

## Los mercados precipitan un endurecimiento de las condiciones financieras<sup>1</sup>

Los anuncios en mayo de que la Reserva Federal preveía suprimir gradualmente su relajación cuantitativa repercutieron en los mercados financieros mundiales, induciendo una escalada de los rendimientos de la deuda pública de referencia que se propagó a distintas clases de activos y regiones, en un episodio que los mercados catalogaron de ventas masivas. Durante este episodio, la renta variable registró súbitas y cuantiosas pérdidas, tanto en los países avanzados como en las economías de mercado emergentes. Además, la reducción de posiciones de los inversores en las economías emergentes conllevó una fuerte depreciación de diversas monedas locales. Las ventas masivas remitieron a comienzos de julio cuando la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra aseguraron a los mercados que la política monetaria continuaría siendo acomodaticia hasta que se afanzara la recuperación interna. Sin embargo, ante la persistente subida de las tasas de interés a largo plazo, los mercados precipitaron de hecho un endurecimiento de las condiciones financieras en todo el mundo.

Los anuncios de política se produjeron tras un prolongado periodo de excepcional acomodación monetaria en las economías avanzadas, justo cuando sus perspectivas económicas se tornaban positivas. Estos anuncios cogieron por sorpresa a los mercados, recordándoles que las primas por plazo negativas no pueden durar indefinidamente. Aunque esto provocó transitoriamente una mayor volatilidad en los mercados, la renta variable acabó finalmente recuperándose de las pérdidas registradas durante el episodio de ventas masivas. Además, pese a su aumento, los rendimientos permanecieron en niveles históricamente bajos, perpetuando así el atractivo relativo de las clases de activos de mayor rendimiento. Esto prolongó la reducción de los diferenciales de rendimiento y estimuló una fuerte emisión de bonos y préstamos en el segmento más arriesgado del espectro, un fenómeno evocador de la exuberancia previa a la crisis financiera mundial.

El endurecimiento de las condiciones financieras impulsado por el mercado generó serias convulsiones en las economías de mercado emergentes, que se encontraban en situación de debilidad. Las perspectivas de estas economías venían deteriorándose al corregirse los desequilibrios heredados de un periodo de rápido crecimiento del crédito y del PIB. Así pues, el endurecimiento importado amplificó las presiones en los mercados locales y puso de manifiesto la vulnerabilidad de los

<sup>1</sup> Este artículo ha sido elaborado por el Departamento Monetario y Económico del BPI. Las preguntas acerca del mismo pueden dirigirse a Nikola Tarashev ([nikola.tarashev@bis.org](mailto:nikola.tarashev@bis.org)) y 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)) y Alan Villegas ([alan.villegas@bis.org](mailto:alan.villegas@bis.org)).

países dependientes del capital extranjero voluble. Ante las importantes amenazas adicionales derivadas de la escalada de tensiones geopolíticas, la presión bajista sobre el valor de las divisas y la renta variable persistió en una serie de economías emergentes incluso después de que las ventas masivas hubieran remitido en las economías avanzadas.

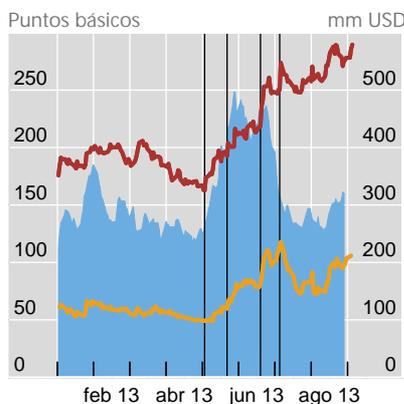
## Caída de los mercados mundiales ante las expectativas sobre la política monetaria

El 3 de mayo, los participantes en los mercados comenzaron a incorporar en los precios el fin de la relajación cuantitativa, cuando los alentadores datos de empleo confirmaron las favorables perspectivas de la economía de Estados Unidos. Esto indujo ventas masivas en el mercado de deuda, situando los rendimientos de los valores del Tesoro estadounidense en una senda alcista y adelantando de hecho el endurecimiento monetario (Gráfico 1, panel izquierdo). Y aun cuando una subida de las tasas de interés oficiales continuaba siendo una posibilidad bastante remota, la volatilidad aumentó y la negociación en el mercado de valores del Tesoro alcanzó cifras récord debido a la disparidad de opiniones sobre cuándo y cómo se irían suprimiendo gradualmente diversos instrumentos de política monetaria<sup>2</sup>.

### Mercados de deuda soberana y de divisas

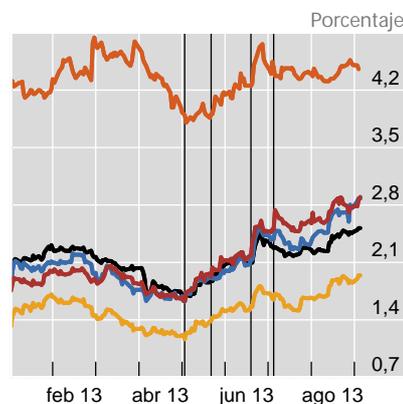
Gráfico 1

#### Títulos del Tesoro de EEUU



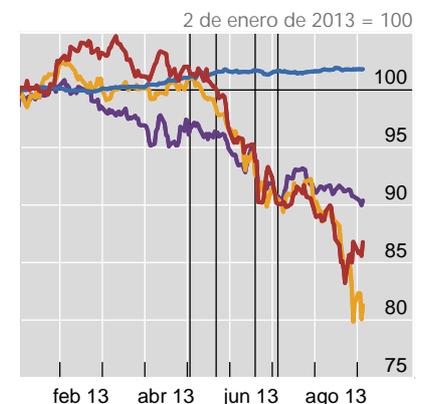
i: — Rend. bono ref. EEUU 10 años  
— Volatilidad implícita<sup>2</sup>  
d: ■ Volumen negoc. del Tesoro<sup>3</sup>

#### Rendimientos de la deuda pública a 10 años



— Estados Unidos — Francia  
— Reino Unido — Italia  
— Alemania

#### Tipos de cambio frente al dólar de EEUU<sup>1</sup>



— Brasil — India  
— China — Rusia

Las líneas verticales negras marcan respectivamente el 3 de mayo, el 22 de mayo, el 19 de junio y el 5 de julio de 2013.

