

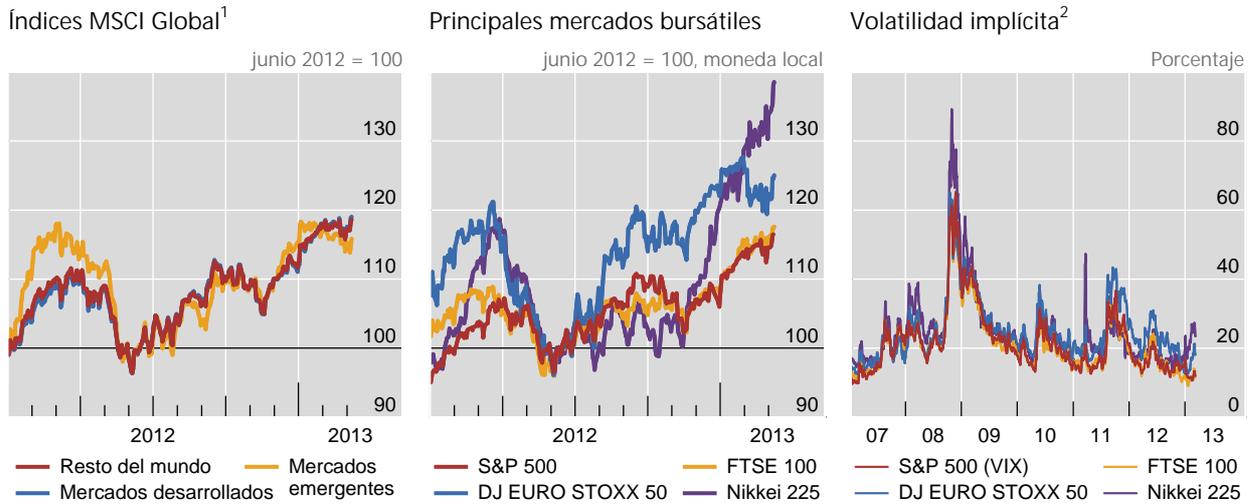
## Los mercados crecen confiando en el mantenimiento del apoyo<sup>1</sup>

Durante los últimos meses, las amplias políticas de apoyo han infundido una renovada sensación de optimismo en los mercados financieros. La persistente debilidad de los fundamentos económicos prolongó el tono acomodaticio en forma de relajación monetaria y de moderación del ritmo de consolidación fiscal a corto plazo. Como resultado, la percepción de menores riesgos a la baja estimuló los mercados financieros y llevó a los inversores hacia clases de activos de mayor riesgo. Los flujos hacia activos refugio disminuyeron conforme los fondos fluían hacia la renta variable y los instrumentos de deuda de alta rentabilidad, incluidos los activos de mercados emergentes y de la periferia de la zona del euro. Esta evolución alentó una renovada sensación de optimismo en los mercados financieros, que los resultados económicos aún tienen que corroborar.

## Recuperación de los mercados financieros previa a la de los fundamentos económicos

Tras iniciarse el nuevo año, los activos continuaron ganando valor, como en meses anteriores. El índice bursátil mundial ha subido un 5% desde principios de enero y un 23% desde el mínimo registrado en junio de 2012, cuando seguía acuciando la crisis de la zona del euro y parecía titubear el crecimiento mundial (Gráfico 1, panel izquierdo). La tendencia de los principales mercados bursátiles había cobrado impulso en noviembre, alentando un repunte en enero (Gráfico 1, panel central). Durante todo este periodo, la volatilidad disminuyó gradualmente en la mayoría de los principales mercados bursátiles, llegando incluso a alcanzar su nivel más bajo desde mayo de 2007 (Gráfico 1, panel derecho), un hecho indicativo de que los participantes en los mercados consideraban que en el futuro sería menos probable observar movimientos bruscos en los mercados.

<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 Goetz von Peter ([goetz.von.peter@bis.org](mailto:goetz.von.peter@bis.org)). Las cuestiones sobre datos y gráficos deben dirigirse a Agne Subelyte ([agne.subelyte@bis.org](mailto:agne.subelyte@bis.org)).

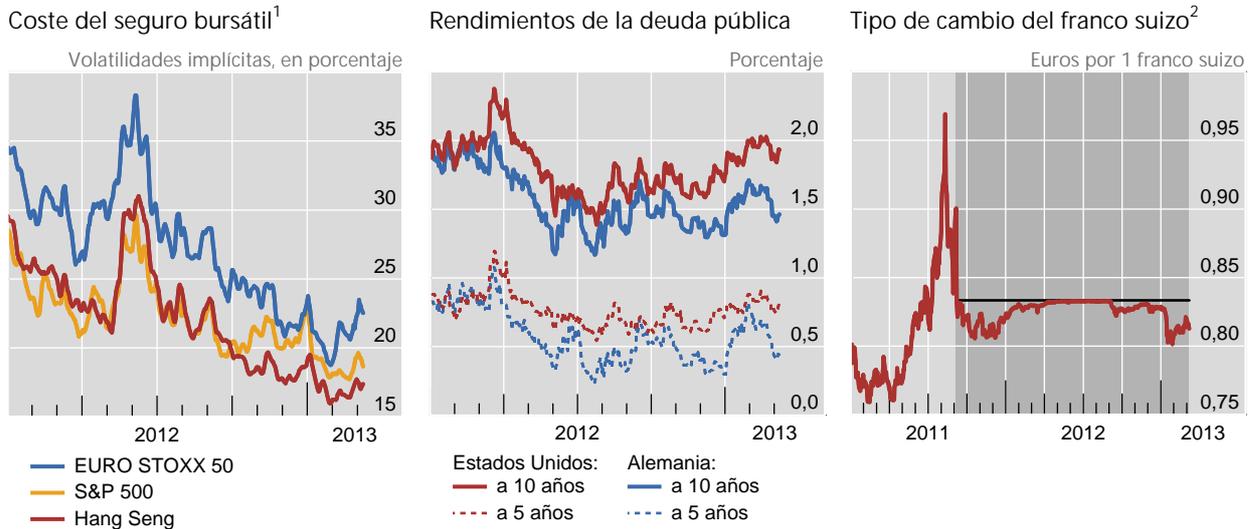


<sup>1</sup> Índices bursátiles ponderados por el capital flotante, en dólares estadounidenses. <sup>2</sup> Medias móviles de cinco días.

Fuente: Bloomberg.

Al limitar la percepción de riesgos a la baja, el tono acomodaticio de la política económica desempeñó un papel fundamental en esta evolución. Los *risk reversals*, una medida del riesgo extremo poco probable basada en opciones, disminuyeron sustancialmente en respuesta a los anuncios de los bancos centrales (véase recuadro). Además, el coste de los seguros que protegen frente a una caída de los

Seguros bursátiles y activos refugio



<sup>1</sup> Primas por asegurarse frente a una caída del índice bursátil del 10% o más, en relación con los precios a plazo de tres meses, expresadas como las volatilidades implícitas asociadas con tales primas mediante la fórmula Black-Scholes de valoración de opciones. A mayores volatilidades implícitas, mayores primas. <sup>2</sup> La línea horizontal representa el valor máximo del franco suizo en términos de euros (1/1,2=0,83) que el Banco Nacional de Suiza hace cumplir desde el 6 de septiembre de 2011 (representado por el área sombreada) mediante la intervención en el mercado de divisas.

Fuentes: Bloomberg; Datastream.

