

## Las medidas de política y los reducidos riesgos a corto plazo animaron a los mercados<sup>1</sup>

En los tres meses hasta inicios de diciembre, los analistas recortaron sus previsiones de crecimiento económico mundial, si bien los precios de la mayoría de los activos sensibles al crecimiento subieron, favorecidos por una mayor relajación de las políticas monetarias y por la percepción de que algunos de los principales riesgos a la baja a corto plazo para la economía mundial habían disminuido. En concreto, las valoraciones de activos reaccionaron de manera positiva a las nuevas políticas destinadas a atajar la crisis de la zona del euro y a las noticias que restaban probabilidad a una caída abrupta y prolongada del crecimiento económico en China. Sin embargo, algunos riesgos a la baja persistieron. La incertidumbre sobre la política fiscal de Estados Unidos, en vías de endurecerse sustancialmente a corto plazo, alentó la acumulación de efectivo e influyó en los precios de los activos más vulnerables a los recortes presupuestarios.

## Alza de precios de los activos pese al debilitamiento de las perspectivas económicas

Entre inicios de septiembre y de diciembre, los precios de la mayoría de los activos de riesgo subieron. En las economías avanzadas, el rendimiento de los bonos corporativos tanto con grado de inversión como con una calificación inferior alcanzó su nivel más bajo desde antes de la crisis financiera de 2008. Lo mismo ocurrió con el rendimiento de los bonos de mercados emergentes, ya fueran emitidos por soberanos o por empresas, denominados en moneda local o internacional. También el rendimiento de los bonos garantizados por préstamos hipotecarios y otras garantías, registró mínimos históricos. Entretanto, los precios de las acciones subieron en general durante la primera parte del periodo, aunque posteriormente volvieron a caer un tanto.

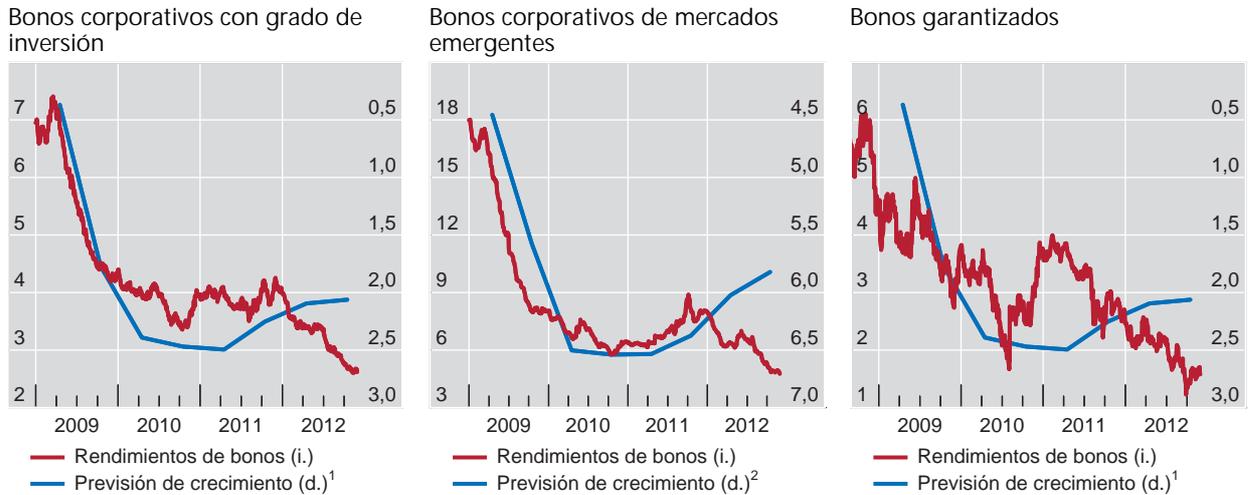
Excepcionalmente, esta alza de la renta fija y variable coincidió con un debilitamiento de las perspectivas económicas mundiales. Los expertos recortaron sus previsiones de crecimiento económico mundial para 2012 y 2013: sin revisiones

<sup>1</sup> Este artículo ha sido elaborado por el Departamento monetario y económico del BPI. Las preguntas acerca del mismo pueden dirigirse a Masazumi Hattori ([masazumi.hattori@bis.org](mailto:masazumi.hattori@bis.org)) y a Nicholas Vause ([nick.vause@bis.org](mailto:nick.vause@bis.org)). Las preguntas sobre datos y gráficos deberían dirigirse a Magdalena Erdem ([magdalena.erdem@bis.org](mailto:magdalena.erdem@bis.org)) y a Agne Subelyte ([agne.subelyte@bis.org](mailto:agne.subelyte@bis.org)).

## Rendimiento de bonos y previsiones de crecimiento económico

En porcentaje

Gráfico 1



El rendimiento de bonos corresponde a los índices de bonos internacionales de Bank of America Merrill Lynch. El índice de bonos garantizados comprende los bonos respaldados por hipotecas residenciales, hipotecas comerciales, derechos de cobro procedentes de la utilización de tarjetas de crédito y otros activos. Las previsiones de crecimiento son aproximaciones anualizadas con tres años de antelación basadas en las previsiones para el año actual y los tres años naturales siguientes.

