evapora el optimismo¹

Las esperanzas de una recuperación económica mundial y la preocupación por la zona del euro fueron los dos principales temas contendientes en el mercado durante el periodo comprendido entre marzo y mayo. Estos dos temas interaccionaron a lo largo de todo el periodo, reflejándose por lo general en los diversos mercados financieros.

A comienzos del periodo, tras las operaciones de financiación a plazo más largo del BCE, la confianza de los inversores mejoró sustancialmente. Ante las menores tensiones de financiación bancaria, la atención se trasladó a la fortaleza de la economía mundial. Los favorables datos económicos estadounidenses y la continuidad del sólido crecimiento de los mercados emergentes permitieron concebir esperanzas de una recuperación económica sostenida. Este renovado optimismo resultó particularmente evidente en los mercados de renta variable y de materias primas. En los mercados de renta fija se observó una compresión de los diferenciales de rendimiento, especialmente de bancos y de determinados soberanos de la zona del euro. Asimismo, indujo fuertes entradas de capital en los mercados emergentes.

Hacia mediados de mayo, sin embargo, las dudas habían retornado: dudas sobre el crecimiento de la zona del euro; dudas sobre la salud financiera de los soberanos de la zona del euro; dudas sobre los bancos; dudas sobre los efectos de la consolidación fiscal sobre el crecimiento; y, por último, dudas sobre la estabilidad política dentro de la zona del euro. Todo ello, junto con las incipientes señales de un crecimiento más frágil en Estados Unidos y China, indujo una actitud más cauta de los inversores y elevó la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

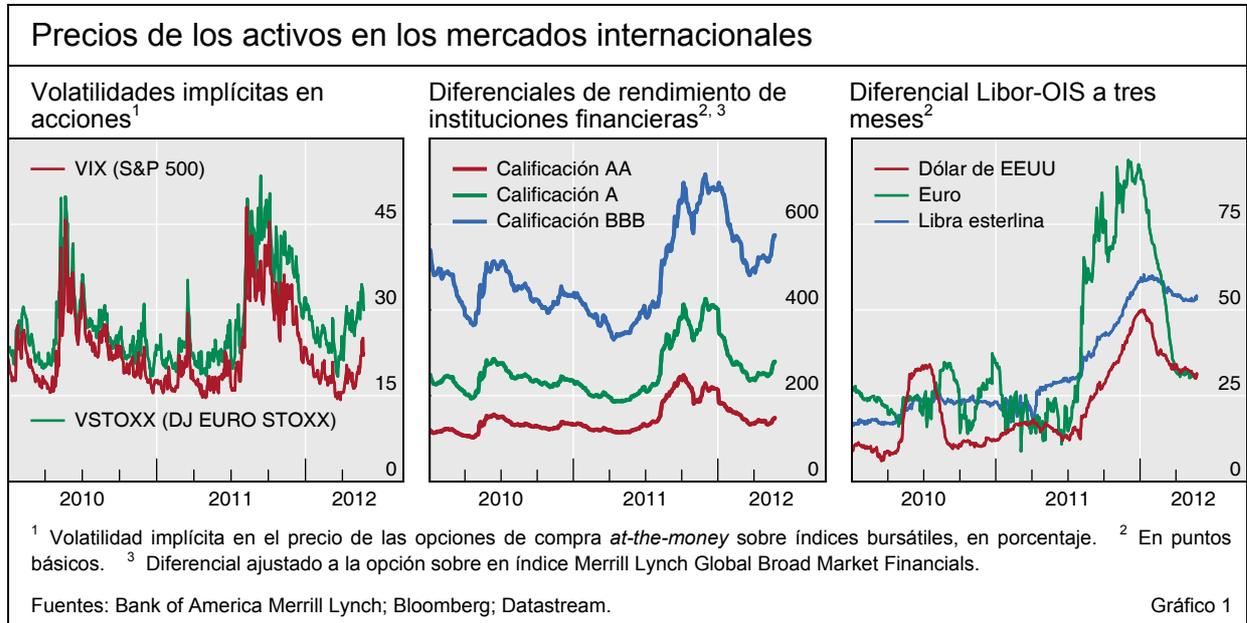
Efímero optimismo en torno a la recuperación

Las operaciones especiales de financiación a plazo más largo (OFPML) del BCE consiguieron reducir la percepción del riesgo de una grave crisis bancaria en Europa. A comienzos de marzo, la escala de la inyección de liquidez suministrada conjuntamente por ambas operaciones había surtido notables

¹ Las cuestiones sobre el contenido de este artículo deben dirigirse a Jacob Gyntelberg (jacob.gyntelberg@bis.org) y Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org). Las referidas a datos y gráficos deben dirigirse a Magdalena Erdem (magdalena.erdem@bis.org) y Garry Tang (garry.tang@bis.org).

efectos en los mercados financieros. Así, se disiparon los temores de los mercados sobre la existencia de graves riesgos a la baja y aumentó por lo general el apetito de los inversores por el riesgo.

La mejora transitoria de la percepción del riesgo también tuvo un claro reflejo en la volatilidad implícita en las opciones sobre acciones. Tras haber



aumentado durante la última parte de 2011, el índice VIX se situó el 19 de marzo en su nivel más bajo desde junio de 2007 (Gráfico 1, panel izquierdo).