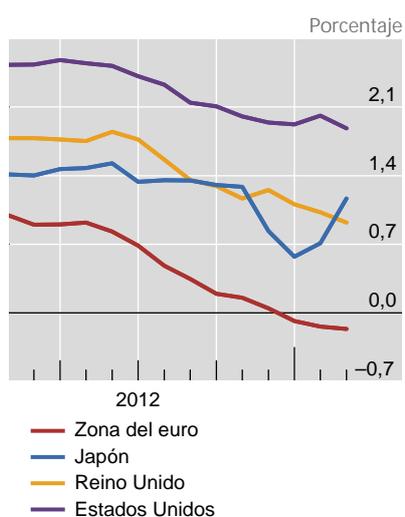
mercados bursátiles, registró las reducciones más acusadas en julio y septiembre de 2012 en respuesta a anuncios clave del BCE, y nuevamente a comienzos de enero tras el pacto del «abismo fiscal» estadounidense (Gráfico 2, panel izquierdo). La mitigación de los riesgos a la baja también se reflejó en los mercados de deuda y de divisas. Los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense y de la deuda pública alemana, habitualmente considerados como activos refugio en periodos de elevada incertidumbre, aumentaron en enero sin una subida proporcional de las expectativas de inflación (Gráfico 2, panel central). Del mismo modo, la preferencia por el franco suizo como alternativa al euro se debilitó por vez primera desde 2011. El tipo de cambio entre estas dos monedas vecinas se alejó del tope máximo de 1,2 CHF respecto al euro fijado por el Banco Nacional de Suiza (Gráfico 2, panel derecho).

Los mercados financieros se recuperaron pese a que los datos de crecimiento revelaban la persistente debilidad macroeconómica de las economías avanzadas. El Reino Unido y la zona del euro sufrieron una contracción en 2012, mientras Estados Unidos registraba un lánguido crecimiento. De hecho, el PIB del conjunto de la OCDE se contrajo en el cuarto trimestre, tras finalizar Alemania y Francia el año en cifras negativas. Se preveía que las economías del sur de Europa, que están entrando en su cuarto año de recesión o casi recesión, siguieran contrayéndose en 2013. En contraste con la mejora de la situación en los mercados financieros desde mediados de 2012, las tasas de crecimiento trimestral de numerosos países fueron reduciéndose gradualmente, al igual que las previsiones de crecimiento para 2013 (Gráfico 3, panel izquierdo). Una reciente excepción a esta tendencia ha sido Japón, donde la anticipación de políticas expansivas ha alentado las expectativas de crecimiento. La evolución prevista de los beneficios empresariales transmite una similar impresión. En el transcurso de 2012, las previsiones de beneficios por acción registraron sucesivas revisiones a la baja en Estados Unidos y débiles revisiones al

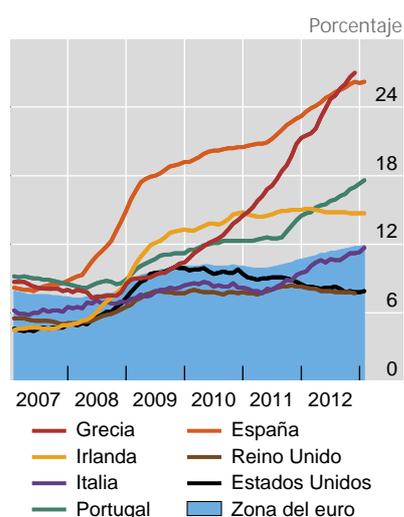
## Fundamentos y deuda pública

Gráfico 3

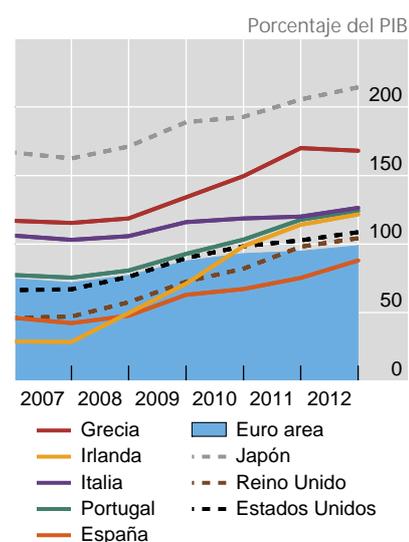
Previsiones de crecimiento del PIB real en 2013<sup>1</sup>



Desempleo



Cocientes de deuda pública<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Previsiones de consenso procedentes de la encuesta de cada mes. <sup>2</sup> Pasivos financieros brutos de los gobiernos generales.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE; © Consensus Economics; datos nacionales.

alza en la zona del euro<sup>2</sup>. Esto sugiere que la mejora de los fundamentos económicos no ha sido el principal factor subyacente a la reciente recuperación de los mercados.

El renovado optimismo de los mercados financieros en los últimos meses se cimentó en el persistente tono acomodaticio de la política económica, reforzado por algunas sorpresas positivas ofrecidas por los datos. El índice de sorpresa de Citibank mostró que, en promedio, las cifras publicadas comenzaron a superar las expectativas en septiembre, mientras que en Europa sólo a partir de enero. Las expectativas de crecimiento mundial también mejoraron tras la publicación de datos comerciales e índices de directores de compras (PMI), que sorprendieron positivamente. Aun así, los datos PMI de muchas economías avanzadas reflejaron un entorno contractivo con cifras inferiores al nivel neutral de 50, con la excepción del PMI estadounidense que insinuaba una modesta expansión. En comparación, los mercados emergentes mostraron un crecimiento más robusto, con elevadas previsiones de consenso del 3,5% para América Latina, del 2,7% para Europa oriental y del 4,8% para Asia, donde China evitó la muy temida desaceleración.

La debilidad económica subyacente de las economías avanzadas se añadió a las tensiones fiscales y generó nuevas rebajas de calificación crediticia. Una agencia retiró la calificación AAA a la deuda pública británica aduciendo que el entorno de lánguido crecimiento representaba un creciente desafío a los esfuerzos de consolidación fiscal del gobierno. Esta decisión dejó a Canadá y Alemania como los únicos países del G-8 con la máxima calificación otorgada por las tres principales agencias calificadoras. Al igual que con la rebaja de la calificación de Francia en noviembre, la decisión se anticipó y la reacción del mercado fue modesta. Simultáneamente, la situación económica continuó presionando sobre las finanzas públicas, tanto por el lado de los ingresos como del gasto. Aunque el desempleo oficial había retrocedido en Estados Unidos, el Reino Unido e Irlanda, la tasa de paro continuó aumentando en muchas otras economías avanzadas (Gráfico 3, panel central). En España y Grecia, el desempleo superó el 25% (50% en el grupo de jóvenes de hasta 24 años), ilustrando la profundidad de sus recesiones. Al crecer el PIB más lentamente que la deuda pública en numerosos países, las cargas de sus deudas públicas siguieron aumentando pese a los esfuerzos de consolidación fiscal (Gráfico 3, panel derecho). Dicho esto, la carga de la deuda griega se benefició de quitas previas y de un programa de recompra de deuda en diciembre, resultando en una rara mejora de su calificación crediticia.

## La debilidad macroeconómica conlleva una mayor relajación

Los participantes en los mercados reaccionaron con creciente optimismo al conjunto de medidas de políticas adoptadas para apoyar la frágil recuperación económica. En la vertiente fiscal, se aplazaron o relajaron una serie de medidas de consolidación a corto plazo. Los legisladores estadounidenses evitaron el abismo fiscal a finales de diciembre que había amenazado con inducir una recesión

<sup>2</sup> Estas observaciones se basaron en las previsiones de beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice MSCI EMU y en el índice compuesto S&P 500, disponibles en I/B/E/S.

en 2013. La combinación de subidas impositivas y recortes del gasto equivalentes a del 5% del PIB dio paso a una reducción más moderada del déficit mediante recortes presupuestarios automáticos «prefijados», que resultarán en un menor gasto por importe de 42 000 millones de dólares hasta septiembre de 2013, según estimaciones de la Oficina Presupuestaria del Congreso. Esta medida estimuló los mercados bursátiles a comienzos de enero, al igual que la suspensión temporal del límite legal de deuda pública en fechas posteriores del mismo mes. También en enero, el nuevo gobierno japonés tradujo sus promesas de campaña en un paquete de estímulo de 10 billones de yenes para promover el crecimiento y sortear la deflación, y los mercados repuntaron con escasa preocupación por la carga de la deuda de Japón. El presupuesto suplementario de la administración, de 13 billones de yenes, que incluía el paquete de estímulo, se financió básicamente con deuda, ya que un 51% del gasto adicional carecía del respaldo de una previsión de ingresos impositivos.