<sup>1</sup> Dólares de EE.UU. por unidad de moneda local. Un descenso indica una depreciación de la moneda local. <sup>2</sup> El Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) es un índice de la volatilidad del rendimiento de la deuda del Tesoro en un horizonte de un mes, basado en una media ponderada de contratos de opciones sobre valores del Tesoro a dos, cinco, 10 y 30 años. <sup>3</sup> Volumen diario de negociación de bonos, obligaciones y letras del Tesoro estadounidense, difundido por ICAP; media móvil centrada de 10 días.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

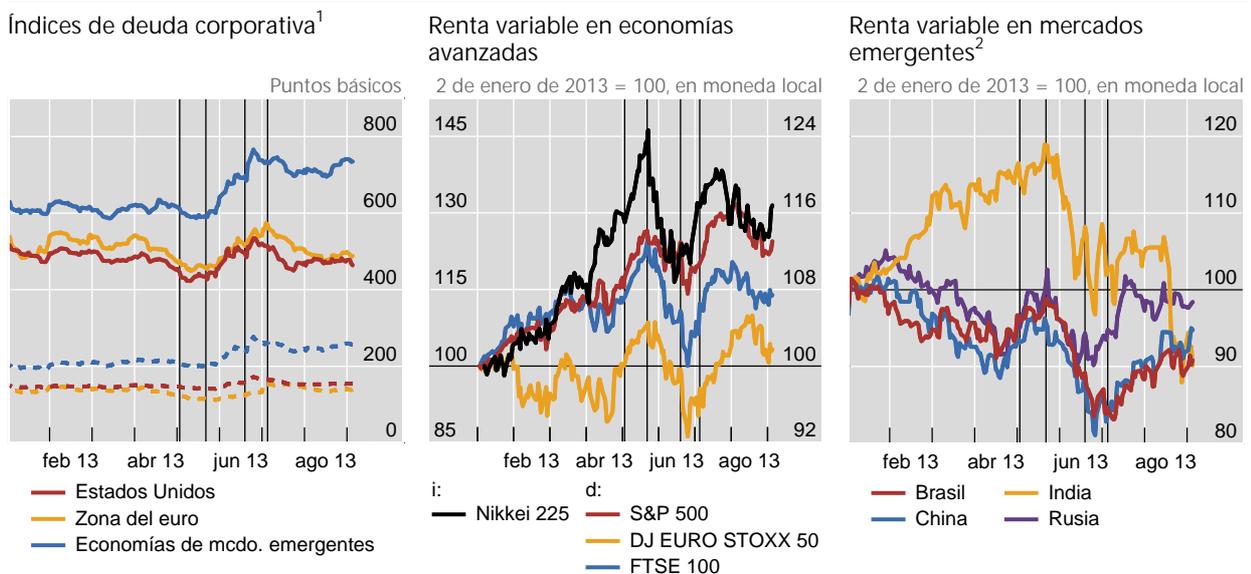
<sup>2</sup> En junio, los residentes en el extranjero redujeron sus carteras de valores estadounidenses a largo plazo en 77 800 millones de dólares, con unas ventas netas de deuda del Tesoro estadounidense de 40 800 millones de dólares.

Las ventas masivas en el mercado de deuda estadounidense repercutieron en todo el mundo, afectando a una amplia gama de clases de activos, tanto de economías avanzadas como de mercados emergentes. Por ejemplo, los rendimientos de la deuda soberana europea a largo plazo también comenzaron a ascender el 3 de mayo (Gráfico 1, panel central), mientras los correspondientes rendimientos japoneses iniciaban una gradual subida. Los bonos de titulización de préstamos hipotecarios imitaron inmediatamente esta tendencia, conforme unas perspectivas de refinanciación menos atractivas alargaban la duración de estos instrumentos, aumentando así su sensibilidad a la tasa de interés. Simultáneamente, los crecientes rendimientos en las economías avanzadas indujeron una depreciación sostenida de las divisas de algunos de los principales mercados emergentes frente al dólar estadounidense (Gráfico 1, panel derecho).

Los mercados de deuda de alta rentabilidad y de renta variable se incorporaron al episodio de ventas masivas con tres semanas de retraso. Esto sucedió tras el 22 de mayo, cuando el Presidente de la Reserva Federal afirmó que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal podría plantearse reducir el ritmo de compras de activos para garantizar que el tono de la política monetaria continuara siendo el adecuado conforme variasen las perspectivas del mercado de trabajo o de la inflación. A raíz de este suceso, los índices de la deuda de alta rentabilidad comenzaron a abarataarse ostensiblemente en las economías avanzadas de ambos lados del Atlántico, así como en los mercados emergentes (Gráfico 2, panel izquierdo). Simultáneamente, un periodo de medio año de subidas de los índices bursátiles en las economías avanzadas tocó a su fin en medio de una elevada volatilidad, conforme los participantes en los mercados, castigados por años de rendimientos inferiores a lo normal, revaluaban un panorama financiero en rápida evolución (Gráfico 2, panel central). Siguiendo la estela de su mediocre

## Mercados de deuda corporativa y de renta variable

Gráfico 2



Las líneas verticales negras marcan respectivamente el 3 de mayo, el 22 de mayo, el 19 de junio y el 5 de julio de 2013.

<sup>1</sup> Diferenciales, ajustados de opciones, de la deuda de alta rentabilidad (línea continua) y con grado de inversión (línea discontinua).

<sup>2</sup> Cálculos de MSCI.

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

evolución previa, los índices bursátiles en los mercados emergentes se desplomaron (Gráfico 2, panel derecho).

Seguidamente, los mercados mundiales evolucionaron básicamente en sincronía hasta el 19 de junio, cuando el Presidente de la Reserva Federal resaltó que la planeada desaceleración de las compras de activos debería ser coherente con una reducción de la tasa de desempleo hasta el 7% a mediados de 2014. Como respuesta inmediata, la volatilidad en los mercados y los rendimientos de la deuda volvieron a subir y las cotizaciones bursátiles cayeron súbitamente. Al cabo de una semana, sin embargo, remitió el pesimismo en los mercados bursátiles, situándose los principales índices en una senda alcista. Igualmente, se produjo una perceptible moderación en la presión al alza sobre los rendimientos de la deuda corporativa en Estados Unidos y los mercados emergentes, así como sobre los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro. En cambio, las ventas masivas en los mercados de valores del Tesoro estadounidense y de bonos corporativos de la zona del euro continuaron hasta principios de julio, cuando los principales bancos centrales unieron fuerzas para asegurar a los mercados que el tono de sus políticas monetarias continuaría respaldando la recuperación.