Las condiciones de financiación de los bancos de la zona del euro mejoraron significativamente con la segunda de las operaciones a plazo más largo del BCE, ejecutada el 29 de febrero. Con un volumen adjudicado de 530 000 millones de euros a tres años a la tasa de interés oficial media a lo largo de la duración de los préstamos (actualmente el 1%), los fondos de la OFPML permitieron a las instituciones financieras con dificultades de financiación cubrir los vencimientos de sus deudas. Conforme disminuía la percepción del riesgo, se estrecharon los diferenciales de rendimiento de los bancos europeos y estadounidenses, al menos temporalmente. Esa caída de las primas de riesgo fue más pronunciada en el caso de los bancos con peores calificaciones crediticias (Gráfico 1, panel central). La exitosa reducción de las tensiones de financiación fue muy visible en los mercados monetarios, donde los diferenciales Libor-OIS se estrecharon en torno a 60 puntos básicos en el mercado en euros y alrededor de 20 puntos básicos en el mercado en dólares estadounidenses (Gráfico 1, panel derecho).

La mejora también fue evidente en el mercado primario de deuda bancaria no garantizada a largo plazo, que reabrió transitoriamente a principios de año. Este canal de financiación había permanecido cerrado para un gran número de bancos de la zona del euro durante el segundo semestre de 2011. No obstante, la financiación de numerosos bancos de la periferia de la zona del euro continuó dependiendo notablemente de la emisión de bonos cubiertos y de deuda con aval público (véase el recuadro 1 de la sección

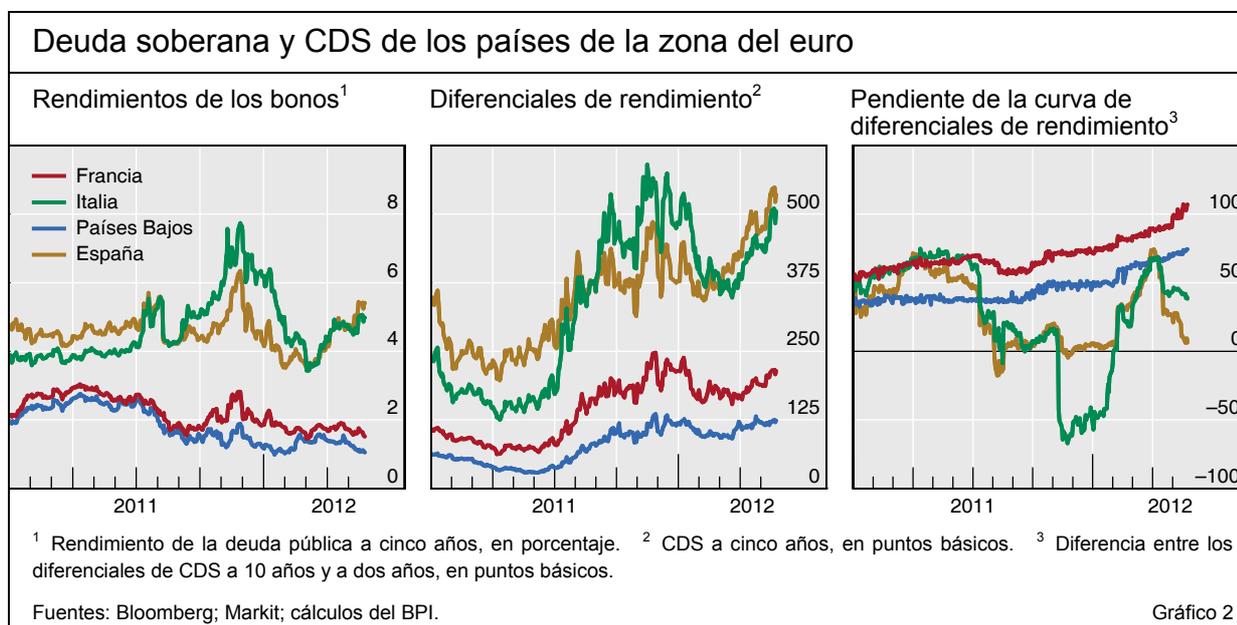
Las medidas de política alientan el optimismo...

... y suavizan las condiciones de financiación bancaria

«Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI»). Las condiciones en los mercados, generalmente benignas en marzo, también contribuyeron a garantizar una ejecución fluida del canje de deuda griega, por importe de 200 000 millones de euros. Este canje tuvo lugar durante la segunda semana de marzo, con un impacto muy limitado en los mercados de otros bonos soberanos europeos y de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS). El canje de deuda activó el pago de indemnizaciones correspondientes a un reducido número de CDS en vigor suscritos sobre deuda pública griega. Estos CDS se liquidaron sin dificultades, eliminando así los recelos previos de los inversores sobre la ineficacia de cubrir el riesgo soberano mediante contratos de CDS.

Estrechamiento de los diferenciales italianos y españoles

El mayor optimismo en la zona del euro insuflado por las medidas de política y las expectativas de crecimiento ofreció un respiro transitorio a las autoridades económicas y a los inversores preocupados por las perspectivas