En Europa, la relajación gradual de los mercados financieros hizo que la consolidación fiscal fuera menos urgente. Al compromiso de julio de 2012 de que «el BCE está preparado para hacer todo lo necesario a fin de preservar el euro» le siguió el anuncio de una red de seguridad (OMT) que permite la compra ilimitada de deuda soberana cuando un país miembro se acoge a un programa de ajuste macroeconómico. Conforme los inversores retornaban a activos de la zona del euro y deshacían posiciones cortas, los precios de los activos reflejaron crecientemente la opinión de que el compromiso del BCE había eliminado el riesgo de la posible salida de un país miembro y de una redenominación monetaria. Además, las escasas perspectivas de crecimiento de la zona del euro llevaron a las autoridades a conceder más tiempo a varios países para cumplir sus objetivos de déficit. La modulación del endurecimiento fiscal, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos y Japón, contribuyó a estimular los mercados bursátiles. En otras partes importantes de la economía mundial también se observó un crecimiento apoyado en la política económica; para evitar el riesgo de un aterrizaje brusco en China, las autoridades aumentaron la inversión en infraestructuras, al tiempo que promovían los préstamos bancarios y la financiación no bancaria.

Los participantes en los mercados también reaccionaron positivamente a la reciente evolución en materia reguladora. El 7 de enero, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publicó la revisión del coeficiente de cobertura de liquidez (LCR), que será aplicado de forma más gradual, con supuestos más laxos sobre tasas de cancelación y una definición más amplia de activos líquidos (que ahora incluye títulos respaldados por hipotecas (MBS), deuda corporativa y acciones admisibles)<sup>3</sup>. La reacción del mercado incluyó ganancias en los mercados bursátiles y una compresión de los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS), particularmente de bancos con menores coeficientes de liquidez. En el Reino Unido, la Autoridad de Servicios Financieros ofreció garantías de flexibilidad reguladora con el fin de propiciar el crédito bancario. Entretanto, el gobierno británico procedió con planes para delimitar el perímetro de los grupos bancarios del país, al tiempo que rechazaba algunas de las recomendaciones más exigentes del Informe Vickers. En la misma línea, un comisario europeo señaló que cualquier aplicación de la propuesta Liikanen para separar las actividades de negociación de

<sup>3</sup> De forma separada, se redujeron los requerimientos previstos de aportación de márgenes de garantía en el caso de derivados no liquidados centralmente con el fin de moderar el impacto sobre la liquidez de los participantes en el mercado.

las actividades de captación de depósitos debería evitar penalizar a los prestamistas que estaban apoyando a la economía, al tiempo que surgían dos propuestas alternativas en Francia y Alemania. Los analistas del mercado consideraron que estas modificaciones regulatoras contribuirían a suavizar algunos de los problemas a corto plazo con impacto en las perspectivas de beneficios de los bancos.

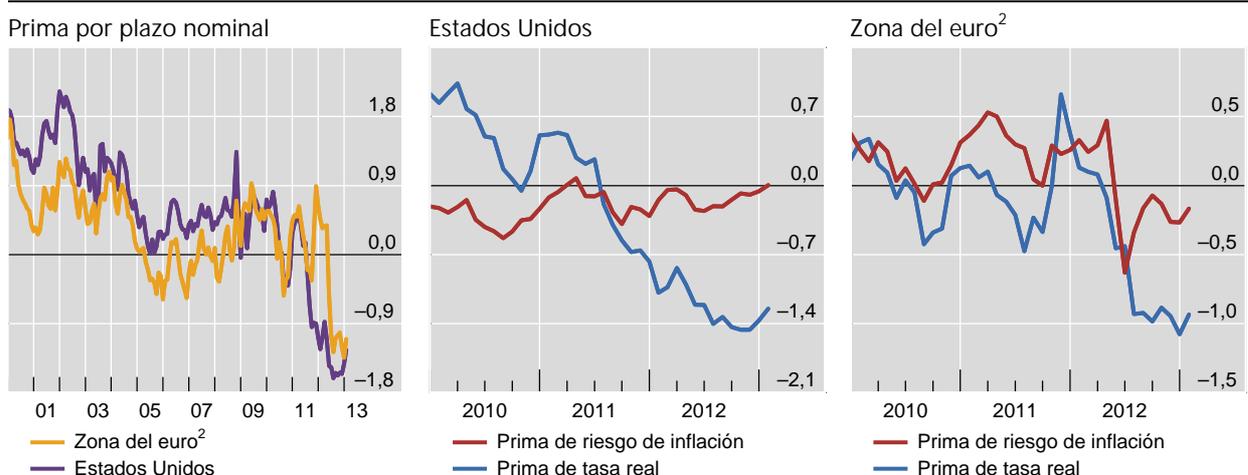
En la vertiente monetaria, los bancos centrales de las cinco principales monedas de reserva mantuvieron políticas expansivas, incluido el mantenimiento de tasas oficiales nominales a un nivel cero o cercano a cero. El Banco de Inglaterra optó por permitir que la inflación sobrepasara el objetivo en el corto plazo. En diciembre, la Reserva Federal decidió mantener la tasa de los fondos federales por debajo del 0,25% al menos mientras el desempleo permanezca por encima del 6,5%, siempre que las expectativas de inflación se mantengan bien ancladas. La determinación de Japón de estimular el crecimiento y acabar con la deflación ha generado expectativas de que el Banco de Japón volverá a instrumentar una política de relajación cuantitativa en pos de un objetivo de inflación más elevado del 2%.

En este lánguido entorno macroeconómico, los principales mercados de deuda pública aún siguieron beneficiándose de una demanda sostenida de títulos de alta calidad. La persistente relajación monetaria transmitió en los mercados la percepción de que el endurecimiento monetario continuaba siendo una perspectiva remota. Un análisis de los rendimientos nominales de los títulos del Tesoro estadounidense muestra que la prima por plazo, que compensa a los inversores por los riesgos de inflación y las fluctuaciones de las tasas reales, se tornó negativa en 2011 y continuó disminuyendo a lo largo de 2012; en la zona del euro, la prima por plazo pasó a ser negativa a mediados de 2012. En ambos mercados, la prima descendió a niveles mínimos históricos desde al menos 2000 (Gráfico 4, panel izquierdo). Una descomposición adicional de la propia prima por plazo identifica la caída de la parte real (y no de la inflación) como el principal factor del descenso de

## Primas de riesgo de la deuda pública<sup>1</sup>

En porcentaje

Gráfico 4



<sup>1</sup> Descomposición basada en un modelo conjunto macroeconómico y de estructura temporal. Véanse P Hördahl, O Tristani y D Vestin, «A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics», *Journal of Econometrics*, vol. 1.36, 2006, pp. 405–44; y P Hördahl y O Tristani, «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», *BIS Working Papers*, n° 228, mayo de 2007. <sup>2</sup> En el caso de la zona del euro, se han utilizado los rendimientos cupón cero de la deuda nominal y de la deuda ligada al IPCA de la zona del euro emitida por el Tesoro francés.

Fuentes: Bloomberg; © Consensus Economics; datos nacionales; cálculos del BPI.

la prima por plazo (Gráfico 4, paneles central y derecho). Aunque la política monetaria expansiva comprimió la prima de la tasa real, el repliegue hacia activos de mayor calidad impulsó la prima por plazo en su conjunto hacia territorio negativo.

Los principales bancos centrales siguieron aplicando políticas de relajación cuantitativa. La Reserva Federal continuó comprando MBS de agencias y valores del Tesoro a largo plazo a un ritmo de 85 000 millones de dólares al mes, mientras que el Banco de Inglaterra complementaba sus compras de activos con un programa de estimulación del préstamo bancario para familias y empresas<sup>4</sup>. Entre julio de 2007 y febrero de 2013, los balances de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra crecieron un 254% y un 394%, respectivamente, frente al 130% del Eurosistema. Tras la inyección, hace un año, de más de 1 billón de euros en financiación directa a los bancos de la zona del euro, el BCE ha observado hasta ahora la devolución anticipada de 224 000 millones de euros procedentes de sus OFPML. Con esta devolución, el BCE es el único banco central importante con un balance en retroceso, ya que ha seguido sin utilizarse la red de seguridad de las OMT. El balance del Banco Nacional de Suiza también se ha estabilizado, una vez que sus esfuerzos por frenar el valor del franco frente al euro elevaron su tamaño por encima de 500 000 millones de francos suizos, o un 83% del PIB.

