

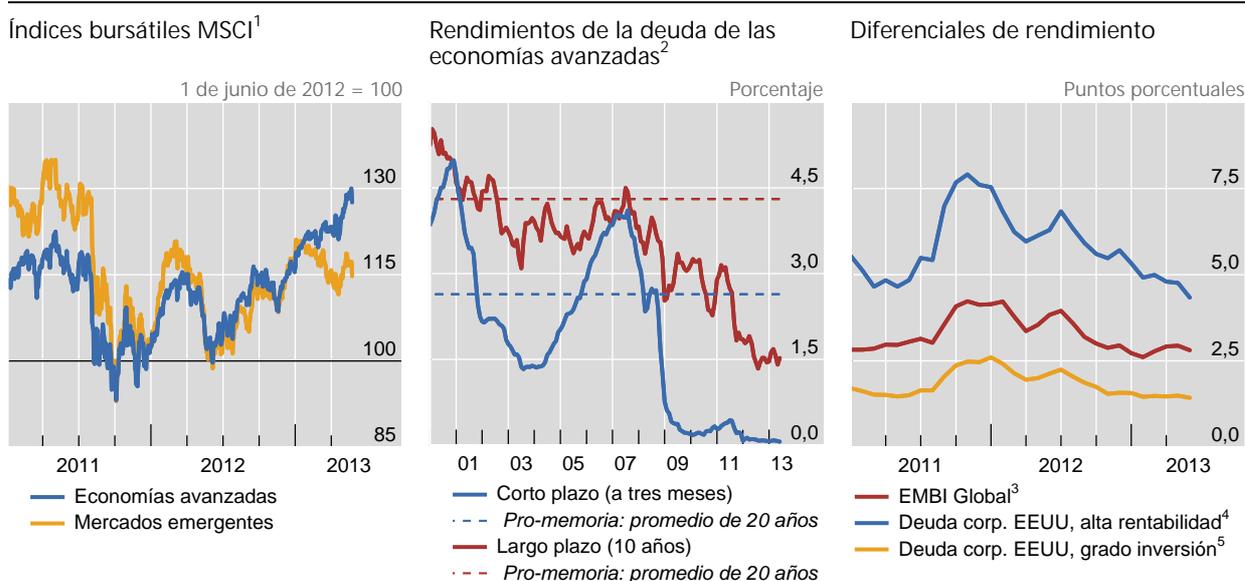
Los mercados obnubilados por la relajación monetaria¹

Los activos de riesgo continuaron su escalada ante la nueva relajación monetaria que permitió a los participantes en los mercados pasar por alto las señales de desaceleración del crecimiento mundial. La racha de noticias económicas adversas entre mediados de marzo y mediados de abril apenas interrumpió la subida de las bolsas en las economías avanzadas. La preocupación por el crecimiento hizo más que mella en los precios de las materias primas, mientras continuaba la peor evolución relativa de la renta variable en los mercados emergentes (Gráfico 1, panel izquierdo). La nueva relajación monetaria, seguida de una mejora de las perspectivas en Estados Unidos a comienzos de mayo, alentó la confianza de los mercados e impulsó los principales índices bursátiles hacia nuevos máximos.

Los principales bancos centrales relajaron nuevamente el tono de sus políticas monetarias desde los niveles ya acomodaticios que habían impulsado los rendimientos nominales hasta mínimos récord (Gráfico 1, panel central). A comienzos de mayo, el BCE recortó su tasa de interés oficial y la Reserva Federal se pronunció sobre la futura orientación de su política, al tiempo que reiteraba su compromiso de realizar nuevas compras de activos. Durante el mes anterior, el Banco de Japón había sorprendido a los mercados con su nuevo y ambicioso marco de relajación monetaria. Los anuncios indujeron fuertes fluctuaciones de los precios en el mercado de deuda pública japonesa conforme los inversores ponderaban las repercusiones en los rendimientos de las compras oficiales frente a las expectativas de inflación en el futuro.

Esta nueva fase de política monetaria acomodaticia en las principales áreas monetarias salpicó a los mercados financieros de todo el mundo. Las perspectivas de escasos rendimientos en los principales mercados de deuda alentaron entre los inversores la búsqueda de mayores rendimientos en bonos europeos y títulos de mercados emergentes con menor calificación crediticia, así como en deuda corporativa. Esta búsqueda estrechó aún más los diferenciales, mientras se intensificaban las emisiones en los segmentos del mercado de crédito de mayor riesgo (Gráfico 1, panel derecho). La abundante liquidez y la reducida volatilidad propiciaron un entorno favorable a la asunción de riesgos y las operaciones de *carry trade*.

¹ Este artículo ha sido elaborado por el Departamento Monetario y Económico del BPI. Las preguntas acerca del mismo pueden dirigirse a Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org), Masazumi Hattori (masazumi.hattori@bis.org) y Goetz von Peter (goetz.von.peter@bis.org). Las cuestiones sobre datos y gráficos deben dirigirse a Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org) y Jhuvesh Sobrun (jhuvesh.sobrun@bis.org).



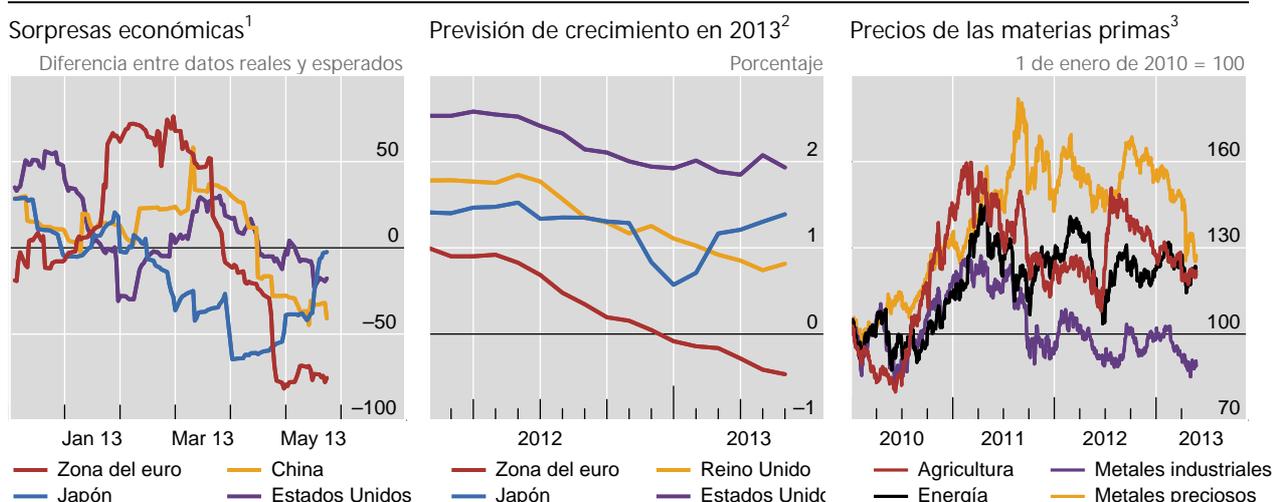
¹ Agregados calculados por MSCI. ² Basados en medias mensuales de tasas nominales diarias; media ponderada de la zona del euro, Japón, el Reino Unido y Estados Unidos, calculada utilizando el PIB de 2005 y los tipos de cambio PPA. ³ Diferenciales netos de garantías del índice compuesto JPMorgan Chase EMBI Global. ⁴ Diferenciales ajustados de opciones del índice Master II Bank of America Merrill Lynch US de deuda de alta rentabilidad. ⁵ Diferenciales ajustados de opciones del índice Master Bank of America Merrill Lynch US de deuda corporativa.