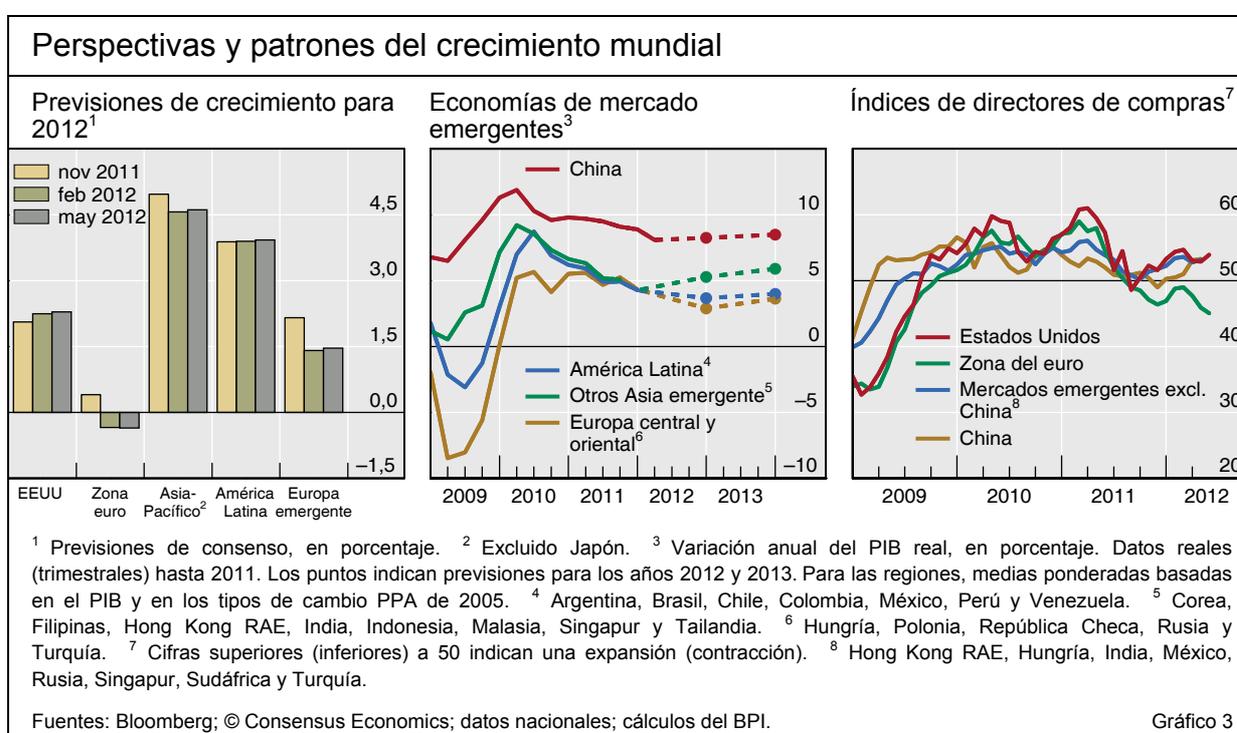


de los soberanos de la zona del euro. Los rendimientos de la deuda pública española e italiana disminuyeron significativamente (Gráfico 2, panel izquierdo). Esta evolución podría haber reflejado, en parte, las considerables compras de deuda pública realizadas por bancos italianos y españoles en los mercados primario y secundario tras la OFPML del BCE. Los diferenciales de rendimiento de la deuda española e italiana también se redujeron al atemperarse la preocupación de los inversores (Gráfico 2, panel central). Estas perspectivas más favorables tuvieron un reflejo similar en la pendiente de la curva de riesgo de crédito, que se tornó menos plana (Gráfico 2, panel derecho). La mejora fue particularmente intensa en el caso de Italia, de modo que la curva de riesgo de crédito de este país recuperó nuevamente su pendiente positiva tras haber permanecido invertida durante los dos o tres últimos meses de 2011.

Mejores perspectivas económicas mundiales

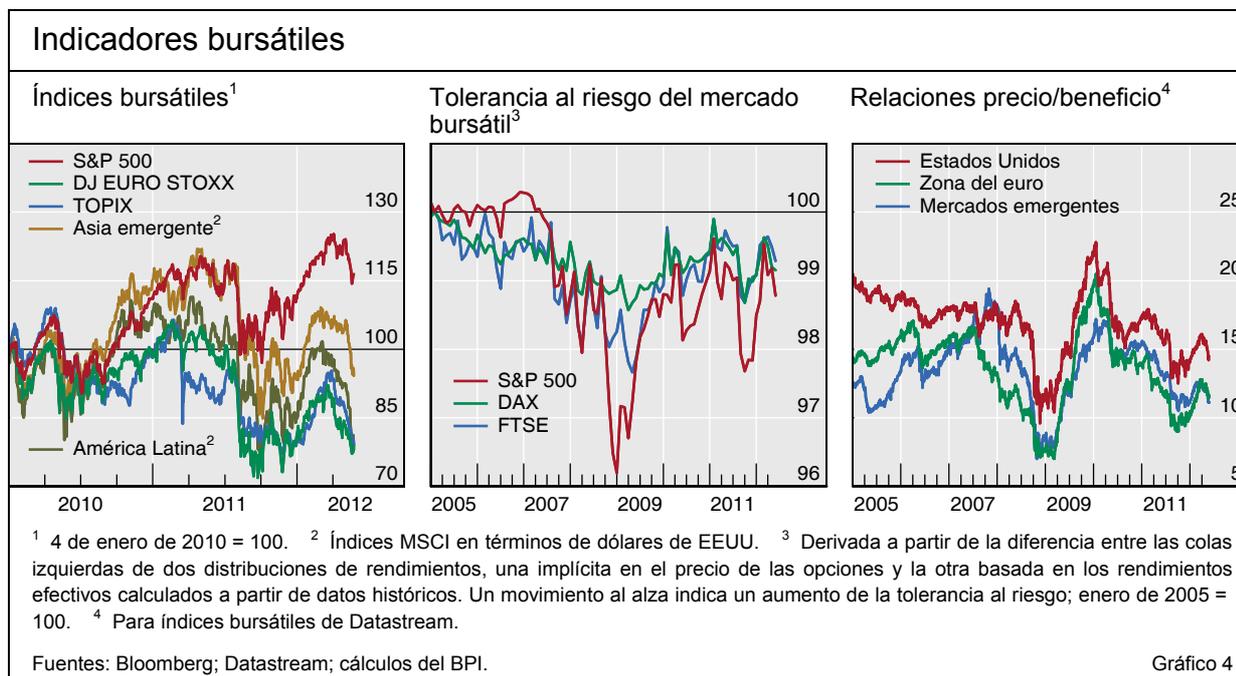
Conforme amainaban las tensiones en la zona del euro, los participantes en los mercados centraron su atención en las perspectivas de crecimiento mundial. Las favorables noticias sobre la recuperación económica en Estados Unidos indujeron una revisión al alza de las expectativas de crecimiento en ese país (Gráfico 3, panel izquierdo). Las cifras del mercado de trabajo de la economía estadounidense, gracias en parte a unas condiciones meteorológicas benignas, también mostraron signos de mejora. El crecimiento del producto se recuperó moderadamente en Japón, debido a la reconstrucción posterior al terremoto. Asimismo, el sólido crecimiento de las principales economías emergentes (particularmente de Asia) alentó unas perspectivas más optimistas sobre la economía mundial (Gráfico 3, panel central).