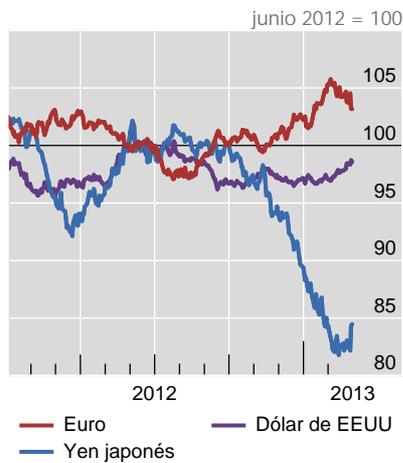
## Remite la preocupación sobre la zona del euro

La preocupación por los riesgos extremos dio paso al optimismo conforme los mercados financieros mundiales se beneficiaban de los estímulos de política. La reducción de los riesgos a la baja en la zona del euro apreció considerablemente el euro en enero (Gráfico 5, panel izquierdo). Esta apreciación fue acompañada del cierre de posiciones cortas en el euro (Gráfico 5, panel central). Tras estos movimientos, los inversores consideraron menos probable una futura depreciación, tanto a corto como a medio plazo. No obstante, el *risk reversal* a un mes volvió a repuntar tras los recientes resultados de las elecciones italianas (Gráfico 5, panel derecho).

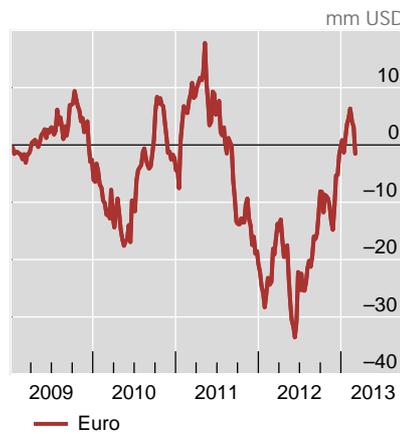
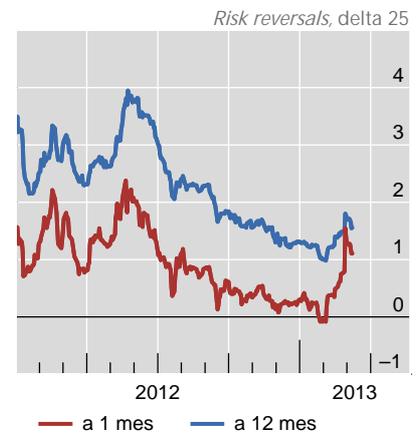
Los participantes en el mercado consideraron la facilidad OMT del BCE como la medida más importante adoptada para mitigar los riesgos a la baja. Con el cambio del clima de confianza del mercado en septiembre y su posterior mejora a comienzos de 2013, la crisis de la deuda de la zona del euro pasó a lastrar menos los mercados financieros que en cualquier otro momento desde 2010. Durante este periodo, los rendimientos de la deuda de soberanos de la zona del euro con problemas se redujeron en todos los plazos de vencimiento (Gráfico 6, panel izquierdo). Los diferenciales sobre los *bunds* alemanes cayeron a la mitad desde sus niveles de junio de 2012 (y casi dos tercios en Irlanda y Portugal), situándose en un intervalo comprendido entre el 2,2% y el 4,3% en el caso de vencimientos a cinco años. Conforme caían las primas de riesgo, la curva de diferenciales de rendimiento volvió a presentar una pendiente positiva (Gráfico 6, panel central). Durante gran parte de 2011–12, los diferenciales de los CDS habían sido anormalmente elevados

<sup>4</sup> El artículo monográfico de Hofmann y Zhu en este Informe Trimestral examina el impacto de los programas estadounidense y británico de compras de activos sobre las expectativas de inflación.

TCEN de G-3



Posiciones netas no comerciales, datos de la CFTC

 $Risk\ reversals^2$  – dólar/euro

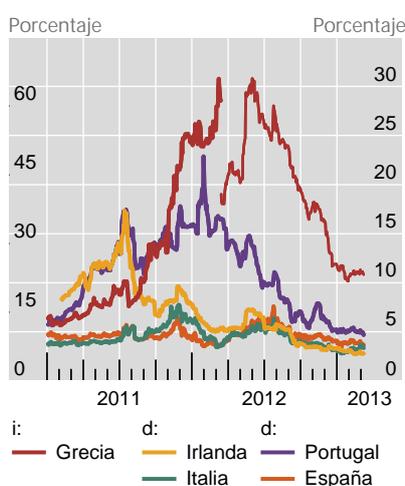
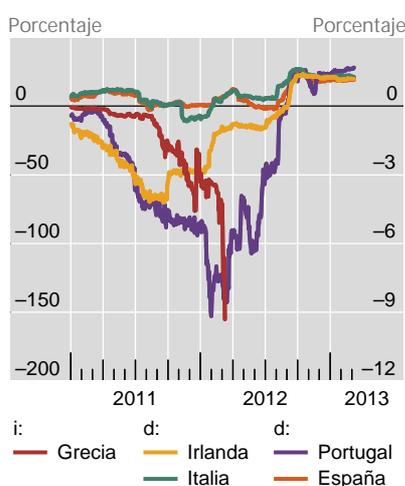
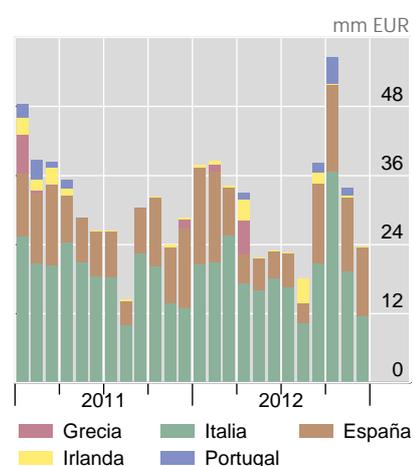
<sup>1</sup> Promedio geométrico ponderado de 60 tipos de cambio nominales bilaterales, con ponderaciones basadas en los flujos comerciales del periodo 2008–2010. <sup>2</sup> Los *risk reversals* son una medida de la asimetría de la demanda para opciones *out-of-the-money* a precios de ejercicio altos comparada con la de opciones a precios de ejercicio bajos, y puede interpretarse como la opinión del mercado sobre la dirección más probable del movimiento del precio al contado en la próxima fecha de vencimiento. Se define como la volatilidad implícita en las opciones de compra menos la volatilidad implícita en las opciones de venta de la moneda de referencia con la misma delta. Un aumento indica que los participantes en el mercado están dispuestos a pagar más por protegerse frente a una apreciación del dólar estadounidense.

Fuentes: Bloomberg; US Commodity Futures Trading Commission (CFTC); cálculos del BPI.

en el extremo más corto de la gama de vencimientos, indicando que los participantes en el mercado contemplaban la inminencia de un evento de crédito.

Conforme los participantes en los mercados retornaban gradualmente a los activos de la zona del euro, los soberanos de la periferia pudieron emitir deuda con mejores condiciones. Las subastas de deuda española e italiana encontraron una sólida demanda pese al recrudescimiento de sus recesiones y a la incertidumbre política. Como señal de que, en última instancia, la consolidación fiscal mejoraba el acceso a los mercados de deuda, Irlanda y Portugal retornaron al mercado internacional de deuda con importantes emisiones (Gráfico 6, panel derecho). Este retorno se consideró un importante paso en la obtención de financiación fuera de sus programas oficiales. Igualmente, algunas de las mayores instituciones financieras con sede en la periferia de la zona del euro recobraron el acceso a los mercados de financiación mayorista.

