

¿Mercados alcistas pero frágiles?¹

Los mercados permanecieron alcistas pese al repunte de la volatilidad en la mayoría de las clases de activos a mediados de octubre. Esta brusca caída del apetito por el riesgo se produjo en un entorno de creciente incertidumbre sobre las perspectivas económicas mundiales y la orientación de la política monetaria, así como de crecientes tensiones geopolíticas. Al aumentar la presión vendedora, escaseó temporalmente la liquidez del mercado, amplificando las oscilaciones de los mercados.

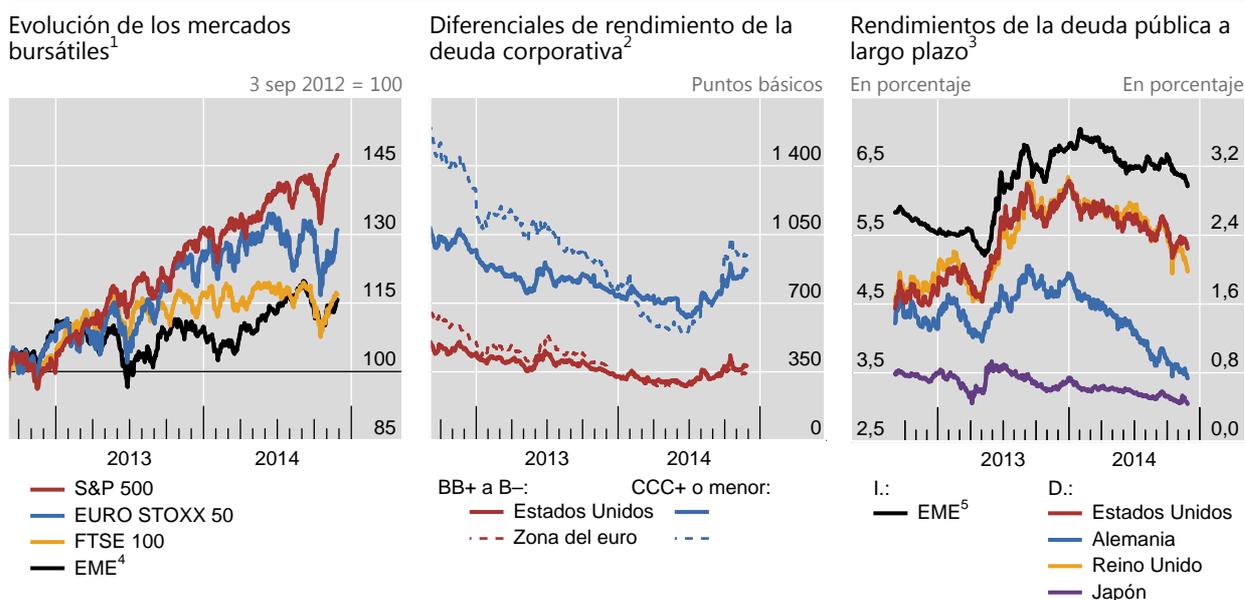
Los mercados se recuperaron rápidamente conforme se disipaban las dudas económicas y algunos de los principales bancos centrales seguían relajando su política monetaria. En concreto, el Banco de Japón y el BCE aplicaron nuevos estímulos monetarios, mientras que la Reserva Federal finalizaba su programa de compras de activos QE3. Estas medidas de signo opuesto alteraron los tipos de cambio, apreciándose el dólar frente a la mayoría de las divisas.

Estas bruscas oscilaciones de los mercados fueron aún más pronunciadas que en agosto, cuando a una súbita corrección en los mercados financieros mundiales le siguieron rápidamente nuevas condiciones de mercado alcistas. Esto sugiere que no es poca la fragilidad subyacente al boyante clima de los mercados financieros.

Crecientes signos de fragilidad

Aunque salpicados por repuntes de la volatilidad, los mercados se han mantenido alcistas durante el periodo analizado. Así, se han prolongado las subidas observadas en los mercados financieros mundiales durante los últimos dos años, en un entorno de bajo crecimiento y políticas monetarias excepcionalmente acomodaticias en las economías avanzadas. El abundante estímulo monetario alentó el apetito por el riesgo de los inversores e impulsó la búsqueda de activos con mayores rentabilidades. Los mercados bursátiles subieron durante estos dos años, especialmente en las economías avanzadas (Gráfico 1, panel izquierdo). Los rendimientos de la deuda corporativa de alta rentabilidad se redujeron (panel central) y los mínimos récord alcanzados por los rendimientos de la deuda pública revalorizaron los activos de riesgo (panel derecho). La búsqueda del rendimiento también reanimó la financiación estructurada e impulsó los mercados de préstamos apalancados hasta niveles inéditos desde 2008 (Recuadro 1).