<sup>1</sup> Para economías avanzadas. <sup>2</sup> Para mercados emergentes.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; Datastream; cálculos del BPI.

compensatorias al alza de carácter significativo, redujeron sustancialmente sus previsiones para Grecia, Italia y España en lo que respecta a Europa, así como para Brasil, China y la India en lo que respecta a los países emergentes. Antaño, los pronósticos sobre una caída del crecimiento solían ir acompañados de aumentos en las tasas de impago previstas y en los rendimientos de los bonos. Sin embargo, esta vez, la rentabilidad de la deuda cayó (véase el Gráfico 1) y los precios de la mayoría de las acciones acabaron el periodo apenas por encima de donde lo empezaron,

## Cotizaciones bursátiles y beneficios<sup>1</sup>

Por acción, en porcentaje de las cotizaciones de diciembre de 2010

Gráfico 2



<sup>1</sup> Precios de los índices bursátiles de Morgan Stanley Capital International y previsiones en promedio de sus beneficios a doce meses vista.

Fuente: Datastream.

pese al debilitamiento de las expectativas de beneficio empresarial (Gráfico 2). En el caso de las empresas estadounidenses del índice S&P 500, dichas expectativas cayeron especialmente en picado, tras reducirse los beneficios declarados por vez primera en once trimestres y advertir un número desproporcionado de ellas beneficios futuros más bajos de lo pronosticado por los analistas.

## Las políticas monetarias más laxas respaldaron los precios de los activos

Los participantes del mercado atribuyeron gran parte del alza de precios de los activos a una mayor relajación monetaria por parte de los bancos centrales, especialmente de la Reserva Federal. El 13 de septiembre, esta institución anunció que incrementaría de inmediato el tamaño de su balance mediante la compra mensual de títulos garantizados por préstamos hipotecarios por valor de 40 000 millones de dólares. A diferencia de anteriores rondas de compra de activos, las autoridades estadounidenses no especificaron las dimensiones del programa, alegando que proseguiría con él hasta que las perspectivas del mercado de trabajo hubieran mejorado sustancialmente. Al mismo tiempo, la Fed alargó sus pronósticos varios meses, señalando que esperaba mantener su tasa oficial en niveles excepcionalmente bajos, al menos hasta mediados de 2015, aun cuando la recuperación económica de Estados Unidos se hubiera reanimado para entonces. El Banco de Japón también amplió su programa de compra de activos, tanto en septiembre como en octubre, incrementando en 21 billones de yenes el volumen de compras planificadas de deuda pública japonesa y de otros activos antes de fines

### Reacción al anuncio de la tercera ronda de compra de activos por la Reserva Federal

Gráfico 3

Rendimientos de MBS y tasas hipotecarias de EEUU

Expectativas de inflación de EEUU<sup>1</sup>

Precios de metales preciosos



Las líneas verticales marcan el 12 de septiembre de 2012, la fecha de los últimos precios de cierre antes del anuncio de compra de activos por la Reserva Federal.

<sup>1</sup> Para un horizonte de cinco años. <sup>2</sup> Tasa media de los nuevos préstamos hipotecarios a 30 años a tasa fija, según Bankrate.com. <sup>3</sup> Rendimiento sobre el índice Barclays Capital de títulos respaldados por hipotecas (MBS) a 30 años, emitidos por la Federal National Mortgage Association. <sup>4</sup> Diferencia entre el rendimiento de bonos del Tesoro de EEUU convencionales y ligados a la inflación.

Fuentes: Bloomberg; Datastream.

de 2013. Entre tanto, se recortaron las tasas de interés oficiales en Australia, Brasil, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, Israel, la República checa, Suecia y Tailandia.

Las medidas de la Reserva Federal tuvieron efectos significativos, si bien efímeros, en los mercados financieros estadounidenses, reduciendo el rendimiento de los bonos de titularización hipotecaria, lo que condujo a una disminución de las tasas de estos préstamos (Gráfico 3, panel izquierdo). Al ampliarse la brecha entre estos dos indicadores, los precios de las acciones bancarias estadounidenses se incrementaron en relación con el mercado de acciones en su conjunto. Además, el nuevo compromiso de la Reserva Federal para ampliar potencialmente su balance sin límites impulsó tanto los indicadores de inflación prevista basados en el mercado, como los precios de los metales preciosos, utilizados como cobertura frente a la inflación (Gráfico 3, paneles central y derecho). Con esta subida de la inflación prevista, el dólar estadounidense se depreció levemente. No obstante, en pocas semanas, ambos indicadores (inflación esperada y el valor del dólar) habían regresado a sus niveles previos al anuncio del 13 de septiembre, acaso porque los datos económicos que iban conociéndose sugerían una relajación monetaria menor de lo previsto.

En términos más amplios, los estímulos cuantitativos adicionales proporcionados por los principales bancos centrales parecieron arrastrar a los inversores a asumir mayores riesgos. En concreto, los fondos de bonos corporativos de mercados desarrollados y los fondos de bonos corporativos y del Estado de mercados emergentes registraron entradas netas (Gráfico 4).