Esta dinámica de los mercados se interrumpió brevemente a finales de febrero ante el temor de que los resultados de las elecciones italianas pudieran desbaratar la agenda reformista. El 26 de febrero, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro cayeron un 3%, lideradas por el índice de Milán que cedió un 5%. Los rendimientos de la deuda pública italiana aumentaron más de 40 puntos básicos, mientras los diferenciales de los CDS subían unos 50 puntos básicos. El 6 de marzo, únicamente la mitad de la ampliación de los diferenciales se había consolidado, una vez que los mercados se calmaron ante las garantías de los funcionarios del BCE y de la Reserva Federal de que los bancos centrales continuaban comprometidos con una política

Rendimientos de la deuda pública a cinco años<sup>1</sup>Pendiente de la curva de diferenciales de rendimiento<sup>2</sup>Títulos de deuda<sup>3</sup>

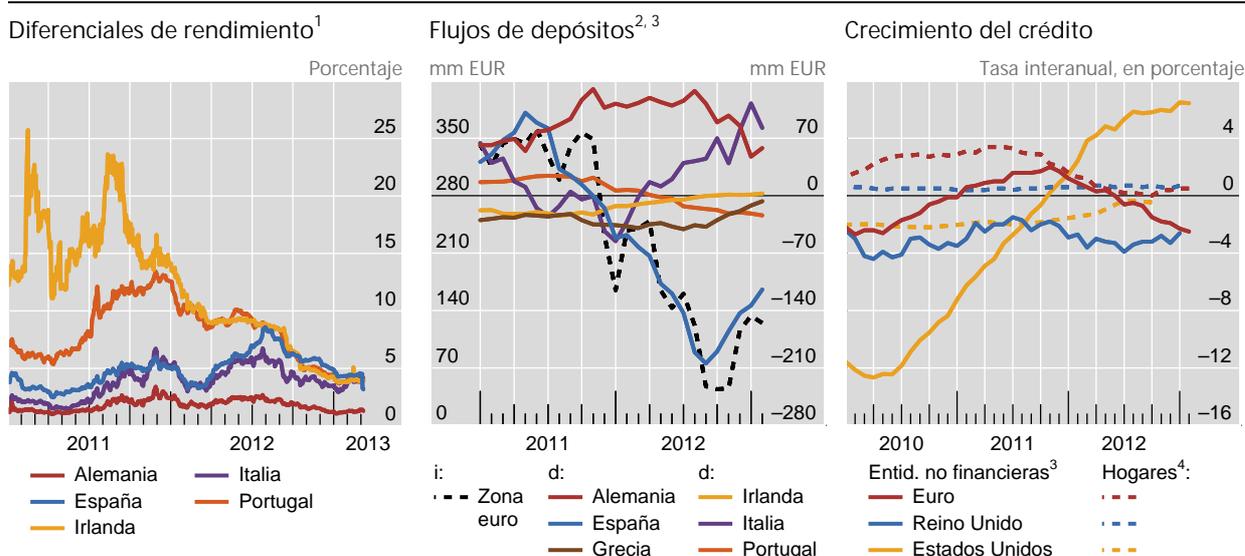
<sup>1</sup> En el caso de Grecia, el panel pasa a recoger la deuda a 10 años a partir del 13 de marzo de 2012. <sup>2</sup> Diferencia entre los diferenciales de CDS a 10 años y a dos años. Los eventos de crédito especificados en las cláusulas contractuales de los CDS incluyen incumplimientos de los pagos programados y reestructuraciones involuntarias de la deuda. La cotización de los CDS de la deuda griega cesó con la reestructuración de esa deuda en marzo de 2012. <sup>3</sup> Emisión bruta de títulos de deuda denominados en euros con plazo de vencimiento original de un año o superior por parte de la administración central.

Fuentes: BCE; Bloomberg; Markit.

acomodaticia<sup>5</sup>. El repunte también vino propiciado por la escalada del Dow Jones hasta su máximo histórico el 5 de marzo, conforme los mercados estadounidenses ignoraban las preocupaciones fiscales para centrarse en los nuevos indicios de recuperación.

Los acontecimientos acaecidos desde el pasado julio estimularon los mercados financieros en general, mejorando también la situación de los bancos de la zona del euro. La interacción entre la crisis de la deuda soberana y los problemas bancarios comenzó a operar a la inversa, de forma que la mayor fortaleza de los soberanos se traducía en bancos más sólidos. Además, se adoptaron importantes medidas para reforzar el sistema bancario, especialmente la recapitalización de los bancos españoles, por importe de 40 000 millones de euros, financiada por el Mecanismo Europeo de Estabilidad. Como resultado, los diferenciales de los CDS de los bancos de la zona del euro han caído sustancialmente en los últimos seis meses, en paralelo al descenso de los diferenciales soberanos (Gráfico 7, panel izquierdo). Las cotizaciones bursátiles de los bancos han mostrado una evolución sistemáticamente mejor que la del índice general en los últimos meses: desde junio de 2012, el subíndice bancario europeo ha subido un 46%, el doble que el índice general. Durante este periodo, también ha mejorado la financiación vía depósitos y empezaron a revertir las anteriores salidas de fondos de bancos españoles y griegos (Gráfico 7, panel central). Esta evolución se reflejó en una caída de los diferenciales de los *swaps* euro/dólar y Libor-OIS en las principales monedas. La mejora de las condiciones de financiación bancaria permitió a cientos de bancos de la zona del

<sup>5</sup> Los mercados mostraron una reacción contraria, con un retroceso del S&P 500 de casi el 1,5%, cuando la publicación, el 20 de febrero, de las actas del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal sugirió una posible reformulación del ritmo de compras de activos.



<sup>1</sup> Diferenciales de los CDS a cinco años más recientes; promedio simple de una muestra de instituciones financieras nacionales. <sup>2</sup> Flujos de entrada acumulados de depósitos de hogares y sociedades privadas no financieras durante los 12 meses anteriores. <sup>3</sup> En la zona del euro, préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) a sociedades no financieras. En el Reino Unido, préstamos en libras esterlinas a sociedades privadas no financieras concedidos por IFM y prestamistas especializados en crédito hipotecario residentes en el país, excluidos los efectos de titulaciones y transferencias de préstamos. En Estados Unidos, préstamos para actividades comerciales e industriales y créditos al sector inmobiliario de uso comercial concedidos por bancos comerciales en el país. <sup>4</sup> En la zona del euro, préstamos de las IFM a los hogares. En el Reino Unido, préstamos en libras esterlinas a personas físicas concedidos por IFM y prestamistas especializados en crédito hipotecario residentes en el país, excluidos los efectos de titulaciones y transferencias de préstamos. En Estados Unidos, préstamos y empréstitos, excluido el crédito comercial, concedidos por todos los acreedores.

Fuentes: BCE; Banco de Inglaterra; Reserva Federal; datos nacionales.

euro reintegrar al BCE en enero una cifra de 137 000 millones de euros, superior a la prevista, de los fondos inyectados mediante OFPML. La devolución de 61 000 millones de euros en febrero, aun cuando esta vez sólo representaba la mitad de la previsión mediana del mercado, no suscitó una reacción significativa en los mercados. Los reintegros acumulados de fondos redujeron el préstamo neto del BCE a los bancos hasta 596 000 millones de euros.

Está por ver si la mejora de la situación de los bancos se traduce en una mayor oferta de crédito que apoye una recuperación económica definitiva. Pese a la mejora de sus condiciones de financiación, los bancos notificaron un endurecimiento neto de sus criterios de concesión de crédito. Las perspectivas de beneficios continúan limitadas por diversos factores, que van desde la debilidad de la economía hasta problemas de reestructuración y litigación. Además, por el lado de la demanda, numerosos hogares han tratado aún de amortizar deuda, mientras las empresas acudían en mayor medida al mercado a captar fondos para reducir su dependencia de los bancos. Esta evolución explica un crecimiento del crédito relativamente débil (Gráfico 7, panel derecho)<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Por idénticos motivos, las medidas diseñadas para incentivar el crédito bancario, como el Programa de Financiación para Préstamos del Banco de Inglaterra, experimentaron un lento despegue con resultados dispares.