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

Escalada de los mercados bursátiles en un entorno de incertidumbre sobre el crecimiento mundial

Tras meses de un clima de confianza positivo, en marzo una serie de sorpresas negativas llevaron a los participantes en los mercados a reevaluar las perspectivas de la economía mundial (Gráfico 2, panel izquierdo). Las cifras de empleo no agrícola en Estados Unidos y otros indicadores sugirieron una desaceleración general en la mayor economía mundial. Un patrón similar observado en los datos estadounidenses de los últimos años había sensibilizado a los mercados frente al mínimo indicio de desaceleración. El empeoramiento de los índices de directores de compras (PMI) indujo a los participantes en los mercados a esperar una contracción continuada en Europa (Gráfico 2, panel central). La evidencia de una desaceleración de la economía china, agravada por una rebaja de la calificación crediticia, acentuó la preocupación por el crecimiento. A comienzos de mayo, estos temores se disiparon tras las revisiones de los datos estadounidenses y una serie de noticias favorables, seguidas de señales más dispares sobre el crecimiento mundial según avanzaba el mes.

Durante este periodo, la incertidumbre sobre el crecimiento mundial lastró en mayor medida la renta variable de los mercados emergentes y los mercados de materias primas. Los precios de las materias primas cayeron ante las sorpresas ampliamente negativas de los datos macroeconómicos (Gráfico 2, panel derecho). El índice para el conjunto de materias primas retrocedió un 7% en abril y los precios

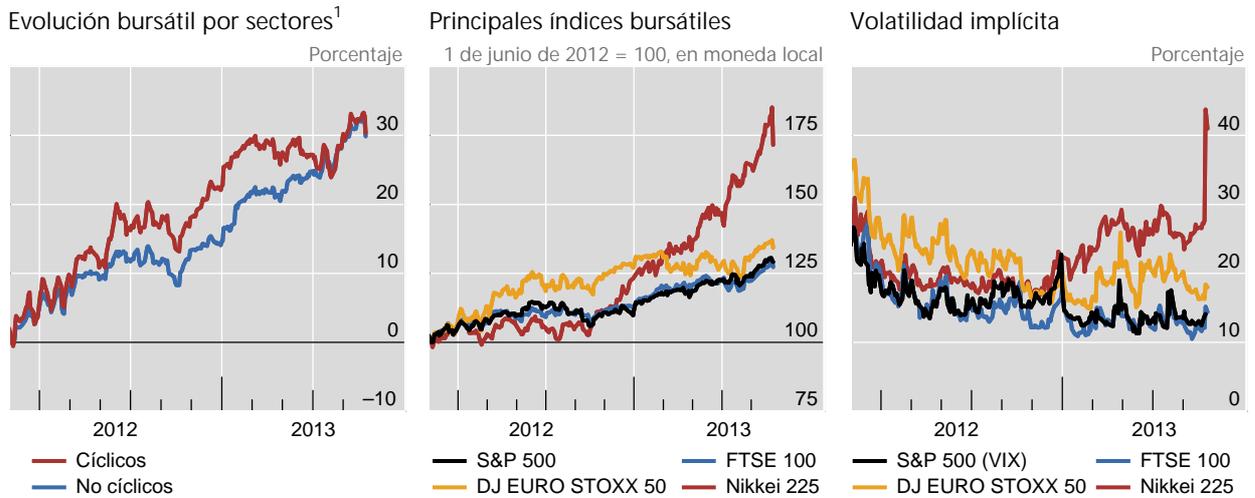


¹ Los Índices de Sorpresa Económica de Citigroup se definen como la suma ponderada de las sorpresas en los datos (cifras reales publicadas frente a la mediana de la encuesta Bloomberg). Un signo positivo sugiere que los datos económicos publicados han sido en conjunto mejores que las expectativas de consenso. Los índices se calculan diariamente como una media móvil de tres meses. ² Previsiones de consenso del crecimiento real del PIB en 2013, recabadas en diferentes fechas de los años reflejados en el eje de abscisas. ³ S&P Goldman Sachs Commodity Indices (GSCI).

Fuentes: Bloomberg; Citigroup; Consensus Economics; Datastream.

del petróleo cayeron por debajo de 100 dólares el barril por vez primera en un año. El cobre lideró la caída de precios de los metales industriales, mientras que, entre los metales preciosos, el oro sufrió su mayor desplome en dos días de los últimos 30 años. La renovada inquietud por el crecimiento también ocasionó una breve corrección en algunos segmentos de los mercados de renta variable. Entre mediados de marzo y mediados de abril, las acciones de sectores cíclicos, cuyos beneficios suelen ser más sensibles al ciclo económico, evolucionaron peor que las de sectores no cíclicos (Gráfico 3, panel izquierdo). Las acciones no cíclicas suelen ofrecer una corriente estable de dividendos, de gran valor para muchos inversores en un entorno de rendimientos reducidos y crecimiento incierto.