Se arraiga el optimismo sobre la recuperación económica



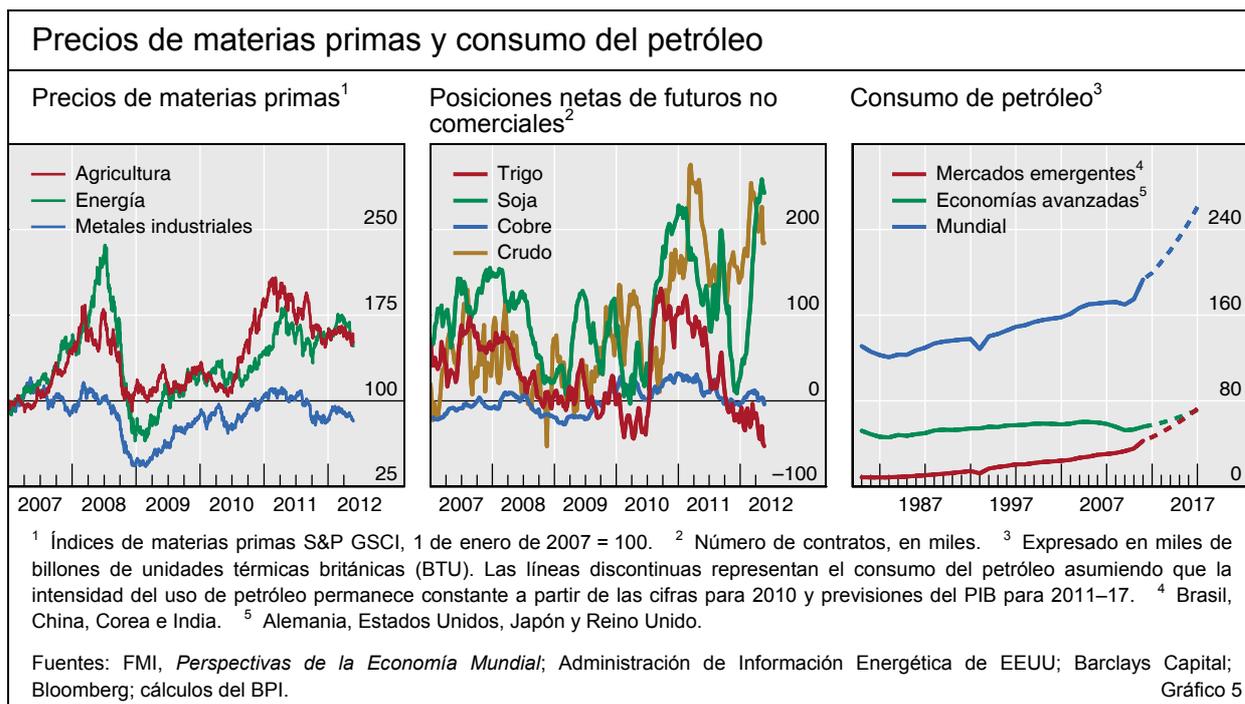
Estimulados por el mayor apetito por el riesgo y las mejores perspectivas de crecimiento, la renta variable y otros activos sensibles al crecimiento y al riesgo se mostraron pujantes hasta finales de marzo. Los mercados bursátiles estadounidenses y asiáticos registraron los mayores avances, en consonancia con las mejores perspectivas económicas en estas regiones (Gráfico 4, panel izquierdo). El S&P 500 subió en torno al 12% en el primer trimestre, la mayor ganancia trimestral en una década, pese a la desaceleración del crecimiento de los beneficios previstos. Las valoraciones de los mercados bursátiles de las economías avanzadas y emergentes también aumentaron, recuperándose desde los mínimos observados a finales de 2011 (Gráfico 4, panel derecho). La discrepancia entre los cambios en valoraciones y los beneficios esperados sugiere que dichos cambios básicamente obedecieron a la mayor predisposición de los inversores a asumir riesgos (Gráfico 4, panel central). No obstante, las relaciones precio-beneficio de los mercados estadounidenses y

Europeos permanecieron por debajo de sus promedios históricos, mientras que las valoraciones de los mercados emergentes continuaron próximas a esos promedios históricos.