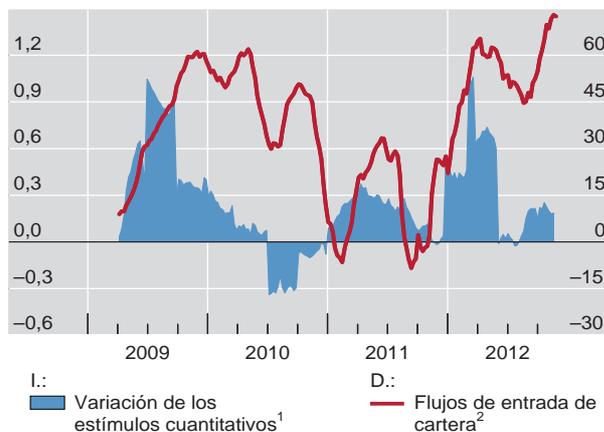
Al aumentar la demanda de activos de riesgo por los inversores, los emisores de bonos lograron colocar más deuda que en meses anteriores, incluidos ciertos tipos de bonos con relativo riesgo. Por ejemplo, la emisión de bonos corporativos no financieros se incrementó hasta alcanzar o rondar sus máximos del año en septiembre, octubre y noviembre, con incrementos desproporcionados de la emisión de títulos con calificación crediticia inferior al grado de inversión. Además, en esos meses, la emisión de bonos de mercados emergentes sobrepasó la del año

## Entradas de bonos y políticas de los principales bancos centrales

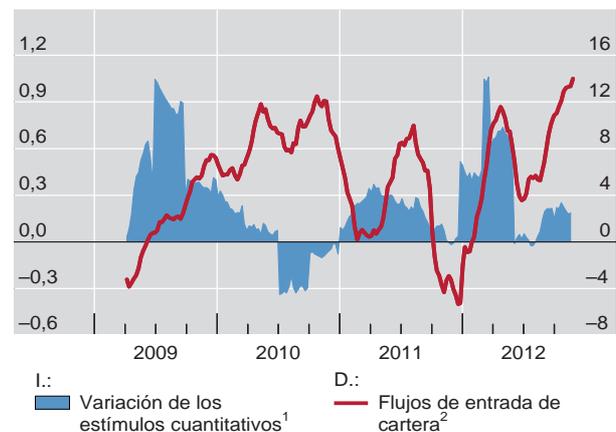
En billones de dólares de EEUU

Gráfico 4

Bonos corporativos de mercados desarrollados



Bonos de mercados emergentes



<sup>1</sup> Variación a lo largo de tres meses de la suma de activos adquiridos mediante la creación de reservas por parte del Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y la Reserva Federal y de operaciones *repo* a largo plazo en circulación del Banco Central Europeo. <sup>2</sup> Flujos netos a lo largo de tres meses hacia fondos de gestión de bonos.

Fuentes: Banco de Japón, Datastream, EPFR, Banco Central Europeo; cálculos del BPI.

anterior, aumentando en mayor proporción la colocación de bonos corporativos que la de bonos del Estado. La emisión de bonos europeos subordinados durante este trimestre fue claramente más intensa que a principios de año, no solo para los prestatarios financieros, que adelantaron emisiones previstas para 2013 debido a los futuros cambios normativos, sino también para los prestatarios no financieros.

## La relajación monetaria de los principales bancos centrales no provocó la apreciación de las monedas de los mercados emergentes

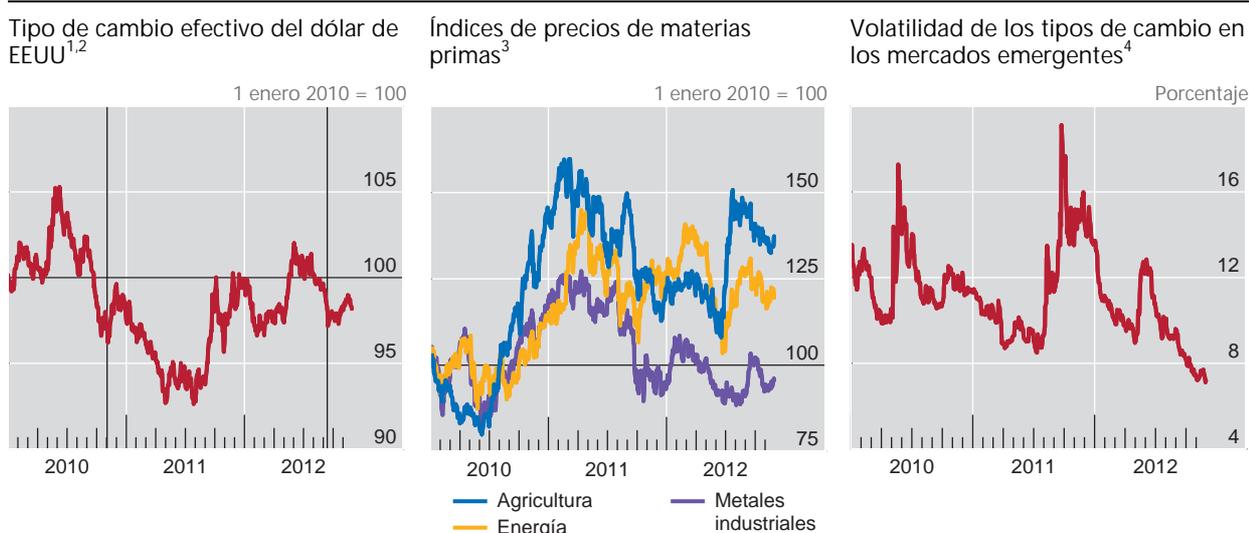
Las políticas monetarias más relajadas de las economías avanzadas generaron expectativas de entradas de capital en las economías de mercado emergentes, provocando la apreciación de sus monedas. Cuando esto ocurrió en noviembre de 2010 y en junio de 2011, el dólar estadounidense se devaluó más de un 5 %, pero esta vez, sin embargo, el dólar se apreció durante los tres meses transcurridos desde principios de septiembre frente a distintas monedas de mercados emergentes y también en términos ponderados en función del comercio (Gráfico 5, panel izquierdo).