Con todo, los mercados bursátiles minimizaron rápidamente la incertidumbre y ampliaron sus ganancias conforme los inversores esperaban que los malos fundamentos indujeran una relajación adicional de las políticas. En una rápida sucesión, el índice S&P 500 registró varios máximos históricos, primero el 11 de abril y nuevamente a lo largo de mayo. Del mismo modo, las bolsas europeas resistieron bien las desfavorables noticias económicas y la incertidumbre política (Gráfico 3, panel central). Durante todo este periodo, el mercado bursátil japonés continuó su incesante escalada, alentado por la perspectiva de un estímulo monetario masivo. Las rápidas ganancias provocaron que las cotizaciones bursátiles se tornaran vulnerables a cambios en la confianza de los mercados. Un ejemplo fue la caída del 7% registrada el 23 de mayo, inducida por un débil PMI manufacturero en China y la posible desaceleración de las compras de activos de la Reserva Federal. Los índices bursátiles europeos perdieron entre un 2% y un 3% el mismo día. En este contexto, la volatilidad se mantuvo contenida en numerosos mercados, dada la amplia gama de posibles resultados en materia de política y fundamentos en diferentes partes del mundo (Gráfico 3, panel derecho).



¹ Variación acumulada de la capitalización del mercado desde el 1 de junio de 2012. Los sectores cíclicos incluyen petróleo y gas, materiales básicos y finanzas. Los sectores no cíclicos incluyen bienes de consumo, servicios de consumo, telecomunicaciones y servicios públicos.

Fuente: Bloomberg.

La política monetaria cobra protagonismo

Los bancos centrales intensificaron sus políticas monetarias expansivas ya acomodaticias. En abril, el Banco de Japón presentó su nuevo marco de política monetaria expansiva y el BCE redujo en mayo su tasa de interés oficial hasta el 0,5%, mientras la Reserva Federal aseguraba a los mercados mantener sus compras de activos y una reducida tasa de los fondos federales en el futuro. El Reino Unido y Suiza no alteraron el tono de sus políticas. En parte como respuesta a la relajación monetaria en las principales áreas monetarias, varios bancos centrales redujeron posteriormente sus tasas oficiales, entre ellos Australia, Corea, Dinamarca, la India, Israel, México, Polonia y Turquía.

El cambio de política monetaria en Japón dominó los mercados financieros durante este periodo. El 4 de abril, el Banco de Japón anunció un nuevo marco operativo diseñado para elevar la inflación hasta el 2% en un periodo de unos dos años (véase el Cuadro 1). Inmediatamente tras el anuncio, las cotizaciones bursátiles subieron y el yen se depreció. Entre tanto, el precio de la deuda pública japonesa se tornó extremadamente volátil, ya que los inversores necesitaban digerir las consecuencias del inesperado volumen de las futuras compras de deuda sobre los diferentes tramos de la curva de rendimientos. El 5 de abril, el rendimiento del bono de referencia a 10 años cayó a un mínimo de 32 puntos básicos, antes de repuntar hasta duplicar ese nivel en una sola jornada. El acusado aumento de la volatilidad de la deuda pública japonesa reflejó una considerable incertidumbre sobre el futuro impacto en el mercado del cambio de política, exacerbado por una caída de la liquidez del mercado. En respuesta, el Banco de Japón realizó operaciones de financiación a un año con el fin de aportar una fuente de financiación estable para la asunción de riesgos de los participantes en los mercados, mejoró la

comunicación con éstos y revisó su forma de efectuar las operaciones de compra de deuda pública. Esto contribuyó a reducir la volatilidad en el mercado de deuda pública japonesa, al menos temporalmente (Gráfico 4, panel izquierdo).

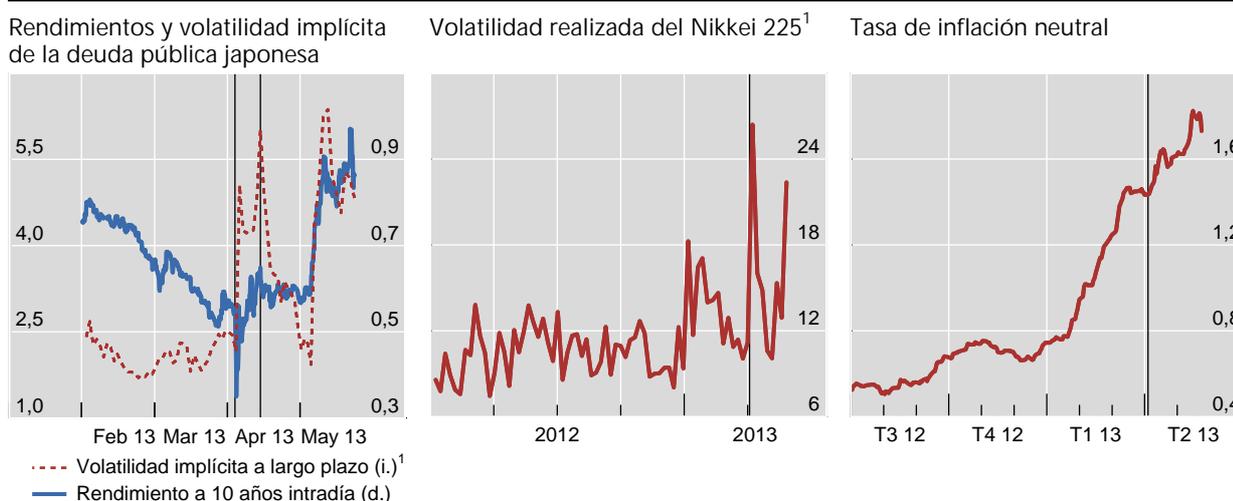
El cambio de política estimuló las cotizaciones bursátiles niponas y ocasionó un fuerte rebrote de la volatilidad del índice Nikkei 225 (Gráfico 4, panel central). Las subidas de las cotizaciones bursátiles tras el anuncio reflejaron básicamente presiones compradoras procedentes del exterior, según datos facilitados por la Bolsa de Tokio. Los mismos datos indicaron que los inversores locales fueron vendedores netos, siendo la toma de beneficios y la reducción de pérdidas los motivos aducidos. En el pasado, las entradas netas de capital al mercado bursátil japonés también habían coincidido con episodios de depreciación del yen. Probablemente, el efecto de las entradas sobre el valor del yen se vio compensado con creces por inversores que cubrían sus posiciones en moneda extranjera o realizaban apuestas direccionales en los mercados de derivados.