Para aliviar el endurecimiento de las condiciones de financiación inducido por los mercados, los bancos centrales de ambos lados del Atlántico se pronunciaron sobre la orientación futura de sus políticas monetarias. La Reserva Federal había manifestado durante algún tiempo que continuaría con su política de bajas tasas de interés siempre que la situación macroeconómica lo justificara. El 4 de julio, el Banco de Inglaterra y el BCE hicieron uso de las orientaciones futuras para declarar expresamente que la subida de rendimientos de la deuda no estaba en sintonía con los objetivos de política monetaria y los fundamentos económicos. En un claro abandono de sus prácticas de comunicación anteriores, el BCE anunció su compromiso de mantener las tasas de interés oficiales a los niveles actuales o a niveles inferiores durante un prolongado periodo de tiempo, condicionado a su evaluación de la situación económica. Un mes después, el nuevo gobernador del Banco de Inglaterra confirmó la orientación futura de su política monetaria al especificar que —salvo que se produjesen acontecimientos adversos imprevistos<sup>3</sup>— la tasa de interés oficial no subiría por encima del 0,5% hasta que el desempleo cayese al 7%. Con arreglo a las propias previsiones del Banco, esto sucedería en 2016.

Cuando las orientaciones futuras de los bancos centrales finalmente acabaron con las vicisitudes de dos meses en los mercados mundiales, los rendimientos de la deuda y los valores de la renta variable y las divisas habían variado sustancialmente (Gráficos 1 y 2). Entre el 3 de mayo y el 5 de julio, el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años aumentó 100 puntos básicos, hasta el 2,74%. Esta subida fue similar a la de los dos últimos meses de 2010, que anticipaba el endurecimiento de la política monetaria, pero más leve que las escaladas de las tasas de interés observadas durante los episodios de auténtico endurecimiento monetario de 1994 y 2004. Además, las subidas en mayo y junio de los rendimientos de la deuda soberana a 10 años de Japón, Alemania y el Reino Unido ascendieron aproximadamente a 30, 50 y 75 puntos básicos respectivamente. Y aun cuando las ventas masivas se concentraron en una parte de este periodo, los índices

<sup>3</sup> El Banco de Inglaterra puntualizó que ajustaría el tono de sus políticas si amenazase significativamente la estabilidad financiera, si las previsiones de inflación del propio Banco a 18 o 24 meses vista alcanzasen o superasen el 2,5% anual o si las expectativas de inflación a medio plazo del público dejasen de estar suficientemente ancladas.

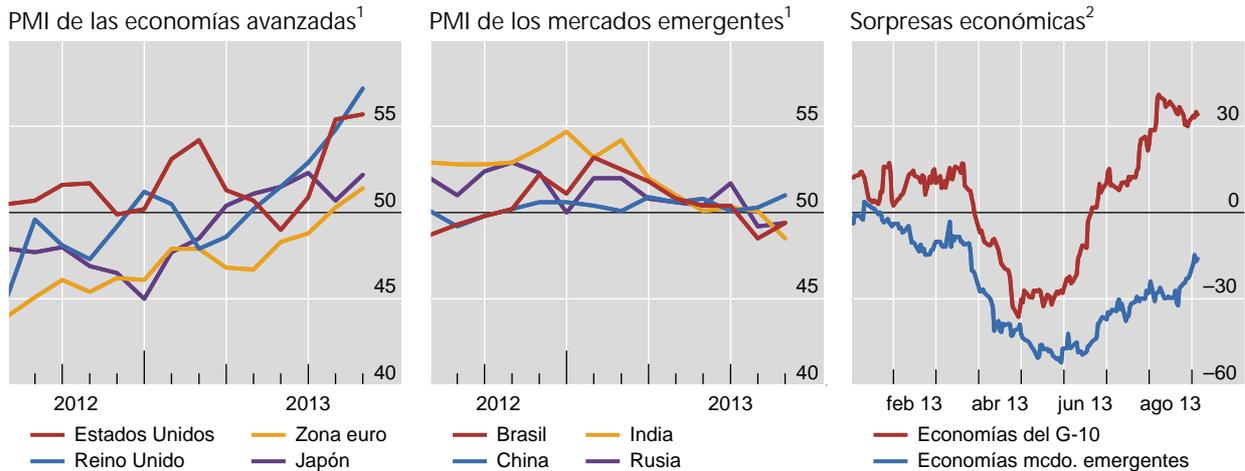
de la deuda de alta rentabilidad de las economías avanzadas vieron aumentar sus diferenciales entre 60 y 90 puntos básicos. En cambio, los mercados bursátiles maduros oscilaron sin una dirección clara, con el EURO STOXX 50 y el FTSE 100 registrando pérdidas del 6% y el 2%, y el Nikkei y el S& P500 ganando un 4,5% y un 1%, respectivamente.

En las economías de mercado emergentes, las pérdidas concomitantes fueron mucho mayores. Por ejemplo, el rendimiento del índice compuesto de deuda de alta rentabilidad de mercados emergentes aumentó 130 puntos básicos y los índices bursátiles de las economías BRIC perdieron entre un 3–13% de su valor en moneda local entre el 3 de mayo y el 5 de julio. Durante el mismo periodo, las divisas de Brasil, la India y Rusia se depreciaron en torno a un 10% frente al dólar estadounidense. Del mismo modo, los rendimientos de los índices de la deuda denominada en dólares estadounidenses de estos dos últimos países subieron más de 100 puntos básicos, superando la escalada de los rendimientos de la deuda denominada en moneda local.

## Análisis más general de las ventas masivas en los mercados de deuda

Los anuncios sobre la futura senda de la política monetaria estadounidense se produjeron en un entorno de mejora de las perspectivas de crecimiento en las economías avanzadas, en abierto contraste con la desaceleración de las economías de mercado emergentes. La recuperación estadounidense continuó a un ritmo moderado, aun cuando solo se preveía una lenta caída del desempleo. Simultáneamente, las revisiones al alza del crecimiento neutralizaron cualquier temor residual a que el Reino Unido entrase por tercera vez en recesión. A su vez, la zona del euro salió de una contracción de seis trimestres, con Alemania y Francia impulsando el crecimiento del conjunto de la zona hasta un modesto (aunque positivo) 0,3% en el segundo trimestre, una tasa de crecimiento que se preveía disminuyera solo ligeramente en el tercer trimestre y persistiera durante el año siguiente. Además, los índices PMI manufactureros del segundo y tercer trimestres, que señalaban una expansión en la mayoría de las economías avanzadas, infundieron confianza a los participantes en los mercados (Gráfico 3, panel izquierdo). Paralelamente, los índices PMI de las economías de mercado emergentes sufrieron, por lo general, un deterioro (Gráfico 3, panel central). Además, el balance de sorpresas económicas en las principales economías avanzadas se adentró en territorio positivo por vez primera desde marzo, aunque mantuvo su signo negativo en los mercados emergentes (Gráfico 3, panel derecho).