Suben los precios de las acciones y materias primas ante la mejora del clima de confianza

El optimismo sobre la recuperación también influyó visiblemente en los mercados de materias primas, con continuas presiones alcistas sobre los precios de la energía y los metales industriales (Gráfico 5, panel izquierdo). Esta evolución básicamente obedeció a tensiones entre la demanda y la oferta, si bien, en el caso del petróleo, la preocupación por posibles interrupciones adicionales del suministro y por los riesgos geopolíticos agravó las tensiones, de modo que el crudo cotizó por encima de los 100 dólares el barril durante gran parte del periodo. Las favorables perspectivas y los mayores precios esperados también indujeron a los inversores a elevar sus posiciones netas largas en futuros sobre materias primas, tanto petróleo como metales (Gráfico 5, panel central). En el caso concreto del petróleo, existían claras expectativas a largo plazo de crecimiento continuado de su consumo, dadas las previsiones de intensa demanda procedente de China y otras economías emergentes (Gráfico 5, panel derecho). A diferencia de la energía y los metales, las subidas de los precios agrícolas fueron contenidas, ante las mejores cosechas esperadas, particularmente de trigo. No obstante, esta evolución debe contemplarse en el contexto de las condiciones climatológicas extremadamente difíciles que —en relación con los promedios históricos— se han registrado en el mundo en años anteriores.



Retorna la incertidumbre a la zona del euro

El optimismo de los mercados financieros comenzó a evaporarse en la segunda quincena de marzo, al reavivarse los temores sobre el crecimiento de la zona del euro, especialmente en España e Italia. El clima de opinión cambió conforme crecía la evidencia de que las medidas de política monetaria no serían suficientes por sí solas para resolver los problemas económicos subyacentes de la zona del euro. Un rosario de datos económicos peores de lo esperado suscitó dudas adicionales sobre la solidez de la recuperación del crecimiento mundial.

La evaporación de los efectos de la OFPML en los mercados, la preocupación por un posible impacto negativo de la consolidación fiscal en España sobre el crecimiento a corto plazo y la lentitud de la reforma del mercado de trabajo y de otras reformas estructurales en Italia se reflejaron en un aumento de los rendimientos de la deuda soberana. Entre mediados de marzo y principios de abril, los rendimientos españoles e italianos crecieron significativamente (Gráfico 2, panel izquierdo). Los diferenciales soberanos frente a los *bunds* alemanes se ampliaron considerablemente durante ese periodo. La publicación adelantada de unos débiles índices de directores de compras de la zona del euro (Gráfico 3, panel derecho) y unas encuestas de clima empresarial menos positivas también dañaron las perspectivas de crecimiento para Francia y Alemania.

Los inversores también se replegaron cuando el 26 de abril Standard & Poor's recortó la calificación crediticia de España y de algunas de sus mayores instituciones financieras. La calificación de la deuda soberana se redujo dos escalones, hasta BBB+. Este hecho se reflejó claramente en la subasta de deuda celebrada el 2 de mayo, que captó 2 500 millones de euros, con subidas de unos 140 puntos básicos de los rendimientos en los plazos más cortos. Las

Aumento de los rendimientos de la deuda española e italiana...

... conforme se recrudecen los temores

perspectivas menos favorables sobre la zona del euro también se reflejaron en el comunicado del BCE de primeros de mayo, que ya no mencionaba los riesgos de inflación al alza y describía los riesgos de inflación a largo plazo como básicamente equilibrados.

Una recuperación más débil de lo esperado en Estados Unidos...

La pérdida de vigor de la recuperación en Estados Unidos arrojó nuevas sombras sobre unas perspectivas ya inciertas en torno a la salud de la economía mundial. La publicación, el 6 de abril, de datos sobre crecimiento del empleo peores de lo esperado redujo considerablemente la confianza en los mercados. El aumento de sólo 120 000 personas registrado en las estadísticas preliminares de empleo no agrícola del mes de marzo en Estados Unidos se situó muy por debajo de las expectativas, sugiriendo una recuperación económica aún frágil en ese país. Las reacciones más contundentes se observaron en los mercados europeos de renta variable y deuda, tras su reapertura posterior a la Semana Santa. El renovado escepticismo arrastró los rendimientos de la deuda hasta mínimos récord en las principales economías avanzadas. Muy probablemente, esta evolución reflejó un repliegue de los inversores hacia activos más seguros, además de unas expectativas de continuidad de las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas. Los efectos del repliegue hacia activos más seguros fueron también evidentes cuando, el 10 de abril, el Tesoro suizo vendió letras a seis meses con un rendimiento negativo de 25 puntos básicos.