## Elevado apetito por el riesgo y cuantiosos flujos de capital entre clases de activos

Conforme remitían los riesgos extremos, aumentó la predisposición a asumir riesgos de los participantes en los mercados. Esto alentó en general los precios de las acciones, y en particular las de los sectores cíclicos más sensibles al riesgo, prolongando una tendencia iniciada en noviembre de 2012 (Gráfico 8, panel izquierdo). En los mercados de deuda, los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad se estrecharon hasta niveles inéditos desde el inicio de la crisis de la deuda en la zona del euro (Gráfico 8, panel central). Los rendimientos de la deuda corporativa cayeron en general, acentuando el relativo atractivo de la inversión en los mercados bursátiles. Por ejemplo, los rendimientos de la deuda con grado de inversión de menor calificación crediticia (BBB-BB) pasaron a ser casi comparables al rendimiento por dividendo de las acciones que retribuyen con altos dividendos (Gráfico 8, panel derecho).

En este contexto, los flujos de capital se desplazaron hacia clases de activos de mayor riesgo. En 2012, los mayores flujos de entrada se registraron en fondos invertidos en deuda corporativa de los mercados desarrollados, si bien los inversores fueron desplazándose progresivamente hacia categorías de activos de mayor riesgo. Los flujos de entrada en fondos invertidos en renta variable se dispararon a comienzos de 2013 (Gráfico 9, panel izquierdo). También crecieron las entradas de capital en fondos de mercados emergentes, en su mayor parte canalizadas hacia fondos especializados en renta variable (Gráfico 9, panel central). Y dentro de la categoría de fondos invertidos en deuda de mercados emergentes, los inversores procuraron crecientemente colocar sus fondos en bonos

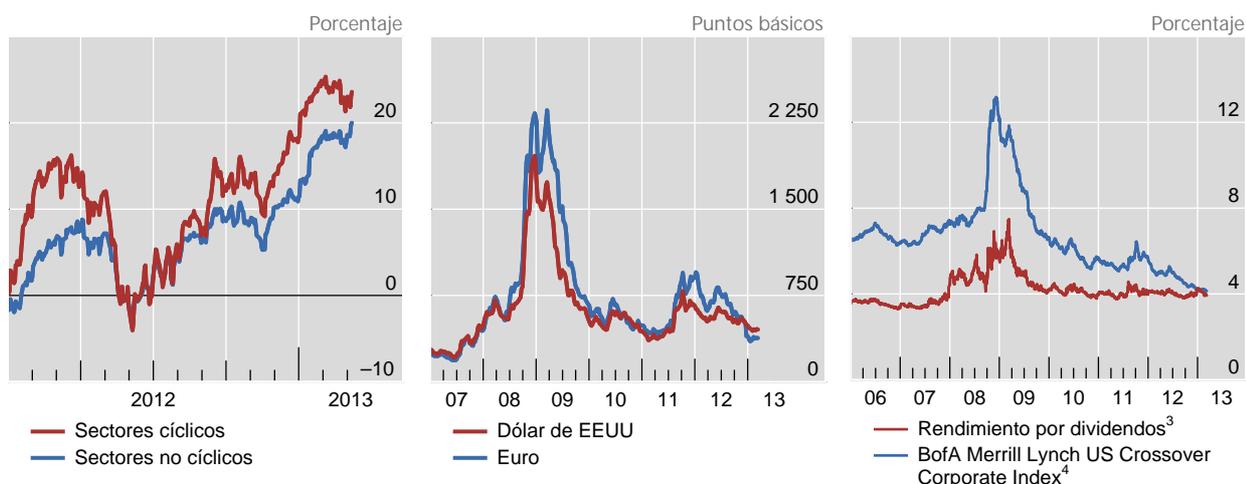
### Precios de los activos

Gráfico 8

Precios de las acciones, por sectores<sup>1</sup>

Diferenciales alta rentabilidad<sup>2</sup>

Rendimientos de la deuda corporativa y de las acciones



<sup>1</sup> Variación acumulada de la capitalización del mercado con respecto al promedio de junio de 2012. Los sectores cíclicos son los de petróleo y gas, materias básicas, industrial y financiero. Los sectores no cíclicos son los de bienes y servicios de consumo, telecomunicaciones y servicios públicos. <sup>2</sup> El índice de rendimientos Bank of America Merrill Lynch de una cesta de bonos corporativos sin grado de inversión. <sup>3</sup> Índice Dow Jones de dividendos de determinadas acciones estadounidenses, rendimiento por dividendos en 12 meses. <sup>4</sup> Rendimiento al vencimiento.

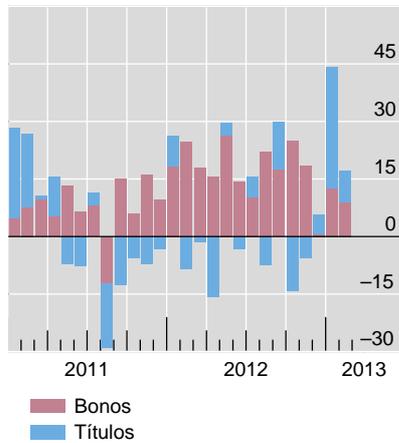
Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream.

## Flujos de cartera<sup>1</sup>

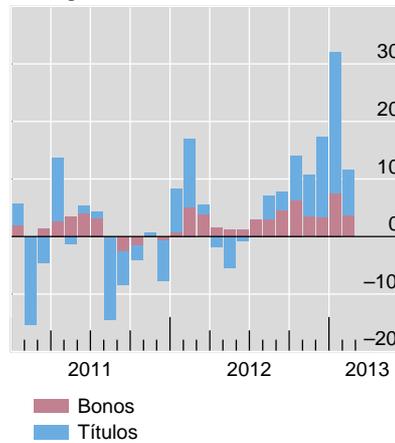
En miles de millones de dólares estadounidenses

Gráfico 9

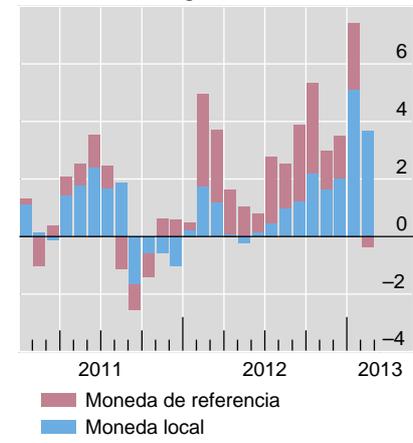
Flujos hacia mercados desarrollados<sup>2</sup>



Flujos hacia fondos de mercados emergentes<sup>3</sup>



Flujos hacia fondos de deuda de mercados emergentes<sup>1</sup>



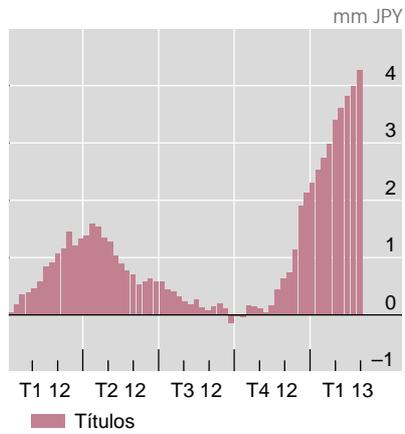
<sup>1</sup> Flujos de cartera netos (ajustados de variaciones del tipo de cambio) hacia fondos especializados en países individuales y hacia fondos para los cuales se dispone de un desglose por país o, al menos, por región. <sup>2</sup> Suma de Australia, Canadá, Estados Unidos, Japón, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suiza y zona del euro. <sup>3</sup> Suma de China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taipei Chino; Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; y Hungría, Polonia, Rusia, República Checa, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: EPFR; cálculos del BPI.

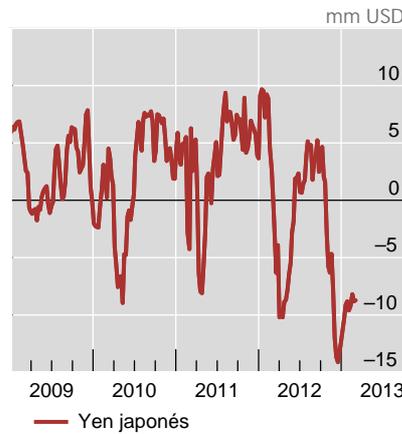
denominados en moneda local, asumiendo el riesgo cambiario de los mercados emergentes (Gráfico 9, panel derecho).