La interacción entre la mejora de las perspectivas económicas y los cambios anticipados en la orientación de la política monetaria determinó la reciente evolución de los mercados de deuda en las economías avanzadas. Ambos factores se reforzaron mutuamente para elevar las primas por plazo incorporadas al precio de la deuda. Aunque los diferenciales de rendimiento aumentaron como resultado, continuaron por debajo de los niveles observados en 2012, reflejo de la continua búsqueda de rentabilidad.



<sup>1</sup> Índice de directores de compras (PMI) procedente de encuestas mensuales a empresas del sector privado. Cifras superiores (inferiores) a 50 indican una expansión (contracción). <sup>2</sup> 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 media móvil de tres meses.

Fuentes: Bloomberg; Citigroup; Datastream; HSBC; Markit.

## Determinantes de la subida de los rendimientos de la deuda

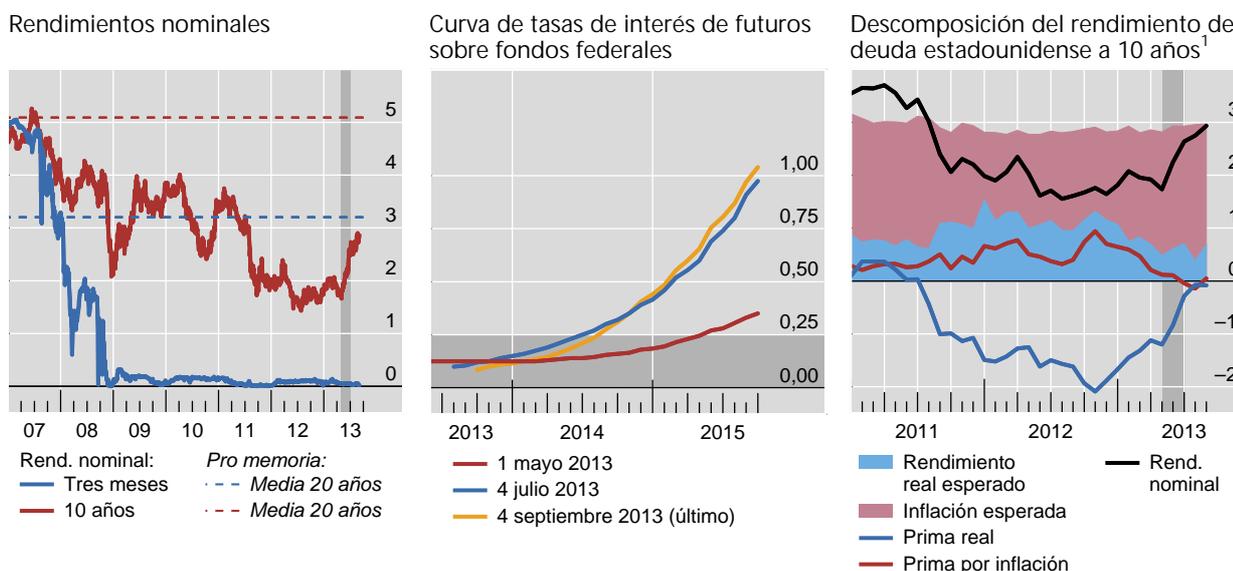
Un examen del aumento de los rendimientos de la deuda estadounidense entre mayo y julio revela como determinante esencial la incertidumbre sobre la futura orientación de la política monetaria. Las ventas masivas principalmente modificaron los rendimientos de la deuda con vencimientos largos, mientras el tramo corto de la curva de rendimientos continuaba anclado por la persistente política de bajas tasas de interés de la Reserva Federal (Gráfico 4, panel izquierdo). Además, la curva de tasas de interés de los futuros sobre fondos federales también se desplazó hacia arriba, reflejando las expectativas de los mercados de que el abandono del actual intervalo para la tasa de interés oficial (0%–0,25%) se produciría con bastante probabilidad ya en el segundo trimestre de 2014 (Gráfico 4, panel central). Una descomposición basada en modelos del rendimiento de la deuda del Tesoro estadounidense a 10 años, que arroja luz sobre los distintos determinantes de esos desplazamientos, indica que el reciente repunte del rendimiento obedeció básicamente a un aumento de la prima por plazo (Gráfico 4, panel derecho)<sup>4</sup>. Este resultado es coherente con la reacción de los mercados ante la incertidumbre sobre el grado en que unas mejores perspectivas económicas afectarían a las futuras tasas de interés oficiales. Asimismo, es coherente con la incertidumbre sobre el impacto que tendría una reducción de las compras de valores del Tesoro a largo plazo por la Reserva Federal en los precios de estos valores.

<sup>4</sup> En su reciente entrada en *Liberty Street Economics* (<http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org>), Tobias Adrian y Michael Fleming también hallaron que una creciente prima por plazo explica la mayor parte del reciente episodio de ventas masivas en los mercados de deuda.

## Tasas de interés en EEUU

En porcentaje

Gráfico 4



Las áreas sombreadas en los paneles izquierdo y derecho indican el periodo de ventas masivas en el mercado de deuda (del 3 de mayo al 5 de julio de 2013).

<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. 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.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

En comparación, fue diferente la naturaleza de las ventas masivas en los mercados de deuda de 1994 y 2003–04. Durante esos episodios, los rendimientos nominales a largo plazo aumentaron conjuntamente con las tasas oficiales o como consecuencia de los aumentos previstos tanto de las futuras tasas de interés reales como de la inflación futura. En cambio, las expectativas de inflación apenas variaron en el segundo y tercer trimestre de 2013 (Gráfico 4, panel derecho).

Pese a su reciente repunte, los rendimientos de la deuda en los mercados maduros permanecieron bajos en perspectiva histórica. En primer lugar, los rendimientos de la deuda soberana de las mayores economías mundiales habían seguido una tendencia decreciente desde 2007. Además, disminuyeron los diferenciales de la deuda con grado de inversión en Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido, respectivamente, 75, 110 y 190 puntos básicos entre mayo de 2012 y principios de septiembre de 2013, cayendo por debajo de sus anteriores mínimos de 2010 y hasta niveles no observados desde finales de 2007. La evolución de los correspondientes índices de la deuda de alta rentabilidad fue similar, con caídas de los diferenciales de entre 230 y 470 puntos básicos durante el mismo periodo.