¹ Este artículo ha sido elaborado por el Departamento Monetario y Económico del BPI. Las preguntas acerca del mismo pueden dirigirse a Mathias Drehmann (mathias.drehmann@bis.org) y Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org). Las cuestiones sobre datos y gráficos deben dirigirse a Alan Villegas (alan.villegas@bis.org).



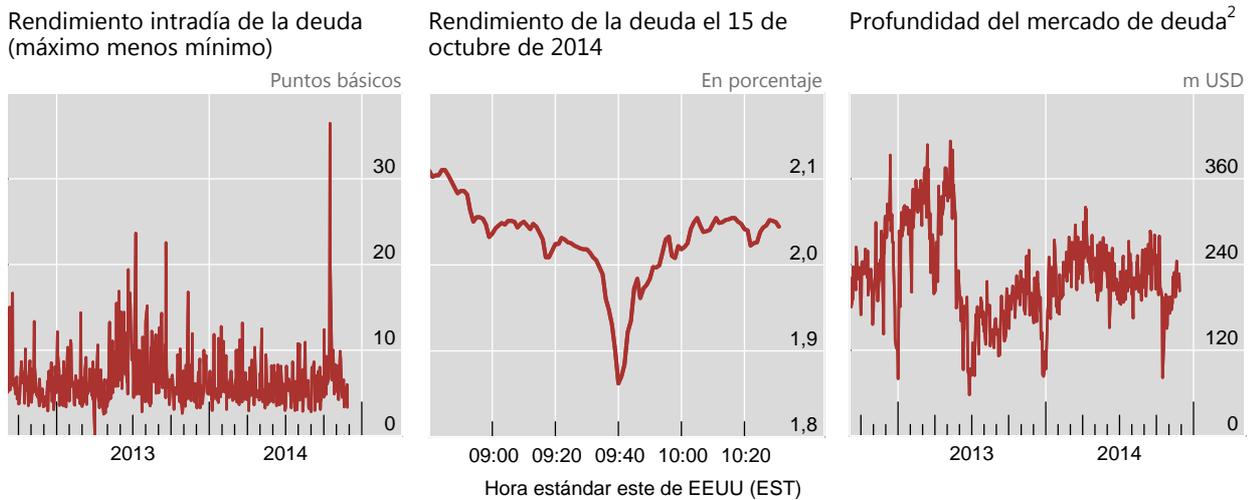
¹ Índices bursátiles, en moneda local. ² Diferenciales, ajustados de opciones, de un índice de deuda en moneda local emitida por sociedades financieras y no financieras. ³ Rendimientos de la deuda pública a 10 años. ⁴ Índice bursátil MSCI Emerging Markets. ⁵ Índice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimiento al vencimiento. Este índice ofrece un indicador agregado de la deuda pública a tasa de interés fija emitida en las economías de mercado emergentes (EME) en moneda local.

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

Sin embargo, la evolución reciente sugiere una creciente fragilidad de los mercados. Las bolsas mundiales se desplomaron a comienzos de agosto y mediados de octubre (Gráfico 1, panel izquierdo). Las extremas oscilaciones intradía de las cotizaciones a mediados de octubre evidencian la sensibilidad actual de los mercados incluso frente a pequeñas sorpresas. El 15 de octubre, el rendimiento de la deuda del Tesoro estadounidense a 10 años cayó casi 37 puntos básicos (Gráfico 2, panel izquierdo), más que el 15 de septiembre de 2008 cuando Lehman Brothers se declaró en quiebra. Las oscilaciones del mercado fueron particularmente bruscas durante un periodo de 20 minutos, en el que los rendimientos cayeron y luego repuntaron alrededor de 20 puntos básicos (Gráfico 2, panel central). Estas fluctuaciones fueron muy amplias comparadas con las sorpresas económicas y políticas, ya que la única noticia adversa relevante del día fue la publicación de las cifras de ventas minoristas en Estados Unidos algo peores de lo previsto una hora antes.