A partir de mediados de mayo, los mercados de deuda pública japonesa experimentaron otro episodio de intensa volatilidad. Los rendimientos aumentaron notablemente cuando la renovada presión vendedora de los inversores privados coincidió con un escaso volumen de negociación (Gráfico 4, panel izquierdo). Tras el cambio de política, comenzó a aumentar la inflación esperada derivada de los precios de los bonos, calculada como la diferencia entre los rendimientos nominales y los rendimientos indexados a la inflación de la deuda pública japonesa con vencimientos residuales similares (Gráfico 4, panel derecho). La cautela de los inversores sobre el posible riesgo de inflación y la volatilidad había reducido el volumen de negociación en los mercados de deuda pública nipona. En este entorno, la subida de las cotizaciones bursátiles locales tras la depreciación del yen por encima del umbral psicológicamente importante de 100 yenes por dólar

Impacto en el mercado del anuncio del Banco de Japón

En porcentaje

Gráfico 4



Las líneas verticales indican los anuncios realizados por el Banco de Japón del nuevo marco de política (4 de abril de 2013, todos los paneles) y de la revisión del Borrador de Compras al Contado de Deuda Pública Japonesa que reflejó los debates de las reuniones con participantes en los mercados (18 de abril de 2013, panel izquierdo).

¹ Medias semanales; volatilidad realizada (anual) estimada a partir de rendimientos de alta frecuencia en intervalos de cinco minutos.

² Volatilidad implícita en los contratos de opciones sobre futuros sobre deuda pública japonesa a largo plazo.

Fuentes: Bloomberg; Oxford-Man Institute; cálculos del BPI.

estadounidense alimentó expectativas de nuevos flujos desde el mercado de deuda pública nipona hacia los mercados de renta variable.

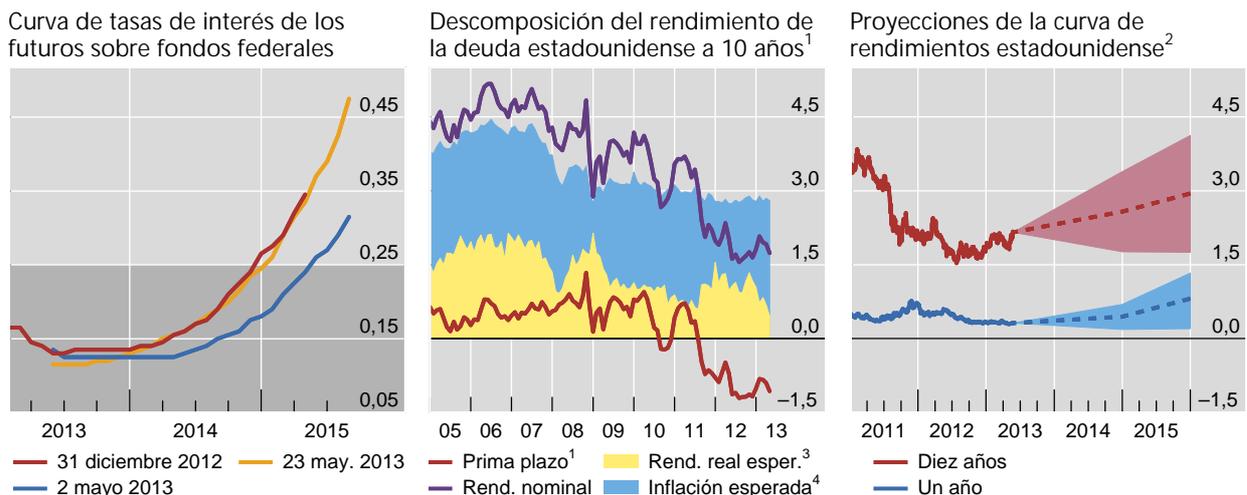
Los mercados también siguieron atentamente la política monetaria estadounidense, concentrándose en las compras de activos y en la posible duración de la política de tasas oficiales cercanas a cero. Las declaraciones públicas de funcionarios de la Reserva Federal sopesando un calendario de supresión gradual de las compras de activos ocasionaron un repetido nerviosismo en los mercados, reflejo del grado en que el clima de confianza depende de la acomodación monetaria. El 1 de mayo, el Comité para las Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) reiteró que continuaría con sus compras de valores del Tesoro y bonos de titulación de préstamos hipotecarios de agencias y mantendría la tasa de los fondos federales entre el 0% y el 0,25% hasta que las perspectivas del mercado de trabajo mejorasen sustancialmente. Pese al fortalecimiento del gasto de los hogares, la inversión empresarial y los mercados de la vivienda, el FOMC consideró que la política fiscal era un factor limitativo del crecimiento económico. Tras el anuncio, la curva de los futuros sobre fondos federales estadounidenses volvió a aplanarse, con los precios de los derivados sugiriendo expectativas de que la tasa de interés de los fondos federales saliese de la actual banda en mayo de 2015 (Gráfico 5, panel izquierdo). Con la aparición de mejores datos del mercado de trabajo, dicho movimiento había revertido hacia finales de mayo.

El pronunciamiento sobre la futura orientación de política monetaria y las compras de valores del Tesoro continuaron contribuyendo a unas tasas de interés a largo plazo inusualmente bajas en Estados Unidos. Una descomposición de los rendimientos nominales a 10 años sugiere que la caída de las tasas de interés a largo plazo puede atribuirse en gran medida a un descenso de la prima por plazo, la

Expectativas sobre política monetaria y rendimientos de la deuda

En porcentaje

Gráfico 5



¹ 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. 131, 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. ² Las proyecciones centrales se basan en las tasas de interés a plazo, mientras que las proyecciones superiores e inferiores se derivan de las volatilidades implícitas en las opciones sobre *swaps*. ³ Rendimiento real esperado medio durante el plazo de vencimiento del bono. ⁴ Inflación esperada media durante el plazo de vencimiento del bono.

Fuentes: Bloomberg; DataStream; cálculos del BPI.

compensación por el riesgo de mantener activos de larga duración (Gráfico 5, panel central). La inflación esperada y las tasas reales a corto plazo esperadas durante el horizonte de 10 años permanecieron estables. Impulsada por las políticas no convencionales y el repliegue hacia activos de mayor calidad, la prima por plazo ha caído de unos +60 hasta unos -90 puntos básicos desde mediados de 2011. De cara al futuro, una prima por plazo negativa podría agravar los efectos de una subida de las tasas de interés sobre los precios de los bonos en un momento en el que las carteras públicas de valores del Tesoro estadounidense se encuentran en máximos históricos.