### Mercados de crédito: en búsqueda permanente del rendimiento

El reciente episodio de ventas masivas apenas redujo el atractivo relativo de los valores con mayor riesgo, que se manifestó en la segunda mitad de 2012 y persistió durante el tercer trimestre de 2013. Los rendimientos históricamente reducidos en los mercados de deuda centrales explican ampliamente que los inversores se vieran

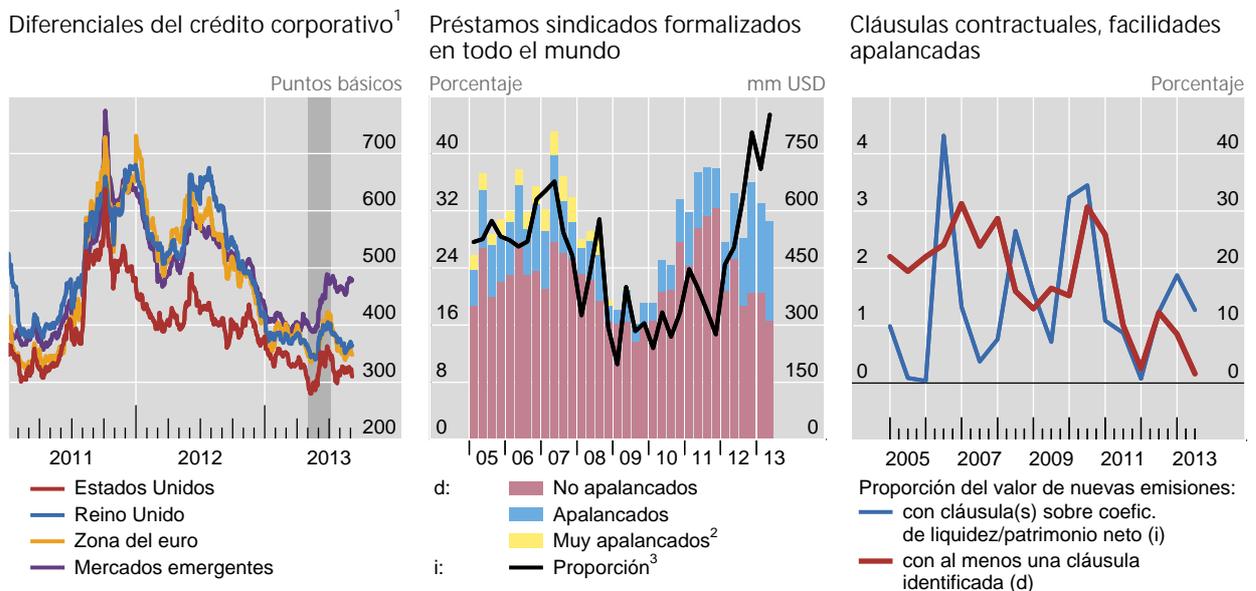
atraídos por los mayores rendimientos de activos más arriesgados. Sin embargo, en principio, otros dos factores posiblemente contribuyeron a ello. Conforme la incertidumbre sobre la orientación monetaria hacía más difícil valorar el riesgo de tasa de interés, la demanda del conjunto del mercado se desplazaría hacia valores menos sensibles a dicho riesgo, que incluirían títulos que incorporan una prima de riesgo de crédito, lo que reduce su duración, en igualdad de circunstancias. Además, en la medida en las condiciones monetarias solo se endurecieran cuando la recuperación económica cobrase impulso, los valores expuestos tanto al riesgo de tasa de interés como al riesgo de crédito se beneficiarían de una diversificación.

El atractivo de los valores más arriesgados se manifestó en una persistente reducción de los diferenciales de rendimiento (Gráfico 5, panel izquierdo). El episodio de ventas masivas en el mercado de deuda de mayo y junio invirtió este proceso, aunque solo de forma transitoria en las economías avanzadas. Tras sus máximos de mediados de 2012, los diferenciales de rendimiento en esas economías se desplomaron más de un 30% para situarse en torno a los 350 puntos básicos a comienzos de septiembre de 2013. De este modo, aunque todavía bien por encima de sus cotas mínimas previas a la crisis de 2006, alcanzaron niveles observados por última vez a finales de 2007.

La reciente emisión de deuda también reflejó el interés de los inversores en el tramo más arriesgado del espectro crediticio. Por ejemplo, la proporción que representan los títulos de alta rentabilidad en la emisión de deuda agregada de las entidades europeas superó el 15% en el primer trimestre de 2013, desde aproximadamente el 12,5% en 2012. Además, creció la financiación de los bancos mediante la emisión de deuda subordinada, que se esperaba tuviera suficiente capacidad de absorción de pérdidas para ser tenida en cuenta a efectos del capital

## Búsqueda del rendimiento

Gráfico 5



El área sombreada en el panel izquierdo indica el periodo de ventas masivas en el mercado de deuda (del 3 de mayo al 5 de julio de 2013).

<sup>1</sup> Diferenciales, ajustados de opciones, entre los índices de deuda corporativa de alta rentabilidad y con grado de inversión. <sup>2</sup> Dealogic Loan Analytics no distingue entre préstamos apalancados y muy apalancados formalizados después de 2008. <sup>3</sup> De los préstamos apalancados y muy apalancados en el total de préstamos sindicados formalizados.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Dealogic Loan Analytics; cálculos del BPI.

regulador. En comparación con los 12 meses hasta mediados de 2012, la emisión de deuda subordinada se multiplicó casi por diez en Estados Unidos y por 3,5 en Europa hasta alcanzar en torno a 22 000 millones de dólares y 52 000 millones de dólares, respectivamente, durante los 12 meses hasta mediados de 2013. Igualmente, el mercado de instrumentos de capital convertibles contingentes (CoCo) ha crecido desde 2011 (véase el artículo monográfico en este Informe Trimestral).