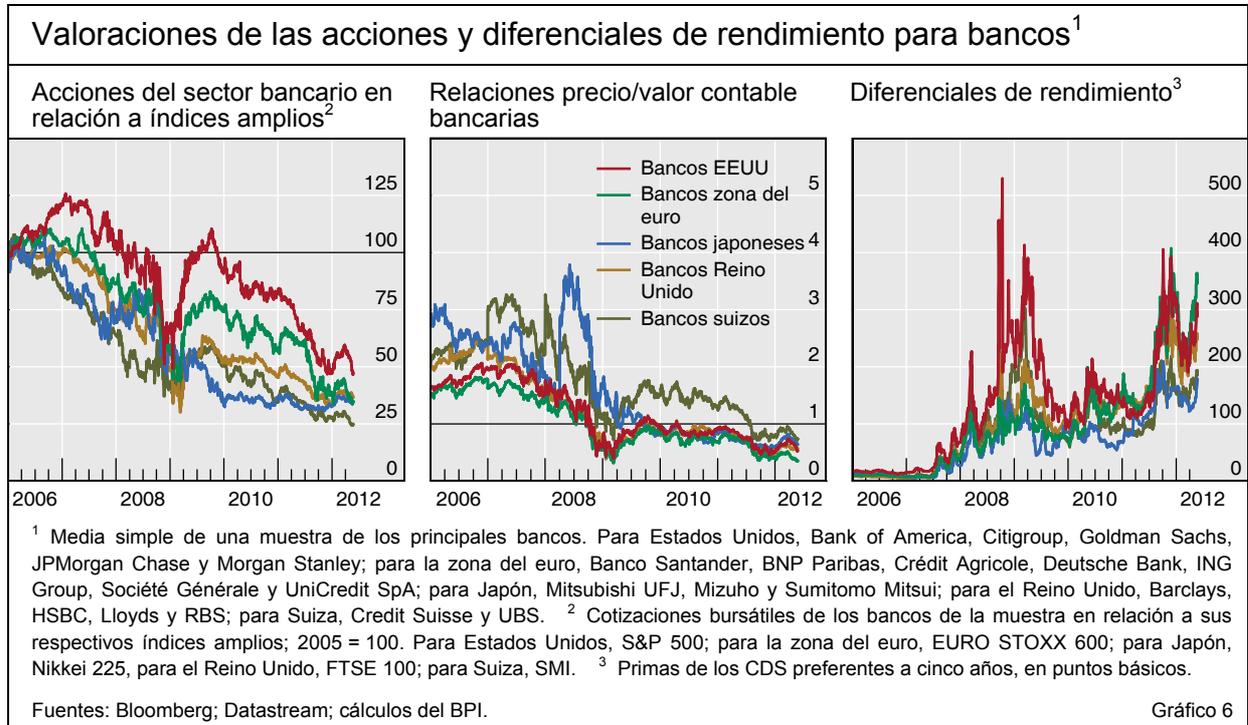
... induce un repliegue hacia activos más seguros

Los precios de las acciones comenzaron a caer en los mercados internacionales a finales de marzo y su volatilidad aumentó conforme las esperanzas de recuperación se disipaban y reaparecían los temores por la situación europea (Gráfico 4, panel izquierdo). Esta evolución contrastó notablemente con el fuerte repunte de los mercados bursátiles en meses precedentes que, básicamente, había obedecido a una menor aversión al riesgo, a una menor percepción del riesgo de eventos excepcionales (Gráfico 4, panel central) y a las perspectivas de recuperación económica.

Caen los precios de las acciones bancarias...

La reaparición de la incertidumbre se reflejó en el hundimiento de los precios de las acciones bancarias. La evolución de las cotizaciones bursátiles de los bancos de la zona del euro, Estados Unidos y Suiza continuó siendo peor que la de los índices generales (Gráfico 6, panel izquierdo), deprimiendo aún más las valoraciones de mercado. Más elocuente es el hecho de que, a finales de abril de 2012, las capitalizaciones de mercado de los bancos de la zona del euro eran inferiores al 50% de su valor contable tangible. Las relaciones precio-valor contable de los bancos se han desplomado hasta mínimos históricos en la mayoría de los países a raíz de la crisis, lo que podría sugerir un cambio estructural en las valoraciones (Gráfico 6, panel central). Es indudable que la reducida valoración del capital bancario refleja, en parte, las estimaciones de las oportunidades de crecimiento y del potencial de beneficios, que los inversores consideran poco prometedoras en la mayoría de los bancos. Existen otras posibles explicaciones del sustancial deterioro de las valoraciones del capital bancario. La preocupación de los inversores por la opacidad de los balances, así como la persistente falta de reconocimiento de las pérdidas y el posible impacto de eventuales rebajas de la calificación crediticia de los bancos, están generando mayor incertidumbre entre los

inversores, elevando así las primas de riesgo sobre el capital bancario. La mayor incertidumbre y percepción del riesgo también se reflejó en las primas de los CDS bancarios, que permanecieron muy elevadas en el caso de bancos de la zona del euro, británicos y estadounidenses (Gráfico 6, panel derecho).



Las emisiones de deuda a largo plazo no garantizada de los bancos europeos continuaron siendo positivas, si bien comenzaron a desacelerarse nuevamente en abril. Pese a ello, las condiciones del mercado continuaron siendo complicadas para una serie de bancos de la periferia de la zona del euro que tuvieron dificultades para colocar deuda no garantizada entre los inversores. Con todo, los participantes en los mercados consideraron que esta situación resultaba menos preocupante que la del segundo semestre de 2011, seguramente a la luz de los colchones acumulados tras las considerables emisiones de deuda realizadas en el primer trimestre y el amplio volumen de fondos a plazo más largo suministrado por las OFPML del BCE. No obstante, los datos procedentes de encuestas realizadas en la zona del euro indicaron un continuo endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y una débil demanda de crédito bancario.