Los flujos internacionales de capital estuvieron también asociados a una depreciación sustancial del yen (Gráfico 5, panel izquierdo). Durante este periodo, los inversores extranjeros estuvieron canalizando flujos de inversión de cartera hacia el mercado bursátil japonés, anticipando mayores beneficios de las empresas niponas, especialmente del sector exportador, tras la sustancial depreciación de la divisa japonesa (Gráfico 10, panel izquierdo). Análogas entradas de capital en renta variable japonesa habían ocurrido durante episodios anteriores de depreciación del yen, como durante el primer trimestre de 2012. Esta vez, el cambio de política en Japón coincidió con un aumento del apetito mundial por el riesgo. Simultáneamente, las operaciones especulativas con derivados creadoras de posiciones cortas en el yen influyeron en su depreciación (Gráfico 10, panel central). A tenor de los indicadores basados en opciones, los participantes en el mercado continuaron esperando una depreciación del yen en el futuro (Gráfico 10, panel derecho).

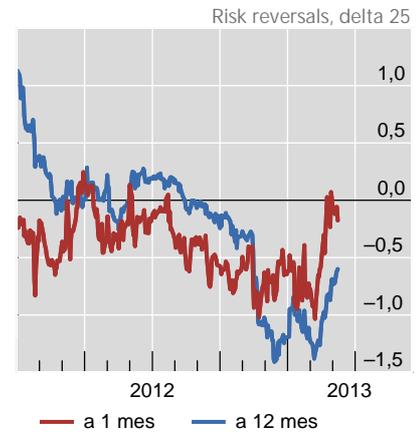
Entradas acumuladas de inversión de cartera en el mercado bursátil



Posiciones netas no comerciales, datos de la CFTC



Risk reversals<sup>1</sup> – yen/dollar



<sup>1</sup> Los *risk reversals* son una medida de la asimetría de la demanda para opciones *out-of-the-money* a precios de ejercicio altos comparada con la de opciones a precios de ejercicio bajos, y puede interpretarse como la opinión del mercado sobre la dirección más probable del movimiento del precio al contado en la próxima fecha de vencimiento. Se define como la volatilidad implícita en las opciones de compra menos la volatilidad implícita en las opciones de venta de la moneda de referencia con la misma delta. Un aumento indica que los participantes en el mercado están dispuestos a pagar más por protegerse frente a una apreciación del yen.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

# Percepciones de riesgos extremos en torno a anuncios de políticas monetarias no convencionales

Masazumi Hattori, Andreas Schrimpf y Vladyslav Sushko

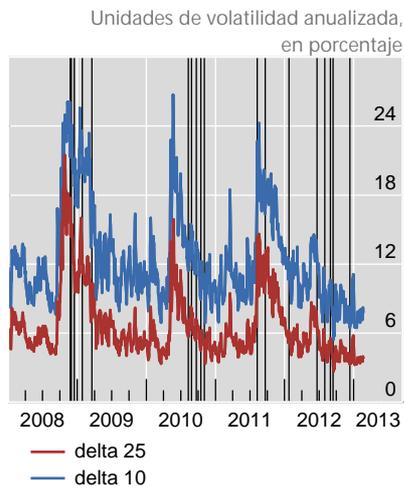
Las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por diversos bancos centrales durante los últimos años parecen haber atenuado —al menos, en parte— algunos de los riesgos a la baja más inmediatos en los mercados financieros y la economía mundial<sup>1</sup>. Sin embargo, cualquier evidencia sobre la existencia de lo que podría denominarse «efectos sobre el riesgo de cola» de este tipo de políticas no ha sido sino anecdótica, en gran medida. En este recuadro presentamos un análisis cuantitativo que sugiere que los anuncios relativos a políticas monetarias no convencionales redujeron significativamente las percepciones de los mercados sobre riesgos extremos. Por tanto, el impacto de este tipo de políticas puede haber sido efectivamente más amplio de lo que sugieren los estudios existentes, centrados en los efectos de la relajación cuantitativa (QE) sobre la curva de rendimientos, los precios de los activos en sentido más amplio y los flujos de cartera.

Estudiamos las percepciones de riesgos a la baja a partir de los precios de las opciones. Nos basamos concretamente en la diferencia entre las volatilidades implícitas en opciones de compra y de venta out-of-the-money (OTM) con los mismos vencimientos y grado del dinero (o delta), medida conocida como *risk reversal*<sup>2</sup>. El precio de ejercicio de una opción OTM dista del precio actual de mercado, por lo que ésta únicamente se ejercerá si la variación del precio es suficientemente amplia durante el periodo de vigencia de la opción. Dado que la rentabilidad de las acciones tiene generalmente un sesgo negativo (son más probables fuertes caídas que fuertes subidas en sus cotizaciones), es más probable que se ejecuten las opciones OTM de venta que las de compra. En consecuencia, es superior el precio de las opciones de venta OTM (y su volatilidad implícita). A esto se añade que si los inversores esperan grandes pérdidas exigirán elevadas primas de riesgo a modo de compensación frente a estos

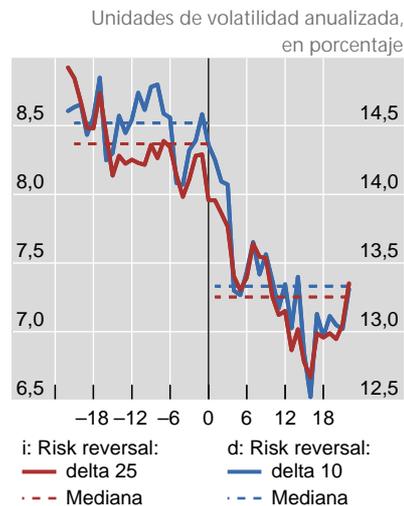
## Anuncios de políticas monetarias no convencionales por la Fed y valoración de los riesgos extremos

Gráfico A

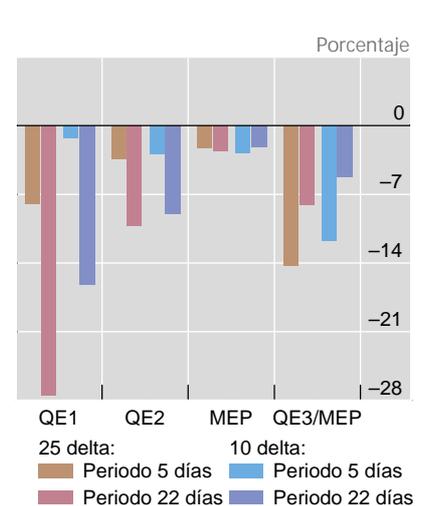
Risk reversals del S&P 500 y anuncios de la Fed<sup>1</sup>



Reacción media en torno a los anuncios de la Fed



Variación relativa a 5 y 22 días durante diferentes fases de política



<sup>1</sup> Las líneas verticales indican anuncios de la Fed sobre compras de activos y orientaciones prospectivas, así como discursos conexos. Las dos primeras fases de las Compras de Activos a Gran Escala de la Fed (QE1 en 2008–09 y QE2 en 2010): 25 de noviembre de 2008, 1 de diciembre de 2008, 16 de diciembre de 2008, 28 de enero de 2009, 18 de marzo de 2009, 10 de agosto de 2010, 27 de agosto de 2010, 15 de octubre de 2010, 15 de octubre de 2010 y 3 de noviembre de 2010; Programa de Ampliación de Vencimientos (MEP, desde septiembre de 2011): 9 de agosto de 2011, 21 de septiembre de 2011, 25 de enero de 2012, 20 de junio de 2012 y 1 de agosto de 2012; y las compras mensuales ilimitadas de valores del Tesoro y activos de agencias respaldados por hipotecas (QE3/MEP, desde septiembre de 2012): 31 de agosto de 2012, 13 de septiembre de 2012 y 12 de diciembre de 2012.