El deterioro de las condiciones de liquidez amplificó sustancialmente la perturbación inicial. Desde comienzos de año, numerosos inversores apalancados (normalmente *hedge funds*) se posicionaron a la espera de una subida de las tasas a largo plazo, manteniendo importantes posiciones cortas netas en futuros sobre eurodólares (Gráfico 3, panel izquierdo). Aunque a partir de finales de septiembre comenzaron a cancelar estas posiciones, a mediados de octubre continuaban siendo elevadas. Y al intentar algunos participantes en los mercados reducirlas con aún más rapidez, la liquidez se evaporó, magnificando así la mala noticia (Gráfico 2, panel derecho).

Pero los mercados se recuperaron rápidamente y ciertas clases de activos alcanzaron nuevos récords a finales de noviembre. Las declaraciones de funcionarios de los bancos centrales estadounidense y británico sobre una posible



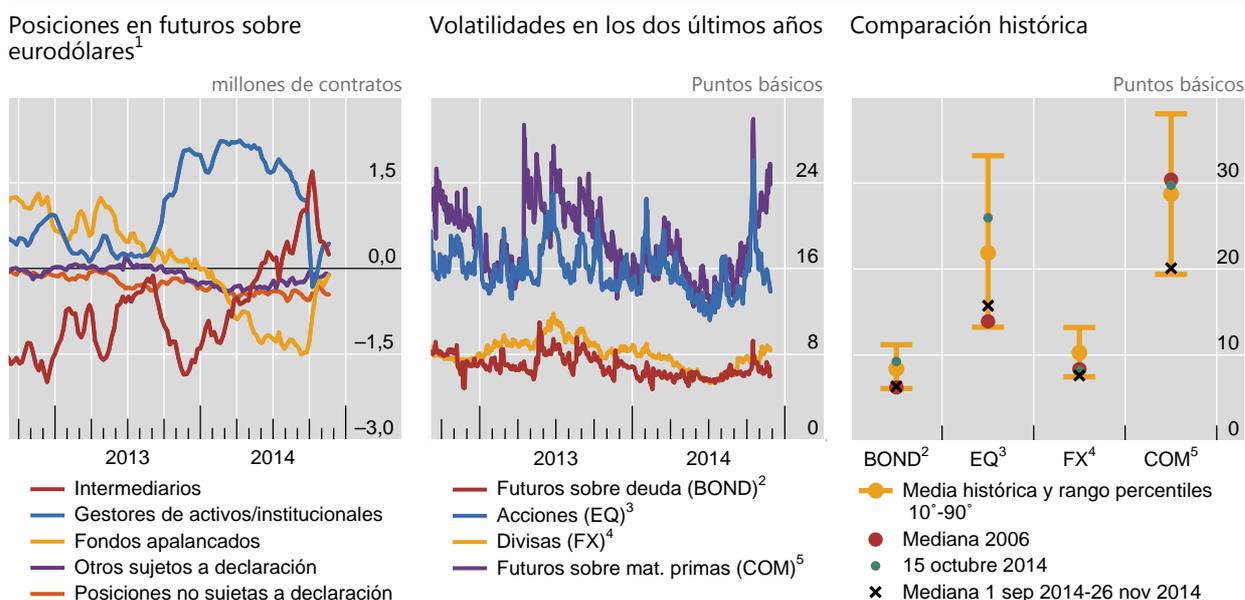
¹ Deuda pública estadounidense genérica a diez años. ² Calculada como promedio de las tres mayores ofertas y demandas, diariamente promediadas entre 08:30 y 10:30, hora estándar del este de EE UU.

Fuentes: Bloomberg; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

prolongación de la relajación cuantitativa aportaron un primer estímulo. La confianza del mercado se vio reforzada por datos macroeconómicos mejores de lo previsto, como los de producción industrial en Estados Unidos. A partir de finales de octubre, se relajó más la política monetaria en China, Europa y Japón, impulsando los mercados bursátiles estadounidenses hasta nuevos máximos históricos (Gráfico 1, panel izquierdo) y los rendimientos de la deuda pública a largo plazo hasta mínimos en numerosas economías de la zona del euro. Sin embargo, los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa permanecieron por encima de sus mínimos del verano (Gráfico 1, panel central).

Los cambios en el clima de confianza se reflejaron en acusadas fluctuaciones de las volatilidades implícitas (prospectivas) de las principales clases de activos. El 15 de octubre, la volatilidad en los mercados bursátiles repuntó hasta niveles inéditos en más de dos años. La volatilidad en los mercados de deuda, materias primas y divisas también fluctuó considerablemente (Gráfico 3, panel central). Con todo, ante el rebrote del optimismo, ese repunte resultó efímero de forma que, la mayor parte del tiempo, las volatilidades (medianas) fueron bajas en relación con sus patrones históricos y parecidas a las de 2006 (Gráfico 3, panel derecho).