... conforme aumenta la incertidumbre

La incertidumbre política añade nuevas tensiones

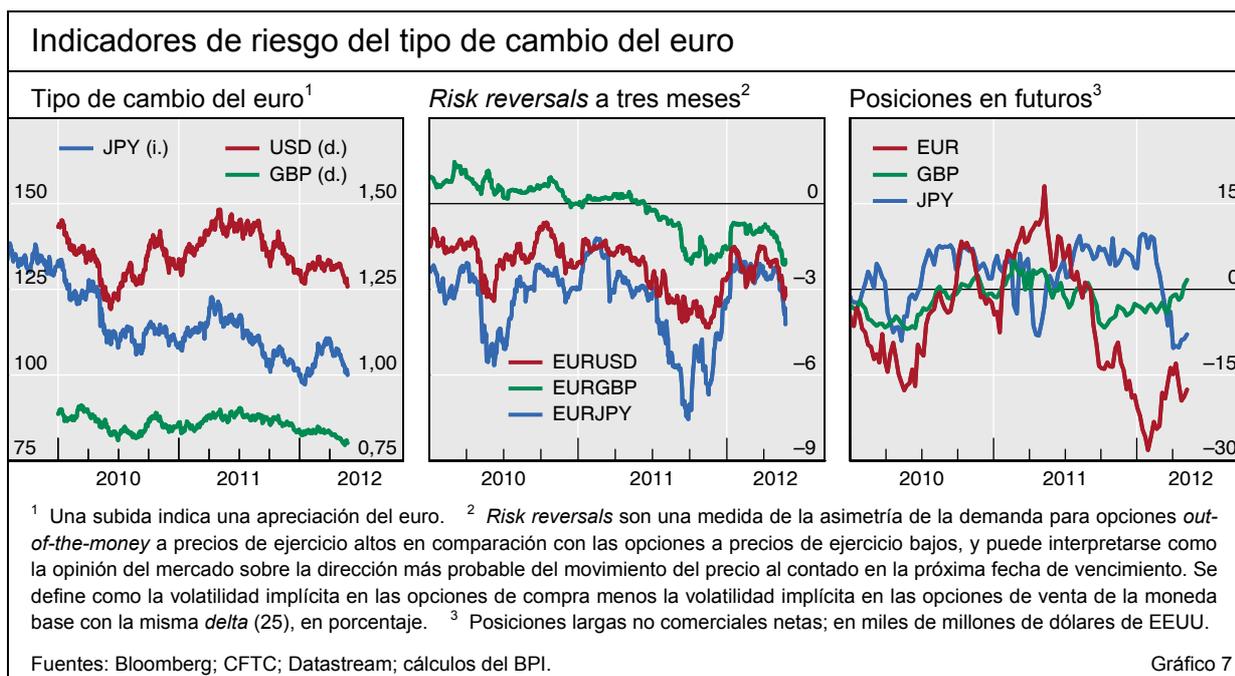
La evolución de los mercados durante el mes mayo reveló con claridad cómo los acontecimientos políticos en la zona del euro fomentaron significativamente la incertidumbre entre los inversores. El nuevo pacto fiscal de la UE aún está pendiente de discusión parlamentaria en varios países, así como de un referéndum en Irlanda (que se celebrará el 31 de mayo). La dimisión del gobierno de coalición holandés, el 23 de abril, por discrepancias sobre los presupuestos agravó la incertidumbre, como puso de manifiesto la ampliación en 70 puntos básicos del diferencial entre la deuda pública holandesa y

Los acontecimientos políticos en la zona del euro...

alemana a 10 años. Las reacciones iniciales de los mercados a la elección presidencial francesa y a la elección parlamentaria griega, ambas celebradas el 6 de mayo, fueron dispares. Las bolsas griega y francesa retrocedieron, así como los mercados bursátiles asiáticos. Los rendimientos de la deuda griega aumentaron inicialmente casi un 2%, en consonancia con la subida de los rendimientos de los bonos soberanos emitidos por otros países del sur de Europa. Sin embargo, los mercados bursátiles del resto de Europa y de Estados Unidos se recuperaron rápidamente y una subasta de deuda pública francesa a corto plazo se desarrolló con fluidez. En días posteriores, el punto muerto al que habían llegado las negociaciones políticas postelectorales en Grecia y la preocupación por los bancos españoles añadieron incertidumbre a las perspectivas sobre la zona del euro. En este complicado entorno, se recrudecieron los temores de los inversores en torno a un posible abandono del euro por parte de Grecia y a su posible impacto en la situación económica general.

... añaden riesgos a la baja

La reacción inicial más visible se produjo en los mercados de divisas, donde el euro comenzó a depreciarse frente al dólar estadounidense (Gráfico 7, panel izquierdo). Al mismo tiempo, los precios de las opciones sugirieron un brusco incremento del riesgo de depreciación del euro frente a otras importantes divisas (Gráfico 7, panel central). Dicho esto, los niveles aún son bastante moderados en comparación con los del segundo semestre de 2011. Al mismo tiempo, los datos sobre contratos de futuros en vigor continúan sugiriendo que los inversores financieros esperan un mayor debilitamiento del euro (Gráfico 7, panel derecho). Los datos sobre posiciones indicaron la utilización de la libra esterlina como cobertura frente a sorpresas negativas del euro. La divisa británica también puede haberse beneficiado de las reasignaciones de monedas que los soberanos han realizado en sus reservas de divisas.