Los precios de los valores del Tesoro estadounidense a largo plazo volvieron a variar ante la mejora de las cifras del mercado de trabajo de comienzos de mayo. Los rendimientos a 10 años escalaron unos 40 puntos básicos entre el 2 y el 22 de mayo, ocasionando a los bonistas unas pérdidas a precios de mercado de alrededor de un 3,5%. A tenor de las tasas a plazo existentes a mediados de mayo, se esperaba que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años se aproximara al 3% hacia finales de 2015, mientras el extremo más corto de la curva permanecía anclado por el pronunciamiento sobre la futura orientación de la política monetaria (Gráfico 5, panel derecho). En consecuencia, se preveía que la pendiente de la curva de rendimientos aumentase de nuevo a corto plazo.

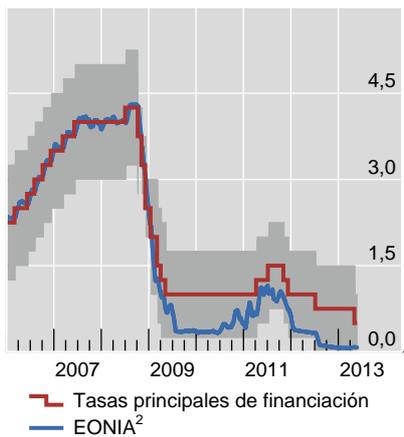
El 2 de mayo, al día siguiente del anuncio de la Reserva Federal, el BCE redujo su tasa oficial en 25 puntos básicos, hasta el 0,5%, tras haberla mantenido constante durante 10 meses (Gráfico 6, panel izquierdo). El recorte había sido anticipado casi por completo antes de la actuación del banco central, ante los malos datos de crecimiento y la escasa inflación. En un contexto de caída del producto de la zona del euro durante cinco trimestres consecutivos, la inflación interanual de los precios de consumo se desaceleró hasta el 1,2% en abril. El Consejo de Gobierno también

Condiciones financieras en Europa

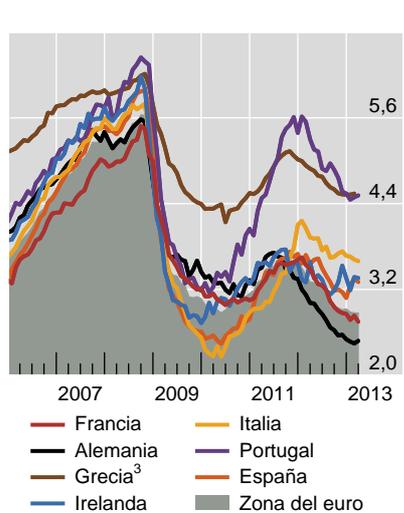
En porcentaje

Gráfico 6

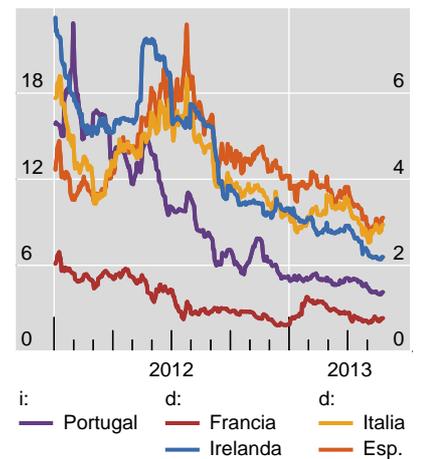
Tasa de interés de las operaciones de financiación del BCE



Tasas de interés del crédito bancario¹



Rendimientos de la deuda pública a cinco años



¹ Tasas de interés compuestas de los nuevos préstamos comerciales de todos los vencimientos e importes concedidos a hogares para compra de vivienda y a sociedades no financieras; medias no ponderadas. ² Media móvil de treinta días. ³ En el caso de Grecia, tasa de interés compuesta aplicada a las cuantías pendientes de pago de los préstamos de todos los vencimientos e importes concedidos a hogares para compra de vivienda y a sociedades no financieras; media no ponderada.

Fuentes: BCE; Markit; cálculos del BPI.

se comprometió a mantener las operaciones de financiación con adjudicación de toda la liquidez demandada durante el tiempo necesario para garantizar que la falta de liquidez no impidiera el crecimiento del crédito, al menos hasta mediados de 2014.

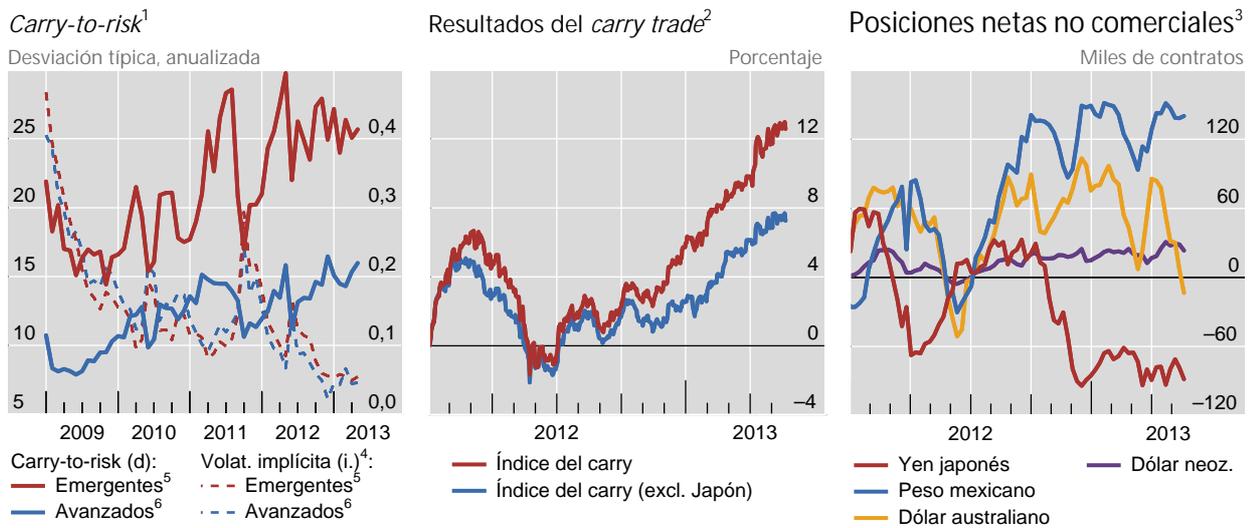
La fragmentación de los mercados de crédito en los distintos países de la zona del euro constituyó un importante factor explicativo de la medida adoptada por el BCE. Aunque la dispersión de las condiciones de financiación de los diferentes bancos de la zona del euro había disminuido a partir de 2012, el banco central consideró que la transmisión de las tasas de interés oficiales a las tasas del crédito bancario seguía afectada en algunos mercados. Los costes de los préstamos hipotecarios a hogares y de los créditos a empresas no financieras en España, Italia y otros países periféricos más pequeños continuaban muy por encima de los aplicados por los bancos en Alemania y Francia (Gráfico 6, panel central). La última encuesta sobre préstamos también indicaba que continuaba —aunque a un ritmo más lento— el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito en la periferia de la zona del euro, mientras la encuesta a pequeñas y medianas empresas revelaba una alta tasa de rechazo en las solicitudes de préstamos. Estas circunstancias indujeron al BCE a consultar con el Banco Europeo de Inversiones posibles vías para promover un mercado de bonos de titulización de activos garantizados por préstamos a sociedades no financieras.