También en el mercado de préstamos sindicados se evidenció una tendencia favorable a la concesión de créditos más arriesgados. Una manifestación concreta fue la creciente popularidad de los préstamos «apalancados», concedidos a prestatarios muy apalancados y de baja calificación crediticia que pagan diferenciales superiores a cierto umbral (Gráfico 5, panel central). La proporción de estos préstamos sobre el total de nuevos préstamos formalizados ascendía al 45% a mediados de 2013, 30 puntos porcentuales por encima del mínimo registrado durante la crisis y 10 puntos porcentuales por encima del máximo previo a la crisis. Los mercados atribuyeron parte de este aumento a la renovada demanda de bonos de titulización de préstamos bancarios por parte de los inversores, lo que aumentó el poder de negociación de los prestatarios. Así pues, justo conforme los préstamos apalancados cobraban importancia, caía la proporción de nuevas emisiones que incorporaban una protección del acreedor en forma de cláusulas contractuales (Gráfico 5, panel derecho).

## Las ventas masivas provocan un éxodo desde los mercados emergentes

Los meses de verano de 2013 confirmaron una reducción del rápido crecimiento de las principales economías de mercado emergentes y un claro empeoramiento de sus perspectivas futuras (Gráfico 3). En algunas de estas economías, la desaceleración se había acentuado con la caída de los precios de ciertos productos básicos —especialmente, metales industriales y preciosos— a partir de mediados de 2012. Además, parte de la desaceleración obedeció a las medidas de las autoridades económicas para combatir los desequilibrios financieros. Por ejemplo, varios países latinoamericanos habían aplicado políticas para limitar la entrada de capitales extranjeros, incluidos gravámenes a los inversores extranjeros sobre ciertos instrumentos financieros. Simultáneamente, las autoridades chinas habían tomado medidas para frenar la expansión crediticia. Combinada con una reducción de las entradas de dólares estadounidenses, esta iniciativa de política culminó en una escasez de liquidez en el mercado interbancario local en junio (véase el Recuadro). Si bien los datos publicados en agosto sorprendieron favorablemente, las anteriores cifras de crecimiento en China, inferiores a lo previsto, habían repercutido negativamente en otros mercados emergentes. Por ejemplo, se tradujeron en una sustancial caída de la demanda externa en países exportadores de productos básicos, como Brasil y Rusia.

En este contexto, las mejores perspectivas de crecimiento en las economías avanzadas y el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales contribuyeron a la reducción de posiciones de los inversores en las economías de mercado emergentes. Este fenómeno indujo prolongadas caídas del valor de los activos locales. Por ejemplo, mientras que a finales de agosto las cotizaciones bursátiles en las economías avanzadas habían enjugado en gran parte sus pérdidas

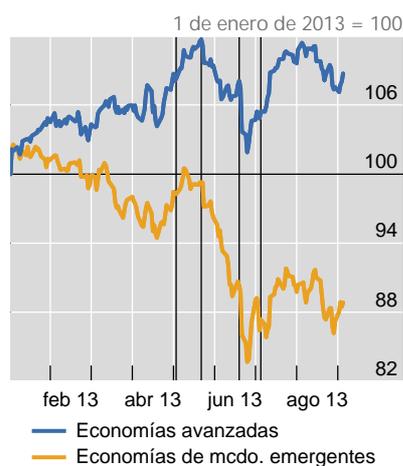
de junio, un índice bursátil amplio de los mercados emergentes continuaba estancado alrededor de un 12% por debajo de su cotización de primeros de mayo (Gráfico 6, panel izquierdo) y próximo a los niveles observados por última vez a mediados de 2012. Un patrón similar fue también visible en los flujos de entrada y salida de fondos invertidos en los mercados de deuda (Gráfico 6, paneles central y derecho). Los inversores redujeron con rapidez sus posiciones en estos fondos en todo el mundo durante junio, pero aunque los flujos se revirtieron y estabilizaron inmediatamente en las economías avanzadas, los inversores continuaron retirando dinero de los fondos colocados en mercados emergentes. Así, el resultante flujo acumulado de salidas entre junio y agosto ascendió a las entradas acumuladas de los cinco meses anteriores.

Los inversores redujeron sus posiciones ante los contradictorios indicadores de vulnerabilidad financiera de las economías de mercado emergentes. De hecho, las recientes cifras de deuda externa y entradas de capital en estas economías han sido inferiores, en proporción del PIB, a las existentes antes de 2008. Dicho esto, numerosas economías de mercado emergentes han acumulado desequilibrios financieros ante la rápida expansión del endeudamiento privado. Por ejemplo, la emisión de deuda corporativa de los mercados emergentes se había intensificado, a medida que sus rendimientos caían a niveles excepcionalmente bajos. Y los negativos efectos secundarios del progresivo endeudamiento incluían crecientes indicios de deterioro de los criterios de concesión de crédito en el sector bancario, conforme indica el creciente volumen de préstamos en mora (Gráfico 7, panel izquierdo). Así pues, dada la percepción de que las condiciones de abundante liquidez de los últimos años habían inflado la valoración de los activos de los mercados emergentes, los inversores rápidamente redujeron posiciones en esos activos conforme la subida de los rendimientos en las economías avanzadas señalaba el principio del fin de la etapa de crédito laxo.

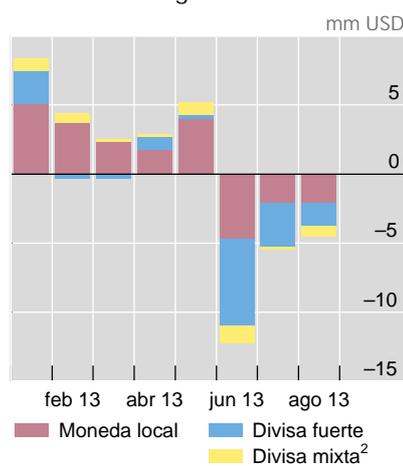
## Evoluciones divergentes

Gráfico 6

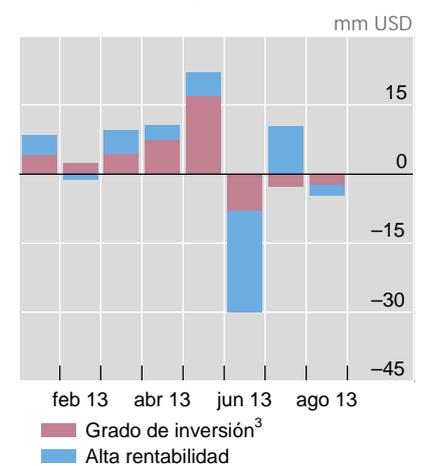
### Índices bursátiles<sup>1</sup>



### Flujos hacia fondos de deuda de mercados emergentes



### Flujos hacia fondos de deuda de economías avanzadas



Las líneas verticales negras marcan respectivamente el 3 de mayo, el 22 de mayo, el 19 de junio y el 5 de julio de 2013.