Fuentes: Reserva Federal; Bloomberg; cálculos de los autores.

eventos extremos. Con ello, la diferencia entre ambas volatilidades implícitas se magnifica en episodios de tensión, en los que son especialmente elevados los costes de cobertura frente a los riesgos a la baja (Gráfico A, panel izquierdo). De ahí que los *risk reversals* pueden ser un indicador sobre cómo los participantes en el mercado perciben el riesgo de un desplome bursátil. El VIX —que suele utilizarse como un «indicador del temor» de los participantes del mercado— se diferencia de los *risk reversals* en tanto no capta de forma específica los riesgos a la baja, dado que se trata de una medida simétrica de la volatilidad esperada<sup>9</sup>.

Con el fin de captar el impacto de las políticas monetarias no convencionales sobre los *risk reversals*, comparamos sus niveles en un periodo que abarca varias jornadas de negociación antes y después de anuncios clave. Las medidas de riesgos extremos cayeron un 10% de media en torno a 18 anuncios de políticas no convencionales de la Reserva Federal de Estados Unidos (Gráfico A, panel central). Como muestra el gráfico, se produce una caída inmediata de las percepciones de riesgo tras los anuncios que se mantiene durante cierto tiempo, con *risk reversals* en promedio más bajos en horizontes de al menos cinco días<sup>9</sup>.

La percepción de riesgo se vio más afectada durante la primera ronda de políticas no convencionales, concretamente en torno a los anuncios de la QE1 (Gráfico A, panel derecho). Sin embargo, fue más moderado el impacto de los anuncios posteriores sobre la QE2 y los primeros estadios del Programa de Ampliación de Vencimientos (MEP). Los anuncios de la Fed parecen haber mermado nuevamente las percepciones de riesgos extremos durante la fase actual de la QE3. El refortalecimiento de los efectos de los anuncios de la Fed se explica por el uso de un marco en el que las compras de activos por los bancos centrales pueden proteger frente a eventos extremos, siempre que vayan acompañadas de mensajes claros y del compromiso de condicionar las medidas a las condiciones económicas futuras<sup>9</sup>. Así pues, el uso por parte de la Fed de orientaciones prospectivas y su comunicación de objetivos de empleo para las compras de activos pueden haber potenciado el efecto del MEP y de la QE3<sup>9</sup>.

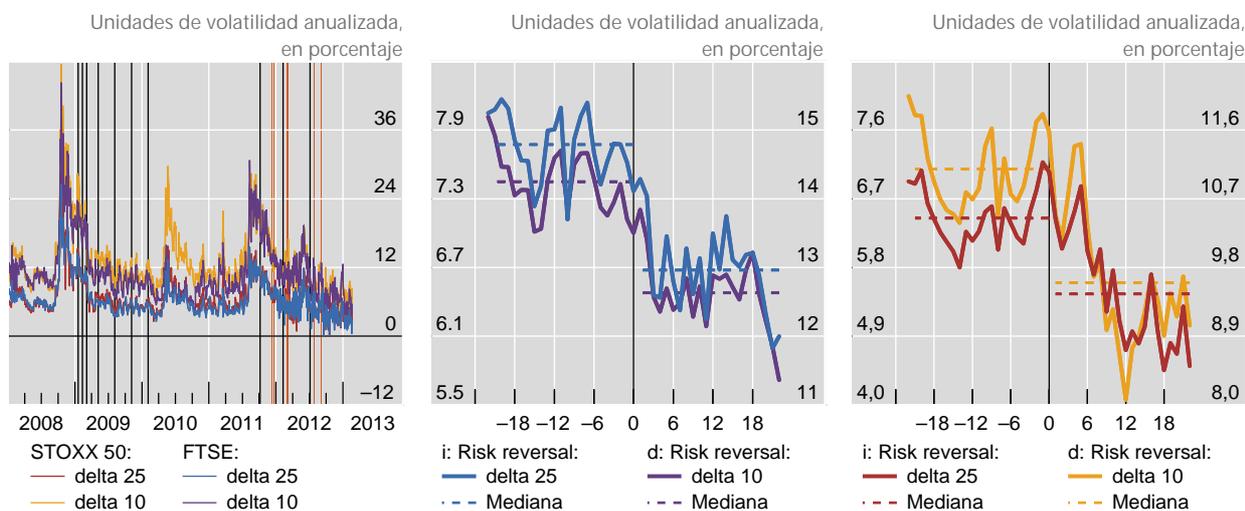
## Anuncios del BoE y BCE y valoración de riesgos extremos

Gráfico B

*Risk reversals* del FTSE 100 y del DJ EURO STOXX 50 y anuncios del BoE y el BCE<sup>1</sup>

Reacción media en torno a los anuncios del BoE

Reacción media en torno a los anuncios del BCE



<sup>1</sup> Las líneas verticales negras indican los anuncios del BoE sobre compras de activos y discursos conexos: 19 de enero de 2009, 11 de febrero de 2009, 5 de marzo de 2009, 7 de mayo de 2009, 6 de agosto de 2009, 5 de noviembre de 2009, 4 de febrero de 2010, 6 de octubre de 2011, 9 de febrero de 2012 y 5 de julio de 2012; las líneas verticales rojas indican los anuncios del BCE y los discursos relacionados con las PFPML a tres años y las OMC: 8 de diciembre de 2011, 21 de diciembre de 2011, 29 de febrero de 2012, 26 de julio de 2012 (primera jornada de negociación tras el anuncio, formulado la tarde anterior) y 6 de septiembre de 2012 (primera jornada de negociación tras el anuncio de la tarde anterior).

Fuentes: BCE; Banco de Inglaterra; Bloomberg; cálculos de los autores.

Los anuncios emitidos por otros bancos centrales también pueden haber suavizado las percepciones de riesgos extremos. Por ejemplo, los anuncios sobre compras de activos del Banco de Inglaterra (BoE) tuvieron efectos cualitativamente similares (Gráfico B, panel central). La reacción más titubeante a los recientes anuncios del BCE sugiere diferencias en la transmisión de sus políticas —a saber, las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años y las operaciones monetarias de compraventa (OMC)— frente a los anuncios de compras directas de activos de la Fed y el BoE (Gráfico B, panel derecho).

<sup>①</sup> Véase, por ejemplo, Olivier Blanchard, «(Nearly) nothing to fear but fear itself», *The Economist*, 29 de enero de 2009; discurso pronunciado por el Presidente Ben Bernanke en la Conferencia de Jackson Hole, 31 de agosto de 2012; y el 82º *Informe Anual del BPI*, junio de 2012. <sup>②</sup> El delta de una opción mide la sensibilidad de su precio a la variación del precio subyacente. En el caso de opciones con un valor delta bajo (por ejemplo, de 10) el precio de ejercicio dista más del actual y son por tanto opciones más OTM. <sup>③</sup> Utilizamos valores absolutos de *risk reversals*, de modo que a mayor valor, mayor es el precio de protegerse ante un desplome. <sup>④</sup> En M Hattori, A Schrimpf y V Sushko, «The response of tail-risk perceptions to quantitative easing», 2013, mimeografía, realizamos un análisis estadístico más detallado. Basándose en el enfoque *bootstrap*, concluimos que la variación de los *risk reversals* en torno a los anuncios de la Fed son estadísticamente significativos, con efectos relativamente mayores con respecto a indicadores simples de volatilidad. Tenemos además en cuenta otras variables de la percepción de riesgos en su metodología de estudio de acontecimientos y examinamos los efectos de las compras reales de activos en los modelos estructurales de vector de autoregresión. <sup>⑤</sup> Véase M Brunnermeier y Y Sannikov, «Redistributive monetary policy», elaborado para el Simposio de Jackson Hole de 2012. <sup>⑥</sup> El mecanismo puede funcionar mejorando la posición de capital de instituciones financieras con restricciones relativas al valor en riesgo (VaR), dado que las adquisiciones de la Fed inciden sobre el valor de mercado de sus posiciones en renta fija y, posiblemente, en otras categorías de activos. Una menor probabilidad de acercarse a estas restricciones de VaR puede traducirse en la revaluación de los riesgos y en un mayor apetito por el riesgo, según H S Shin (2010): «Risk and liquidity», Oxford University Press, 2010. Véase también C Borio y H Zhou: «Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism», *BIS Working Papers*, núm. 268, diciembre de 2008, para consultar un análisis acerca de la transmisión de la política monetaria a través de los balances de los intermediarios financieros y los diferenciales de riesgo.