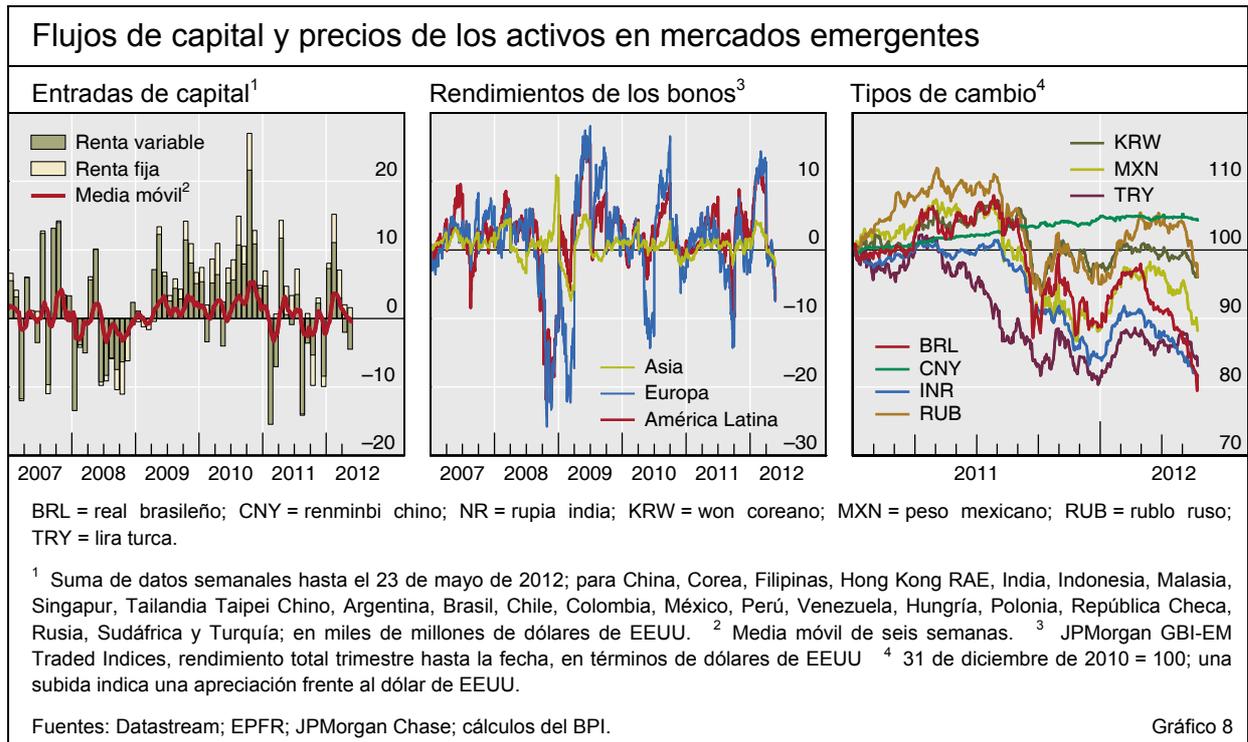


Las entradas de capital en los mercados emergentes se debilitan al moderarse el crecimiento

La preocupación por las perspectivas de crecimiento en las economías avanzadas también indujo a los inversores a reconsiderar la solidez del crecimiento en los mercados emergentes.

En China, los indicadores económicos confirmaron una desaceleración gradual del crecimiento como resultado del endurecimiento de políticas adoptado el pasado año y de una menor demanda externa. Las estadísticas de abril sobre producción industrial, comercio, inversiones, así como precios e inversión en inmuebles, confirmaron que la economía se desaceleró siguiendo una senda manejable. La combinación de crecimiento más lento, menor inflación y continuas caídas de los precios de la vivienda en la mayoría de las ciudades chinas impulsó al banco central chino a reducir con rapidez, el 12 de mayo, el coeficiente de reservas obligatorias de los bancos, apelando a la necesidad de lograr un aumento estable del crecimiento económico. Esta medida alentó expectativas de ulteriores relajaciones de la política monetaria. En consonancia, los contratos de divisas a plazo renminbi/dólar estadounidense con liquidación por diferencias a un año comenzaron a descontar durante la primera quincena de mayo una suave depreciación del renminbi frente al dólar.

El crecimiento chino se modera



Los indicadores económicos también sugirieron una desaceleración del crecimiento en América Latina y Europa Oriental. En respuesta a un menor crecimiento y a una moderación de las presiones inflacionistas, el Banco Central de Brasil recortó en abril su tasa de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 9%. Esto significa que dicha tasa se sitúa ahora 300 puntos básicos por debajo de su reciente máximo alcanzado en 2011. Esta medida añadió presiones bajistas sobre el real brasileño, que se depreció

significativamente frente al dólar estadounidense en abril (Gráfico 8, panel derecho).

Se atemperan las
entradas de capital
en los mercados
emergentes...

Tras un breve episodio de fuertes flujos de entrada de capital en las economías de mercado emergentes durante los dos primeros meses del año, dichas entradas se desaceleraron a partir de marzo (Gráfico 8, panel izquierdo). Los menores flujos de entrada se reflejaron en las rentabilidades de la deuda de mercados emergentes, que cayeron considerablemente hacia el final del periodo, especialmente en comparación con las elevadas rentabilidades obtenidas durante el año (Gráfico 8, panel central). Un patrón similar se había observado durante la última parte de 2011.

... aunque
aumentan a medida
que crece la
incertidumbre

Las entradas en los fondos de deuda de mercados emergentes crecieron sustancialmente durante las primeras semanas de mayo conforme reaparecían las incertidumbres sobre la zona del euro. En cambio, los fondos centrados en bonos de Europa Occidental experimentaron flujos de salida. Mientras tanto, los fondos de renta variable de mercados emergentes se vieron claramente más afectados por las perspectivas de crecimiento menos favorables, comenzando a experimentar salidas durante abril. Los tipos de cambio de los mercados emergentes también reflejaron el cambio del clima de opinión durante abril y mayo, por lo que numerosas monedas cedieron todas sus ganancias previas respecto al dólar estadounidense (Gráfico 8, panel derecho).