<sup>1</sup> Agregados calculados por MSCI. <sup>2</sup> Fondos invertidos en deuda denominada tanto en moneda local como en divisas fuertes. <sup>3</sup> Los fondos invertidos en deuda con grado de inversión incluyen bonos a corto, medio y largo plazo y fondos corporativos, así como fondos de rendimiento total.

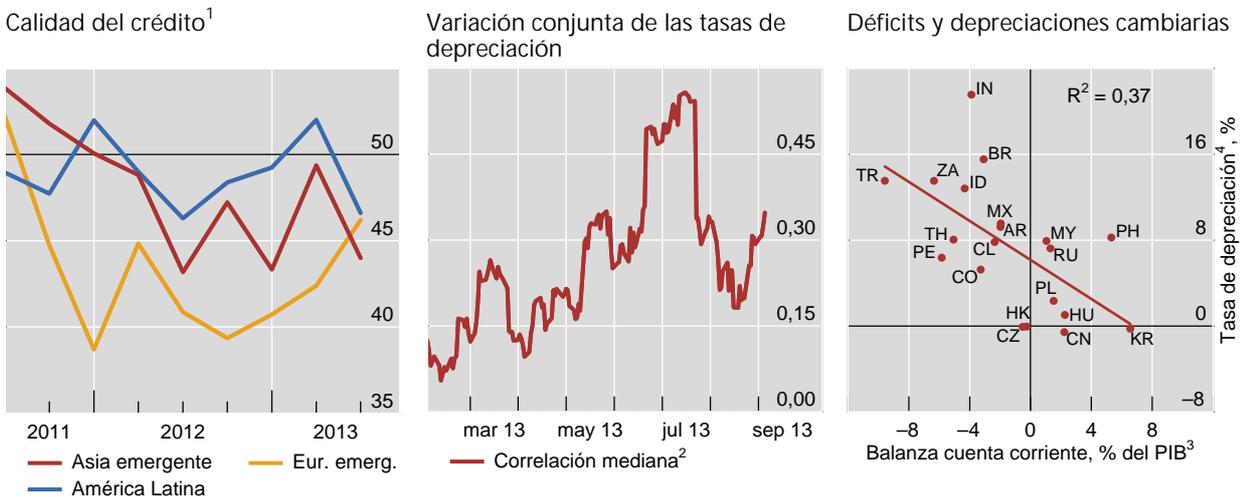
Fuentes: Datastream; EPFR.

Tras una depreciación generalizada de las divisas de los mercados emergentes frente al dólar estadounidense, los inversores volvieron a centrar su atención en los fundamentos económicos de cada país. Como muestra de esta transición, la variación conjunta de las tasas de depreciación, que había sido bastante notable en junio y julio, se redujo a los niveles previamente observados durante el año (Gráfico 7, panel central). En particular, los inversores centraron su atención en los países con abultados déficits por cuenta corriente que son especialmente vulnerables a repentinas salidas de capital. De hecho, los países con fuertes déficits, como Brasil, la India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía, registraron las mayores depreciaciones cambiarias (Gráfico 7, panel derecho). Conforme las desfavorables perspectivas sobre la India se veían corroboradas por informes de la creciente morosidad crediticia en los bancos locales, la rupia caía hasta un mínimo histórico frente al dólar estadounidense a finales de agosto. En Brasil, las informaciones de que el déficit por cuenta corriente venía creciendo más rápido de lo previsto —hasta 9 000 millones de dólares en julio— acentuaron las presiones bajistas sobre el real derivadas de la incertidumbre política. Igualmente, la rupia de Indonesia se depreció tras nuevos datos reveladores de un aumento del déficit por cuenta corriente del país, desde el 2,6% del PIB en el primer trimestre del año hasta el 4,4% en el segundo. Mientras tanto, varios países de Europa central y oriental se beneficiaron de que los inversores los consideraran un refugio relativo dentro de las economías mercado emergentes, lo que obedeció a los mejores saldos por cuenta corriente de esos países, así como a su mayor dependencia de las exportaciones a la zona del euro, que habían mostrado signos de recuperación.

En una serie de países con abultados déficits por cuenta corriente, la elevada inflación interna agravó la situación. A finales de agosto, la inflación interanual del

## Mercados emergentes: problemas sistémicos e internos

Gráfico 7



AR = Argentina; BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CZ = República Checa; HK = Hong Kong; RAE; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; TH = Tailandia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica.

<sup>1</sup> Índice de difusión: valores inferiores a 50 indican un volumen creciente de préstamos en mora. <sup>2</sup> Basada en los tipos de cambio en dólares estadounidenses de las monedas de los países que aparecen en el panel derecho. Mediana de todas las correlaciones pareadas de las tasas de depreciación durante el mes precedente. <sup>3</sup> T1 2013 (última observación trimestral). <sup>4</sup> Frente al dólar estadounidense, entre el 3 de mayo y el 4 de septiembre de 2013.

Fuentes: FMI *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; CEIC; Datastream; Institute of International Finance; cálculos del BPI.

índice de precios al por mayor en India se aproximaba al 6% y la del IPC en Indonesia y Turquía superaba el 8%, en parte debido a la considerable depreciación de sus monedas y al consiguiente aumento de sus costes de importación. A su vez, las elevadas tasas de inflación pueden provocar una depreciación nominal adicional, realimentando así un círculo vicioso.

Ante los problemas de diversa índole a que se enfrentan las autoridades de los mercados emergentes, sus principales respuestas de política se encaminaron a frenar la depreciación de las monedas locales. Ante la rápida caída de la confianza de los inversores, el Banco de la Reserva de la India intervino para ejercer presiones alcistas sobre las tasas de interés del mercado monetario y estableció controles de capital. Sin embargo, a finales de agosto apenas había indicios de que estas medidas hubiesen ralentizado el ritmo de depreciación de la rupia. Los funcionarios indios también anunciaron medidas a largo plazo para contener el déficit por cuenta corriente, incluidos gravámenes a las importaciones de plata y oro e iniciativas para liberalizar las exportaciones de mineral de hierro y para reducir la dependencia india del carbón importado. Del mismo modo, los bancos centrales indonesio, turco y brasileño elevaron sus tasas de interés oficiales e intervinieron en los mercados de divisas para tratar de reducir las salidas de capital extranjero y estabilizar las monedas locales. Asimismo, las considerables intervenciones de varios bancos centrales en los mercados cambiarios han contribuido a reducir significativamente las reservas oficiales de divisas en los últimos meses.