Pese a los signos de creciente fragilidad, la publicación el 26 de octubre de la evaluación global por el BCE apenas tuvo efectos en un entorno de mejora de las condiciones de mercado. A partir de las posiciones financieras a finales de 2013, el análisis de la calidad de los activos y la prueba de resistencia revelaron un déficit de capital agregado de 25 000 millones de euros en 25 de las 130 instituciones participantes. Pero teniendo en cuenta las inyecciones de capital en el transcurso del año, el actual déficit de capital asciende a 9 700 millones de euros, distribuido entre 13 bancos. Las reacciones iniciales de los mercados fueron entre neutrales y positivas. Aunque las cotizaciones bursátiles de la mayoría de los bancos incluidos en el ejercicio del BCE cayeron el primer día hábil tras la publicación de los resultados, casi todas se había recuperado a finales de la semana, con excepción de los bancos con fuertes déficits de capital.



¹ Informe de US Commodity Futures Trading Commission *Traders in Financial Futures* (TFF); una cifra negativa indica posiciones cortas netas agregadas en futuros sobre eurodólares a tres meses negociados en la bolsa Chicago Mercantile Exchange. ² Media ponderada, calculada utilizando el PIB y los tipos de cambio PPA, de la volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* sobre futuros de deuda a largo plazo de Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. ³ Volatilidad implícita de los índices bursátiles S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 y Nikkei 225; media ponderada basada en la capitalización de mercado de los respectivos índices. ⁴ Índice JPMorgan VXY Global, un índice, ponderado por el volumen de contratación, de la volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* a tres meses sobre 23 tipos de cambio frente al dólar estadounidense. ⁵ Media simple de la volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* sobre contratos de futuros sobre petróleo, oro y cobre. ⁶ Los datos comienzan en 2001.

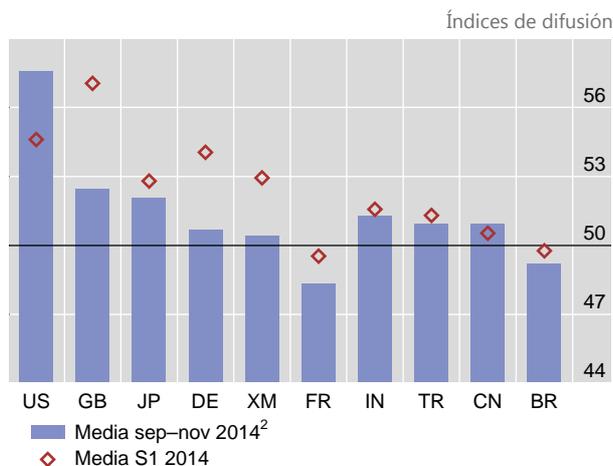
Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Las divergencias mundiales podrían acentuar las fragilidades

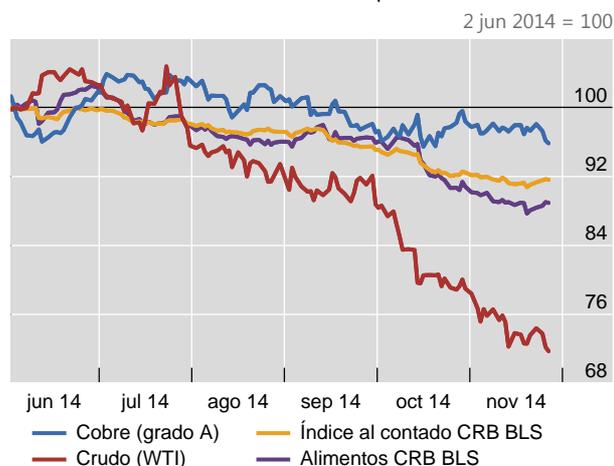
El reciente episodio de volatilidad en los mercados financieros aconteció en un entorno de creciente incertidumbre sobre las perspectivas económicas mundiales y de mayores tensiones geopolíticas. Los índices de directores de compras manufactureros (PMI) indicaron una pérdida del impulso económico, especialmente en Europa (Gráfico 4, panel izquierdo). Los mercados se vieron particularmente sorprendidos por los datos de Alemania, donde un indicador que concita gran interés, el índice de clima empresarial Ifo, cayó en octubre cerca de su nivel mínimo de dos años. Los mercados también se vieron afectados por las desalentadoras perspectivas económicas mundiales del FMI, que identificaron otras áreas débiles, incluidas Japón, China e importantes economías de mercado emergentes (EME). Estados Unidos ha constituido una notable excepción a estas peores previsiones macroeconómicas, al sugerir sus datos más recientes una recuperación más sostenida.