Las perspectivas de crecimiento más débil en los mercados emergentes explican en parte por qué sus monedas y flujos de capital reaccionaron de distinto modo a la relajación monetaria en las economías avanzadas. También rebajaron la presión sobre el precio de las materias primas (Gráfico 5, panel central).

Varias economías de mercado emergentes adoptaron medidas en un intento por evitar que sus monedas se apreciaran durante el periodo analizado. El Banco

Tipos de cambio y precios de las materias primas

Gráfico 5



<sup>1</sup> Promedio geométrico ponderado de 60 tipos de cambio nominales bilaterales, con ponderaciones por comercio en 2008-10. <sup>2</sup> Las líneas verticales señalan el inicio de la segunda (3 de noviembre de 2010) y la tercera (13 de septiembre de 2012) rondas de compra de activos por parte de la Reserva Federal. <sup>3</sup> Índices S&P Goldman Sachs de materias primas. <sup>4</sup> Índice de volatilidad implícita en las opciones a tres meses *at-the-money*, ponderado por volumen de negociación del mercado.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase.

central de Brasil intervino en los mercados de divisas y los operadores de divisas percibieron que, otros bancos centrales de América Latina y Asia Oriental estaban haciendo lo propio. Además, el Banco central de la República checa manifestó que podría considerar una intervención, dependiendo de la evolución de su moneda. En Corea, las autoridades iniciaron una investigación sobre el cumplimiento de restricciones en las posiciones en divisas de los bancos que se beneficiarían de una apreciación de la moneda local. Más aún, endurecieron los límites de las exposiciones bancarias a los derivados de divisas. Todas estas medidas estuvieron en general ligadas a valores de monedas más estables, tal como pone de manifiesto la volatilidad implícita en el precio de las opciones (Gráfico 5, panel derecho).

## Los precios de los activos también se vieron favorecidos por la reducción de importantes riesgos a la baja

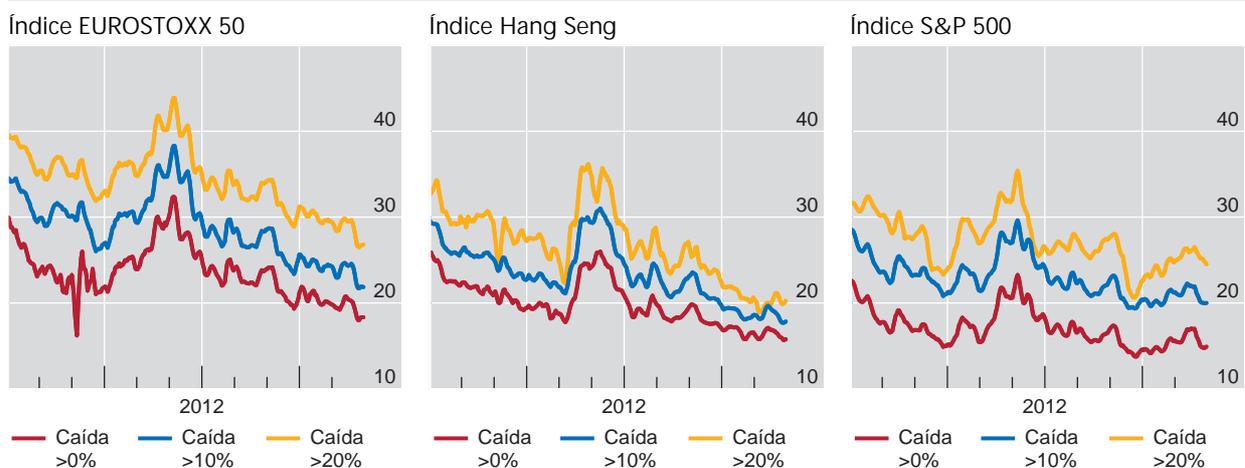
Durante el periodo analizado, los precios de los activos también se vieron favorecidos al percibirse una reducción de importantes riesgos a la baja para la economía mundial. Concretamente, la posibilidad de un agravamiento a corto plazo de la crisis de la zona del euro pareció disiparse tras los anuncios de nuevas medidas de política. También pareció disminuir el riesgo de una caída notable y duradera del crecimiento chino tras la publicación de datos económicos de octubre mejores de lo esperado. No obstante, no solo persistió el riesgo de un abrupto endurecimiento presupuestario en Estados Unidos a comienzos de 2013, sino que —según el parecer de algunos expertos— escaló, sobre todo después de que las elecciones federales volvieran a demostrar la vulnerabilidad de un poder político dividido.

La evolución percibida de estos riesgos quedó reflejada en los cambios de los precios de las opciones para protegerse frente a retrocesos significativos de las

### Coste de asegurarse frente a caídas de los índices bursátiles<sup>1</sup>

Volatilidades implícitas, en %

Gráfico 6



<sup>1</sup> Primas por asegurarse frente a retrocesos de los índices bursátiles durante tres meses en relación con los precios a futuro a tres meses, expresadas como las volatilidades implícitas asociadas con tales primas mediante la fórmula Black-Scholes para valoración de opciones. Cuanto mayores sean las volatilidades implícitas, mayores serán las primas.