## Volatilidad interbancaria en China

G. Ma y C. Shu

El mercado interbancario chino experimentó un serio déficit de liquidez en junio. Esta escasez de liquidez comenzó en mayo, con una subida gradual hasta el 5% de las tasas *repo* de referencia a un día y a siete días, tras haber permanecido en el intervalo 2%–3% durante los primeros meses de este año (Gráfico A, panel izquierdo). Estas tasas subieron luego por encima del 10% a mediados de junio, escalando a máximos récord del 25% y 30% el 20 de junio, antes de relajarse hasta situarse en un intervalo aún elevado del 5%–8% el 25 de junio de 2013. Mientras tanto, la tasa de interés interbancaria de oferta de Shanghai (Shibor) también repuntaba. La escasez de liquidez indujo asimismo fuertes oscilaciones intradiarias de las tasas de interés. El mayor intervalo máximo-mínimo diario de la tasa *repo* a siete días fue de 2 329 puntos básicos el 20 de junio, frente a un promedio de 154 puntos básicos durante los cinco primeros meses de 2013.

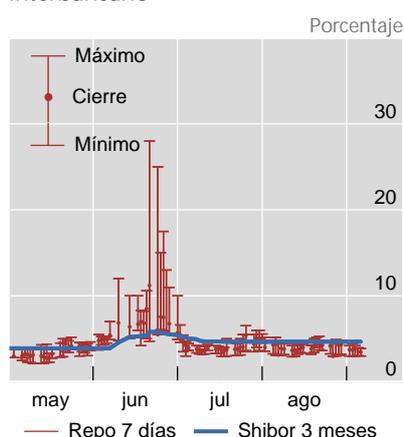
Como resultado, la actividad interbancaria se redujo significativamente. El crédito interbancario cayó más de un 60% entre mayo y junio, hasta 1,6 billones de renminbi (Gráfico A, panel central). En julio y agosto, el volumen de crédito interbancario repuntó hasta unos 2,4 billones de renminbi, aunque situándose aún muy por debajo del promedio mensual de 3,8 billones de renminbi en los cinco primeros meses del presente año y de 3,9 billones de renminbi en 2012.

Es probable que factores de oferta y demanda hayan contribuido al endurecimiento de las condiciones de financiación en el mercado interbancario. Por el lado de la oferta, a finales de mayo comenzó una notable desaceleración de las entradas de dólares estadounidenses, lo que conllevó una intervención mucho menor en el mercado de divisas, con la consiguiente reducción de las conversiones en renminbi. Esto obedeció a factores tanto locales como mundiales, incluidos unos menores excedentes comerciales (en parte debido a las enérgicas medidas aplicadas para prevenir la sobrefacturación de exportaciones), el endurecimiento de la normativa sobre el crédito interno en dólares estadounidenses, un desfavorable clima de confianza en las perspectivas de crecimiento de China y un aumento de la aversión al riesgo mundial en el marco de una creciente especulación sobre la reducción de las compras de activos en Estados Unidos. Por el lado de la demanda, el aumento de los coeficientes de reservas obligatorias de los bancos derivado de una normativa más estricta sobre «productos de gestión de patrimonios» y las mayores necesidades de financiación debido a unas reducidas renovaciones de estos productos acentuaron la demanda estacional de liquidez, agravando las tensiones en el mercado. El Banco Popular de China (PBoC) no

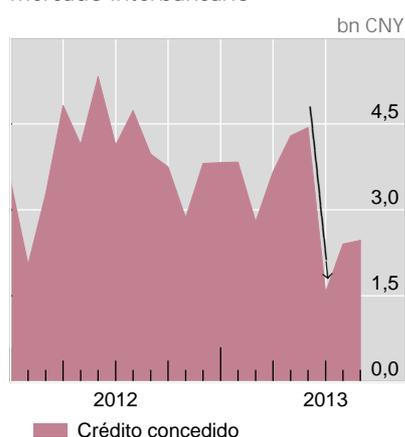
### Mercado interbancario y operaciones de mercado abierto en China

Gráfico A

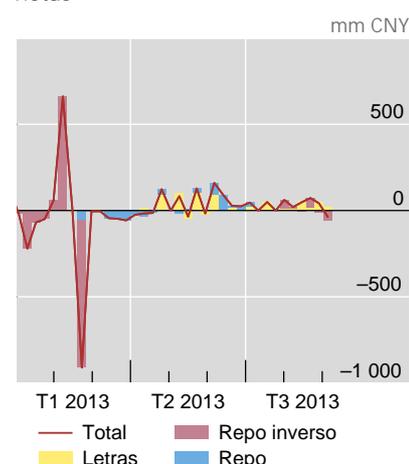
Tasas a corto plazo en el mercado interbancario



Volumen de negociación en el mercado interbancario



Operaciones de mercado abierto, netas<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Una cifra positiva indica una inyección neta al mercado.

Fuentes: Bloomberg; CEIC.

compensó inicialmente la creciente demanda en el mercado interbancario, permitiendo en la práctica el endurecimiento de las condiciones de financiación. Algunos participantes en los mercados interpretaron esta decisión como un intento del PBoC por controlar el crecimiento del crédito al sistema bancario paralelo. Existió incluso cierta especulación en el mercado respecto a que el PBoC estaba señalando un endurecimiento monetario. Todas estas interpretaciones contribuyeron a que los bancos adoptasen una política crediticia más prudente y a la resultante escasez de liquidez.

El mercado se calmó cuando posteriormente el PBoC suministró más liquidez y comunicó convincentemente su determinación de estabilizar los mercados. El 24 de junio, el banco central comunicó su valoración de que las condiciones generales de liquidez eran adecuadas, aun reconociendo las dificultades de los bancos para gestionar la liquidez en tal coyuntura.

El 25 de junio, el PBoC anunció su intención de «hacer un uso activo de las operaciones de mercado abierto, refinanciación, operaciones de liquidez a corto plazo y facilidades permanentes para regular la liquidez interbancaria, limitar la volatilidad atípica, estabilizar las expectativas del mercado y mantener la estabilidad del mercado monetario». Aunque las inyecciones de liquidez mediante operaciones de mercado abierto no aumentaron significativamente (Gráfico A, panel derecho), el banco central suministró liquidez de forma bilateral a las instituciones financieras que cumplían los criterios macroprudenciales pero necesitaban aportes de liquidez a corto plazo. Asimismo, se instó a los principales bancos comerciales y a los bancos de financiación de proyectos gubernamentales con excedentes de liquidez a prestarlos en el mercado interbancario.