Propagación de efectos a los mercados mundiales de deuda y divisas

La nueva fase de política monetaria acomodaticia en las principales áreas monetarias movilizó los mercados financieros de todo el mundo.

Los apoyos del banco central apuntalaron los mercados financieros en toda la zona del euro. Los precios de los activos resistieron el flujo de noticias adversas que parecían alejar aún más la recuperación económica. Las cotizaciones bursátiles en la zona del euro recuperaron su máximo de enero, el mayor nivel registrado desde agosto de 2011. Los rendimientos de la deuda soberana mantuvieron su tendencia a la baja, con caídas de los rendimientos a cinco años españoles e italianos por debajo del 3% en un contexto de éxito de las subastas de bonos (Gráfico 6, panel derecho). Los diferenciales de los CDS de la deuda corporativa europea también cayeron pese a las sorpresas negativas en los datos macroeconómicos. En este entorno benigno, la crisis financiera en Chipre se contagió notablemente poco a los mercados (véase Cuadro 2).

Los mercados de deuda europea también se beneficiaron de la relajación monetaria en el exterior. Las perspectivas de escasos rendimientos con el nuevo régimen monetario de Japón alimentaron en los mercados expectativas de que los fondos japoneses en búsqueda de rendimiento acabarían fluyendo hacia sustitutos extranjeros cercanos de la deuda pública nipona. La deuda soberana europea de alta calificación crediticia con mejores rendimientos que los bunds alemanes experimentó la mayor revalorización. En particular, repuntaron los precios de la deuda pública francesa y belga a 10 años, estrechándose los diferenciales de rendimiento en unos 20 puntos básicos pocos días después del anuncio del Banco de Japón.



¹ El carry-to-risk es un indicador del atractivo ex ante de los carry trade de divisas y se define como el diferencial de tasas de interés (derivado a partir del descuento a plazo) dividido entre la volatilidad implícita del tipo de cambio. El gráfico muestra el *carry-to-risk* promediado para determinados pares de monedas de economías avanzadas y mercados emergentes. ² Variaciones acumuladas desde el 1 de enero de 2012. Resultados de un índice de carry trade multimoneda, donde las posiciones largas en monedas de mayor rendimiento se financian con posiciones cortas en divisas de menor rendimiento. El índice se construye mediante una metodología de ordenación de carteras como la utilizada en J. Gyntelberg y A. Schrimpf: «Estrategias con divisas en periodos de tensión», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2011. El universo inversor incluye 30 monedas de economías avanzadas y mercados emergentes (línea roja) y el mismo conjunto de monedas, excluido el yen (línea azul). ³ Una cifra positiva (negativa) indica posiciones largas (cortas). ⁴ Volatilidad implícita de las opciones sobre divisas a un mes. ⁵ Media simple del carry-to-risk para Brasil, Chile, Corea, Filipinas, Israel, México, Polonia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ⁶ Media simple del carry-to-risk para Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelanda y el Reino Unido.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; US Commodity Futures Trading Commission; cálculos del BPI.

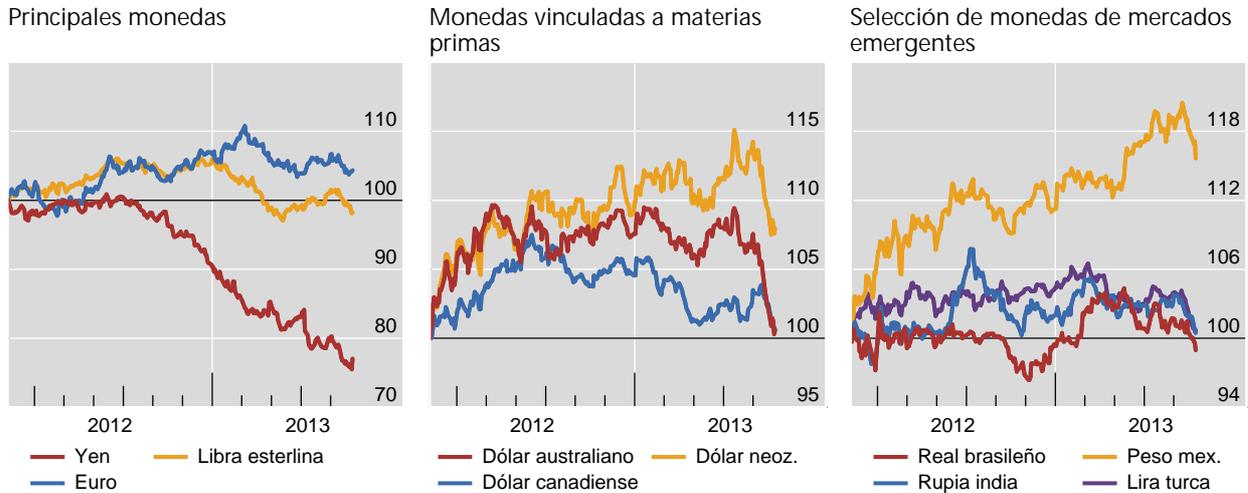
Los renovados estímulos monetarios y la abundante liquidez en las áreas con monedas de reserva contribuyeron asimismo a alentar la actividad especulativa en los mercados de divisas. Una popular estrategia operativa fue el *carry trade*, en el que las posiciones largas en monedas de mayor rendimiento se financian mediante posiciones cortas en divisas de menor rendimiento. El *carry-to-risk*, un indicador de los rendimientos ex-ante ajustados por riesgo de las inversiones denominadas en moneda extranjera, ha sido elevado en los últimos meses, particularmente en varias divisas de mercados emergentes (Gráfico 7, panel izquierdo). Aunque los diferenciales de las tasas de interés mundiales (*carry*) se han reducido en comparación con el episodio de 2003–07, continúan siendo relativamente altos. Este entorno de persistentes diferenciales de tasas de interés, combinado con una baja volatilidad en los mercados de divisas, acentuó el atractivo de los *carry trade* a partir de mediados de 2012, especialmente en el caso de inversores apalancados (Gráfico 7, panel central).