Fuente: Bloomberg.

cotizaciones (Gráfico 6). El coste de procurarse cobertura frente a caídas del índice EURO STOXX 50 iguales o superiores al 20% —señal inequívoca de una profunda crisis económica en la zona del euro— se redujo desde comienzos de septiembre, si bien el precio de asegurarse frente a caídas menores de las cotizaciones retrocedió en una cuantía similar. También disminuyó el coste de asegurarse frente al hundimiento del índice Hang Seng, que podría darse en caso de fuerte desaceleración del crecimiento de la economía china. El precio de procurarse cobertura frente a caídas menores de las cotizaciones se redujo en una cuantía inferior. Sin embargo, aumentó en cierta medida el coste de la protección frente a retrocesos del índice S&P 500 iguales o superiores al 20%, posibles en caso de súbito endurecimiento de la política presupuestaria en Estados Unidos. El ritmo de este aumento superó ligeramente el del coste de protegerse frente a caídas menos pronunciadas.

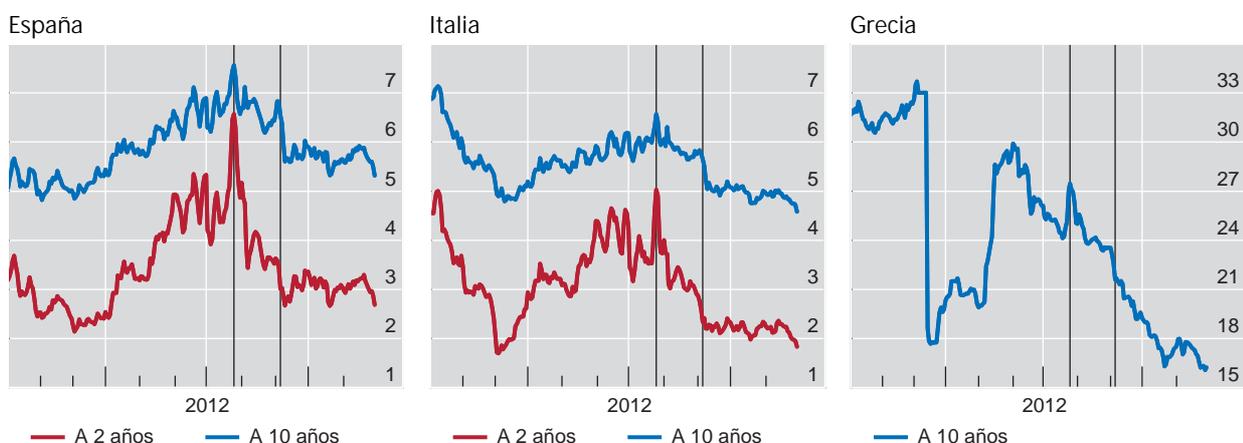
En la zona del euro, los planes del BCE de comprar bonos soberanos impulsaron significativamente los mercados de deuda y, en general, resultaron positivos para los mercados financieros. El Consejo de Gobierno del BCE detalló sus planes el 6 de septiembre, después de que el presidente Mario Draghi se refiriera a ellos en su declaración de Londres el 26 de julio. El BCE compraría bonos emitidos por gobiernos de la zona del euro con vencimientos residuales de entre uno y tres años, en condiciones de igualdad con respecto al resto de los acreedores y a condición de que los gobiernos de los países implicados aceptaran someterse a un programa de ajuste económico. Posteriormente, los rendimientos de los bonos de los países de la zona con problemas financieros cayeron, tras haberse apuntado un notable descenso desde el discurso de Draghi, especialmente en el caso de deuda con vencimientos admisibles (Gráfico 7).

No obstante, los rendimientos de los bonos españoles no tardaron en repuntar al revisarse al alza el déficit público correspondiente a 2011 y las previsiones al respecto para 2012, al confirmarse que los fondos europeos no financiarían programas de asistencia bancaria en curso, y al defender el presidente de Cataluña

## Rendimientos de deuda pública en la zona del euro

En porcentaje

Gráfico 7



Las líneas verticales indican el 25 de julio y el 5 de septiembre, que corresponden, respectivamente, a los últimos rendimientos al cierre antes de que el presidente del BCE, Mario Draghi, afirmara que su institución "está lista para hacer todo lo que sea necesario para salvar el euro" y antes de que el BCE detallara sus planes en torno a las Operaciones Monetarias de Compra (OMT).

Fuente: Bloomberg.

la independencia de su región. En cambio, los rendimientos de los bonos de Italia permanecieron en cotas muy inferiores y en octubre su Gobierno emitió deuda por una cuantía inaudita en Europa en una única subasta.

Los precios de los activos aumentaron significativamente en Grecia, cuyo Gobierno finalmente percibió un nuevo tramo de los préstamos suscritos con el FMI y la UE. El pago estaba previsto para septiembre, si bien Grecia no logró algunos de los objetivos económicos plasmados en el programa. Posteriormente, el Gobierno heleno negoció un ajuste de su agenda reformista, que incluía una reducción de las tasas de interés y la ampliación de los plazos de devolución de la deuda oficial griega, el traspaso a Atenas de los beneficios correspondientes al Eurosistema en relación con sus partidas de deuda pública helena y planes de recompra de la deuda en manos del sector privado. Según diversos comunicados de prensa, numerosos *hedge funds* adquirieron bonos griegos en previsión de tal desenlace. Ello contribuyó a reducir los rendimientos a lo largo del trimestre hasta comienzos de diciembre (Gráfico 7, panel derecho). Durante el mismo periodo, el índice bursátil de Atenas subió cerca de un tercio.

Los flujos de capital también parecieron reflejar la menor percepción de un posible recrudescimiento de la crisis del euro. Al percibir los inversores un menor riesgo de redenominación monetaria<sup>2</sup>, las inversiones de cartera fluyeron, en términos netos, hacia España e Italia en septiembre. Al tiempo, se ralentizaron o equilibraron las salidas de depósitos y otro tipo de financiación desde bancos de estos países (Gráfico 8, paneles izquierdo y central). Otros datos muestran que los depósitos en bancos de España e Italia también se mantuvieron en octubre. Puede que parte de las entradas netas de capital a España e Italia procedieran de Alemania, donde se redujeron los activos del Bundesbank frente al BCE procedentes de pagos netos desde otros países de la zona del euro. En cambio, los bancos centrales de España e Italia mantenían pasivos frente al BCE en concepto de pagos netos hacia otros países de la zona del euro, y éstos también disminuyeron. Estos cambios revirtieron la tendencia registrada durante el último año aproximadamente (Gráfico 8, panel derecho).

Pese a la nueva suerte de asistencia para países con problemas financieros de la zona del euro, los rendimientos de los bonos emitidos por gobiernos con finanzas más sólidas apenas variaron. Los rendimientos de los bonos a dos años emitidos por Alemania, Francia y los Países Bajos permanecieron cercanos a cero, mientras que la rentabilidad de su deuda a diez años se hundía a mínimos históricos. El recorte acometido por Moody's —desde AAA— de la calificación crediticia de Francia apenas imprimió efectos sobre estos rendimientos.

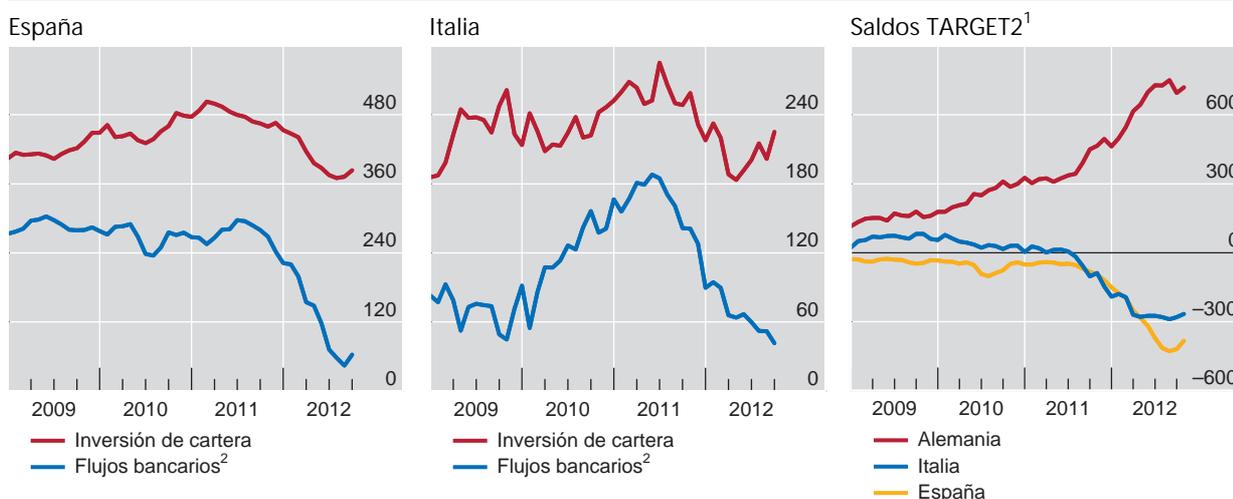
Los mercados financieros también se vieron alentados por noticias que sugerían una menor probabilidad de desaceleración notable y duradera del crecimiento de la economía china. Concretamente, el repunte en octubre de la producción industrial y el aumento de las exportaciones, así como las encuestas de directores de compras, arrojaron los temores a que el crecimiento chino sufriera un

<sup>2</sup> Así se desprende, por ejemplo, del estrechamiento de los diferenciales entre los rendimientos de diversos bonos denominados en euros emitidos conforme al Derecho internacional por empresas públicas italianas y bonos con vencimientos similares emitidos por el Gobierno italiano conforme a Derecho nacional (véase el recuadro «Cómo identificar el mercado de emisión» en el Artículo Monográfico «Mejoras en las estadísticas del BPI sobre títulos de deuda» del presente *Informe Trimestral*). También se infiere de los precios de los contratos de apuestas de intrade.com, que por entonces hubieran premiado que algún país de la zona del euro anunciara su intención de abandonar la moneda única en determinada fecha.