El yen japonés volvió a convertirse en una atractiva moneda de financiación, dada su reciente tendencia a la baja. Anticipando en parte las medidas de política, la caída del valor externo del yen se había convertido ya en tema central de los mercados de divisas desde finales del pasado año. A partir de que el Banco de Japón desvelara los detalles de su nuevo marco de política monetaria, el yen volvió a depreciarse alrededor de un 10% frente al dólar estadounidense hasta finales de mayo (Gráfico 8, panel izquierdo). Por el contrario, algunas divisas de mercados emergentes consideradas objetivos convenientes, como el peso mexicano, experimentaron sustanciales presiones alcistas frente al dólar estadounidense (Gráfico 8, panel derecho). En consonancia con estos incentivos, las cifras de

Tipos de cambio nominales bilaterales frente al dólar estadounidense¹

Dólares estadounidenses por unidad de moneda local; 1 de junio de 2012 = 100

Gráfico 8



¹ Un aumento indica una apreciación de la moneda local.

Fuente: Bloomberg.

posiciones de los mercados de futuros mostraron una considerable acumulación de posiciones cortas especulativas en el yen y cuantiosas posiciones largas en monedas líquidas y de alto rendimiento (Gráfico 7, panel derecho). También se produjo una acumulación de posiciones largas en los dólares australiano y neozelandés; sin embargo, estas monedas no han experimentado la misma presión alcista en los últimos meses y, en el caso de Australia, las posiciones largas han revertido en parte recientemente tras la rebaja de tasas de interés del Banco de la Reserva de Australia a comienzos de mayo.

Fuera de Estados Unidos, la zona del euro y Japón, las autoridades monetarias redujeron las tasas de interés oficiales ante el crecimiento más débil y la menor inflación, así como para atemperar las presiones alcistas sobre sus monedas. La principal excepción fue Brasil, donde un repunte de la inflación hizo que el banco central elevara, el 17 de abril, la tasa Selic en 25 puntos básicos, hasta el 7,5%, la primera subida en dos años. Los bancos centrales de otros países generalmente relajaron el tono de sus políticas. El 7 de mayo, el Banco de la Reserva de Australia redujo su tasa oficial al 2,75%, un recorte de 25 puntos básicos parcialmente motivado por la fortaleza de su moneda. Tras esta rebaja, el dólar australiano cedió sustancialmente terreno frente al dólar estadounidense (Gráfico 8, panel central). En respuesta a la presión alcista sobre su moneda, el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia intervino en el mercado de divisas. En marzo y abril, los bancos centrales de México y Corea recortaron sus tasas de interés oficiales en 50 y 25 puntos básicos, respectivamente. Entre otros factores, la evolución del tipo de cambio se adujo expresamente para motivar esas decisiones de política. En abril y mayo, el banco central turco siguió una estrategia dual, consistente en reducir la tasa de interés oficial en dos etapas hasta el 4,5% para frenar las entradas de capital especulativo y la presión alcista sobre su moneda, mientras elevaba los coeficientes de reservas obligatorias para moderar el crecimiento del crédito interno. El Banco de la Reserva de la India redujo su tasa oficial hasta el 7,25%, su tercer recorte consecutivo de 25 puntos básicos, una decisión motivada por una dinámica de menor crecimiento, más que por una divisa más fuerte.

Relajación de la política monetaria en Japón

El 4 de abril, el Banco de Japón desveló un nuevo marco de política, con el fin de acabar con la deflación, conocido como «Relajación Monetaria Cualitativa y Cuantitativa (QQE)».

El marco cambia el objetivo operativo del banco central desde la tasa de interés a un día hacia la base monetaria y destaca la importancia de la comunicación. Para ofrecer mayor claridad y sencillez, concede protagonismo al número 2. Fija un objetivo de estabilidad de precios del 2% a alcanzar lo antes posible, con un horizonte de alrededor de dos años. También exige duplicar la base monetaria y el volumen de las carteras de deuda pública japonesa y de fondos cotizados en bolsa (ETF) del banco central en dos años, así como duplicar con creces el vencimiento medio de su cartera de deuda pública nipona.

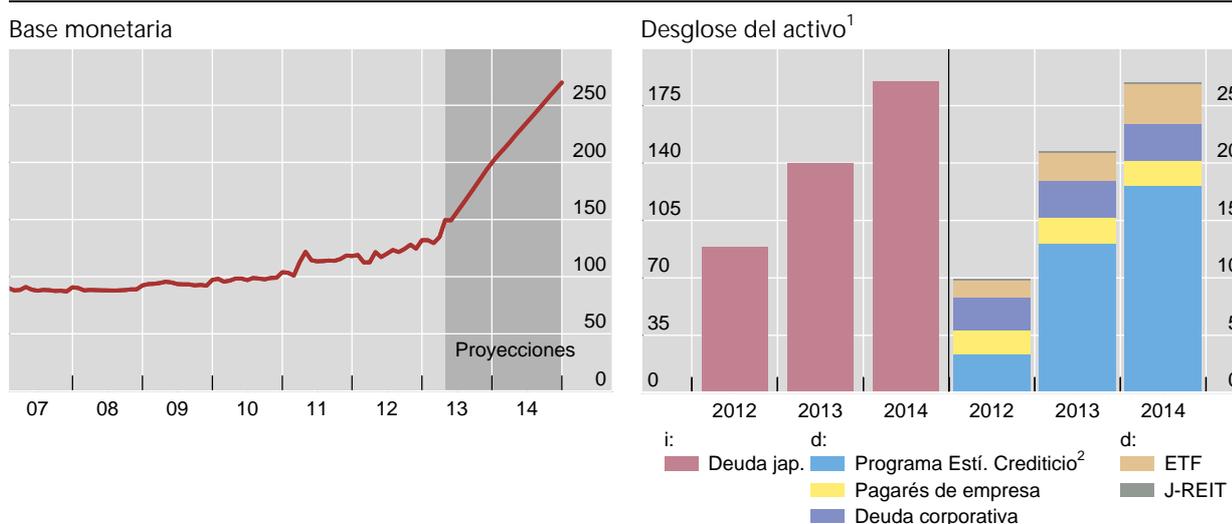
El Banco de Japón pretende elevar la base monetaria entre 60 y 70 billones de yenes al año hasta 270 billones de yenes a finales de 2014, o casi un 60% del PIB nominal. También pretende comprimir las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos aumentando su cartera de deuda pública japonesa en 50 billones de yenes anuales y ampliando su vencimiento residual medio desde el actual nivel, ligeramente inferior a tres años, hasta unos siete años. Además, aumentará su cartera de activos de riesgo comprando anualmente ETF por importe de un billón de yenes y fondos de inversión inmobiliaria (J-REIT) por importe de 30 000 millones de yenes (Gráfico A). Según el banco central, los aspectos «cualitativos» de la relajación monetaria se refieren a los efectos de la ampliación del plazo de vencimiento, que presionará a la baja toda la curva de rendimientos, y a la compresión esperada de las primas de riesgo de los activos de riesgo.