## Flujos de capital transfronterizos y saldos TARGET2 de determinados países de la zona del euro<sup>1</sup>

En miles de millones de euros

Gráfico 8



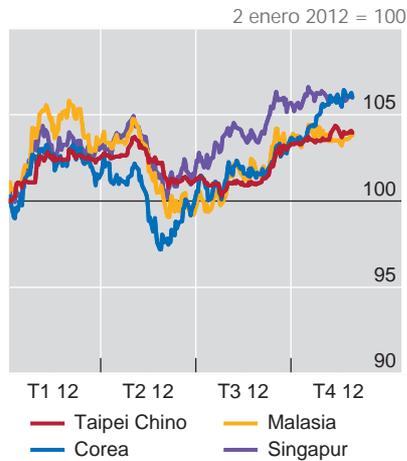
<sup>1</sup> Entradas netas acumuladas desde la creación de la Unión Monetaria Europea y activos netos de bancos centrales nacionales frente al BCE que reflejan adquisiciones netas acumuladas de bienes y activos de residentes liquidadas a través de sistema de liquidación bruta en tiempo real TARGET2. <sup>2</sup> Todos los flujos de capital de la cuenta financiera de la balanza de pagos distintos de inversiones directas, de cartera y en derivados, excluidos los del banco central. Se trata principalmente de depósitos, préstamos y *repos*.

Fuentes: Deutsche Bundesbank; Banco de Italia; Banco de España; Datastream; cálculos del BPI.

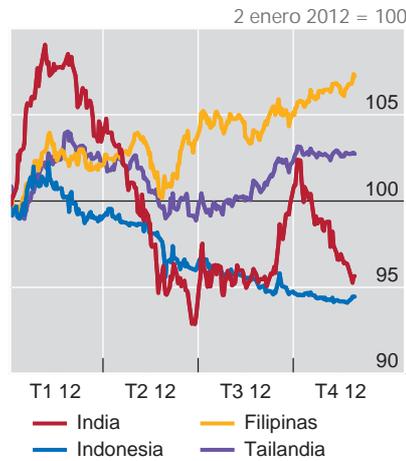
«parón brusco». Esto aminoró la percepción de riesgo de impago para activos vulnerables a una fuerte ralentización económica, como los préstamos bancarios. Consecuentemente, durante el trimestre transcurrido hasta principios de diciembre, las cotizaciones de los bancos chinos se comportaron mejor que las de entidades no bancarias.

Pese a la menor percepción de grandes riesgos a la baja, los efectos del debilitamiento del crecimiento económico de China se extendieron a otros mercados emergentes, especialmente de Asia. A este respecto, las oscilaciones durante 2012 de los tipos de cambio ya destacaban la importancia de China para los inversores en diversas economías de la región. Concretamente, los tipos de cambio de economías altamente dependientes de las exportaciones hacia China oscilaron casi al compás de la evolución de dicho país, dejando entrever su elevada sensibilidad a las noticias procedentes de China, mientras que los tipos de cambio de economías menos dependientes se comportaron de forma más idiosincrática (Gráfico 9, paneles izquierdo y central). Asimismo, en los tres meses transcurridos desde comienzos de septiembre, los índices bursátiles de las economías de mercado emergentes de Asia que más dependen de China registraron peores resultados que aquellas con menor dependencia. Por su parte, los índices bursátiles no asiáticos se mostraron menos sensibles a las noticias sobre el Gigante Asiático (Gráfico 9, panel derecho).

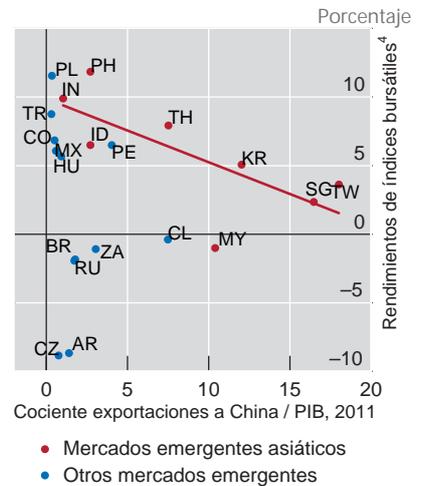
Tipos de cambio, elevada dependencia de China<sup>1,2</sup>



Tipos de cambio, baja dependencia de China<sup>1,3</sup>



Ganancias de los índices bursátiles

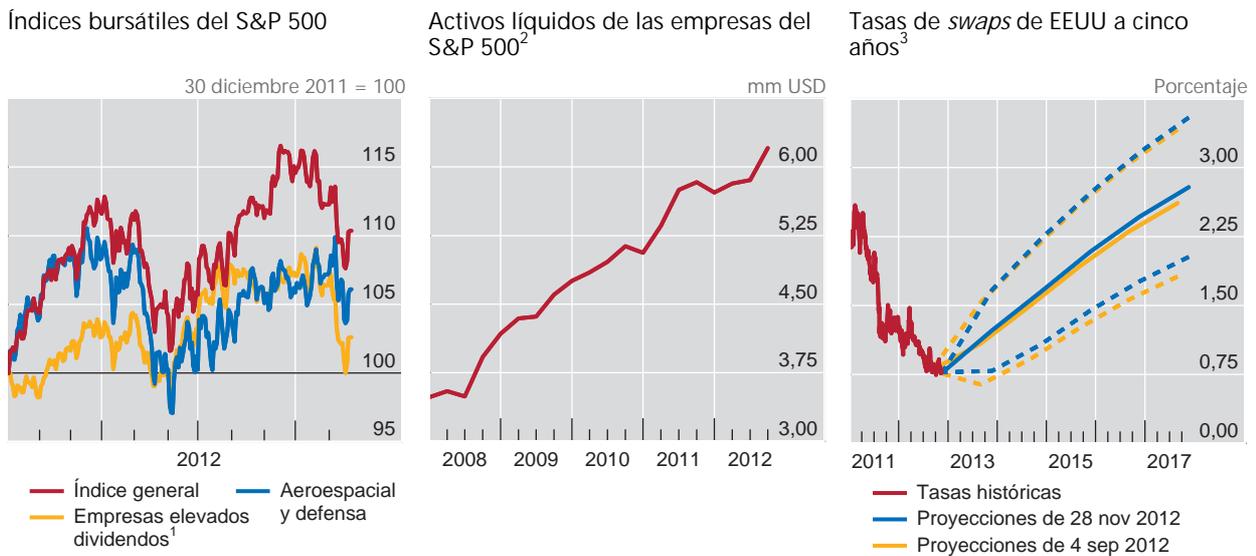


AR = Argentina; BR = Brasil; CL = Chile; CO = Colombia; CZ = República Checa; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; SG = Singapur; TH = Tailandia; TW = Taipei chino; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica.

<sup>1</sup> Dólares estadounidenses por unidad de moneda local; un aumento indica la apreciación frente al dólar estadounidense. <sup>2</sup> Países con cocientes de exportaciones a China con respecto a su PIB de 2011 superiores al 10%. <sup>3</sup> Países con cocientes de exportaciones a China con respecto a su PIB de 2011 inferiores al 10%. <sup>4</sup> En términos de dólares estadounidenses, desde finales de agosto hasta comienzos de diciembre de 2012.

Fuentes: Datastream; FMI, *Direction of Trade Statistics, Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg.

Sin embargo, no se dispararon todos los riesgos económicos a corto plazo, esencialmente en Estados Unidos, cuyo Gobierno siguió comprometido con reducir su déficit presupuestario en aproximadamente el 4% de su PIB desde comienzos de 2013, lo que en opinión de la mayoría de los economistas, abocaría a la economía estadounidense a la recesión. La incertidumbre sobre si se mitigaría esta rémora fiscal —y, en su caso, de qué manera— lastró las cotizaciones de determinados valores. Concretamente, las acciones con elevados dividendos y las de empresas del sector de defensa rindieron por debajo del conjunto del mercado estadounidense, debido a su especial vulnerabilidad frente a subidas de impuestos sobre las plusvalías y al recorte del gasto, respectivamente (Gráfico 10, panel izquierdo). La incertidumbre fiscal también animó a las empresas estadounidenses a decantarse por activos de mayor liquidez como depósitos bancarios y títulos negociables (Gráfico 10, panel central), lo cual añadió presión a la baja sobre los rendimientos de dichos activos. Sin embargo, entre comienzos de septiembre y finales de noviembre, esta incertidumbre a corto plazo apenas imprimió efectos sobre las sendas que seguirían las tasas de interés estadounidenses a medio plazo implícitas en los precios de los derivados (Gráfico 10, panel derecho). Esto sugiere que los inversores mantenían la confianza en que el Gobierno terminaría reduciendo la trayectoria de su deuda.



<sup>1</sup> Índice de las 50 empresas más rentables por dividendos. <sup>2</sup> Promedio de las carteras de efectivo y de títulos negociables de las empresas. <sup>3</sup> Las proyecciones centrales (líneas continuas) corresponden a precios a plazo, mientras que las proyecciones superior e inferior (líneas discontinuas), que abarcan en torno al 70% de todas las posibilidades de tasas de interés, se obtienen de volatilidades de las opciones sobre *swaps*.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

## Conclusión

Durante el periodo comprendido entre comienzos de septiembre y de diciembre, los precios de los activos aumentaron en general animados por la mayor relajación de las políticas monetarias y la percepción de que habían arriesgado importantes riesgos a la baja a corto plazo. No obstante, persisten significativos riesgos a más largo plazo para las futuras valoraciones de los activos, como los relativos a la crisis de la zona del euro, la política presupuestaria de Estados Unidos y las anémicas perspectivas de crecimiento económico mundial. No obstante, la volatilidad implícita en el precio de las acciones, incluidos los títulos con vencimientos más largos, cayó hasta niveles cercanos a sus mínimos históricos de mediados de la década de 2000. Análogamente, los precios de ciertos activos comenzaron a mostrar valoraciones elevadas —en términos históricos— en relación con sus indicadores de riesgo. Por ejemplo, los diferenciales de deuda empresarial mundial de alta rentabilidad se estrecharon hasta niveles similares a los de finales de 2007, si bien su tasa de impago actual —en torno al 3%— contrasta con la de entonces —del 1%—. Lo mismo sucedió con los diferenciales de deuda empresarial con grado de inversión, si bien esta presentaba tasas de impago ligeramente superiores al 1% y en torno al 0,5%, respectivamente. De hecho, numerosos inversores en deuda afirmaron sentirse menos compensados por asumir riesgos con respecto al pasado, si bien apenas tenían alternativas ante la cercanía a cero de la rentabilidad de los depósitos bancarios y el declive de la oferta de otras inversiones de bajo riesgo.