El marco pretende operar a través de tres canales. Primero, el Banco de Japón espera que sus compras de activos financieros reduzcan las tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos y estrechen las primas de riesgo incluidas en los precios de los activos (el canal de la tasa de interés). Segundo, espera que esos cambios alienen a las instituciones financieras e inversores institucionales a reajustar sus carteras en favor de préstamos y/o activos de riesgo (el efecto de reajuste de carteras). Por último, un aspecto muy destacado por el Banco de Japón es que el nuevo marco representa un claro compromiso de alcanzar el objetivo de estabilidad de precios lo antes posible y continuar con las masivas compras de activos que lo sustentan, para contribuir a modificar drásticamente las expectativas de los agentes económicos (el canal de expectativas) y elevar así las expectativas de inflación, provocando una caída de las tasas de interés reales.

Balance del Banco de Japón

En billones de yenes

Gráfico A



¹ Las cifras de 2013 y 2014 son proyecciones. ² Un programa creado para conceder préstamos garantizados por fondos comunes de activos, con el fin de apoyar los esfuerzos de las instituciones financieras privadas encaminados a reforzar las bases del crecimiento económico y a estimular el crédito bancario.

Fuentes: Banco de Japón; Bloomberg.

Reacciones de los mercados a la crisis bancaria en Chipre

La insolvencia de los dos mayores bancos de Chipre intensificó en marzo las negociaciones entre las autoridades chipriotas y europeas sobre el paquete de asistencia financiera pública. Los bancos habían registrado fuertes pérdidas en sus carteras de deuda pública griega y de préstamos hipotecarios y créditos inmobiliarios de uso comercial concedidos a prestatarios de Grecia y Chipre, mientras mantenían una fuerte dependencia de los depósitos transfronterizos. La suma de los depósitos en el Banco de Chipre y en el Banco Popular de Chipre (Laiki) ascendía a 45 500 millones de euros, además de 100 millones de euros en deuda preferente y 500 millones de euros en deuda convertible subordinada. El paquete de rescate final estableció la reestructuración del Banco de Chipre y la resolución del Laiki con pérdidas del 100% para accionistas y bonistas, además de un reparto adicional de la carga entre los depósitos no asegurados superiores a 100 000 euros. Las medidas vinieron acompañadas del cierre de los bancos chipriotas durante 10 días, seguidas de restricciones a las retiradas de fondos y controles de capital.

El complicado proceso de definición de las condiciones llevó a los participantes en los mercados a percibir que las resoluciones bancarias en la zona del euro podrían implicar un mayor reparto de la carga que en el pasado. El paquete inicial del 16 de marzo y la voluntad de los líderes políticos de aplicar un «impuesto excepcional de estabilidad» del 6,75% a los depósitos *asegurados* ocasionaron considerables tensiones que remitieron más tarde al acordarse el 25 de marzo un paquete modificado que dejaba al margen los pequeños depósitos. Entre esas fechas, el índice bancario Stoxx Europe 600 cayó un 7,6% y el cierre bancario frenó la fuga de depósitos de los bancos chipriotas, que había sido de 3 900 millones de euros (el 8%) desde enero.

Pese a ello, el contagio del rescate interno de la banca chipriota tuvo limitados efectos adicionales y las condiciones de liquidez permanecieron estables en los distintos mercados. Los bancos de todos los países de la zona del euro, salvo Chipre, registraron entradas de depósitos en marzo, por un total de 85 000 millones de euros. El episodio produjo una modesta variación de los precios de la deuda bancaria, con leves subidas de los rendimientos de los índices de deuda bancaria de la zona del euro, tanto de bonos subordinados como preferentes. Los diferenciales de los CDS de la deuda bancaria preferente y subordinada se ampliaron de forma más perceptible, sugiriendo que los participantes en los mercados de derivados pueden haber sido más sensibles al riesgo ante los recientes acontecimientos. Aun cuando los operadores en búsqueda de soberanos potencialmente vulnerables impulsaron los rendimientos de la deuda eslovena a 10 años cerca del 7%, otros países periféricos de la zona del euro apenas experimentaron la presión de los mercados.

Varios factores pueden haber contribuido a esta reacción algo débil de los mercados. El primero fue la posible percepción entre los participantes en los mercados de que la crisis en Chipre y la naturaleza de su rescate interno eran únicas y de pequeña escala. Al mismo tiempo, la percepción de riesgos extremos se mantuvo contenida por la continuada acomodación monetaria y las medidas de respaldo, como las operaciones de financiación a plazo más largo del BCE y su disposición a comprar deuda soberana, en caso necesario, mediante la facilidad de Operaciones Monetarias de Compra (OMT). La resistencia de la deuda bancaria en el mercado al contado también reflejó que una parte sustancial de esos valores estaba en manos de inversores institucionales cuyas carteras de activos tienden a ajustarse de forma más gradual. Junto con el hecho de que las emisiones netas de deuda bancaria en muchos países de la zona del euro han sido negativas en los dos últimos trimestres, esa diferencia en la composición y conducta de los participantes en los mercados puede haber contribuido a la modesta variación de los precios observada en el mercado al contado en relación con los mercados de CDS.