Los precios del petróleo y otras materias primas continuaron experimentando fuertes caídas (Gráfico 4, panel derecho). Esta evolución reflejó en parte un crecimiento más débil, aunque el factor determinante parece haber sido el aumento de la oferta, al menos para el petróleo. Algunos de los principales productores de petróleo han elevado notablemente su producción en los últimos meses. En su conjunto, el impacto agregado en la economía mundial del abaratamiento de las materias primas probablemente sea positivo. Los importadores netos de materias primas se beneficiarán especialmente, a través de mejoras en sus balanzas por

PMI manufactureros¹



Precios al contado de las materias primas



BR = Brasil; CN = China; DE = Alemania; FR = Francia; GB = Reino Unido; IN = India; JP = Japón; TR = Turquía; US = Estados Unidos; XM = zona del euro.

¹ Índices de directores de compras (PMI) calculado a partir de encuestas mensuales a empresas del sector privado. Una cifra superior (inferior) a 50 indica una expansión (contracción). ² Sep–oct de 2014 para Brasil, China, India y Turquía.

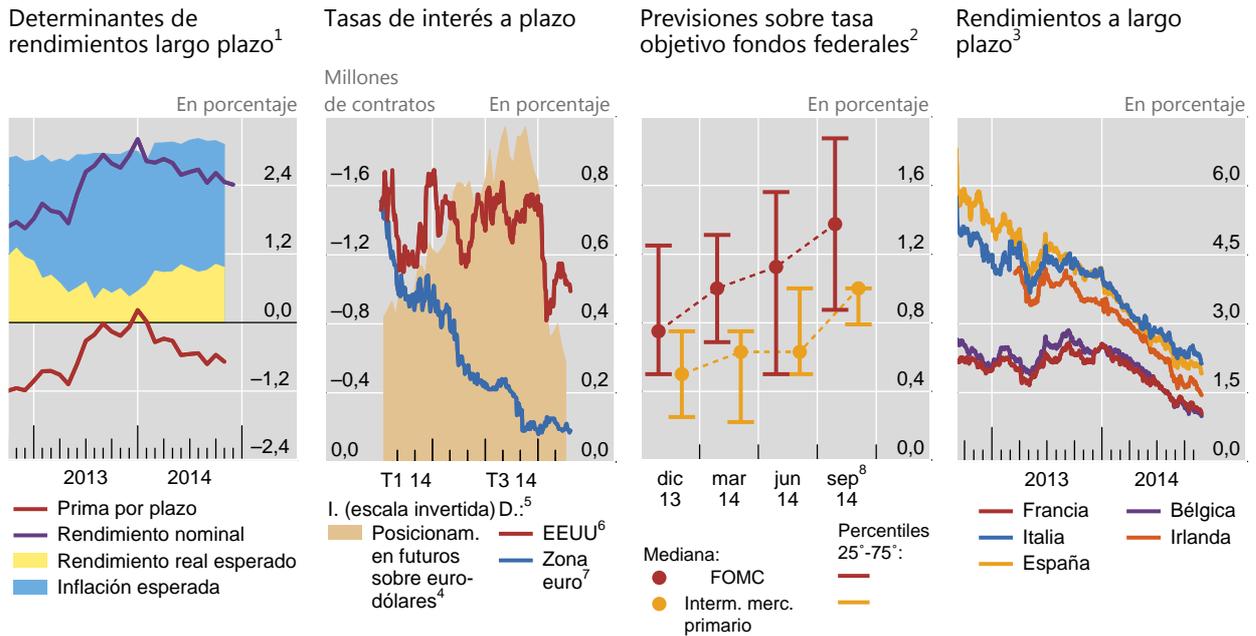
Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

cuenta corriente y menores subvenciones a la energía. Sin embargo, los países exportadores de materias primas podrían verse perjudicados, particularmente aquellos con peores fundamentos macroeconómicos, contribuyendo a un clima de escasa confianza en los mercados hacia países como Brasil y Rusia.

Las diferentes evoluciones macroeconómicas se reflejaron en las divergentes medidas de política monetaria. La Reserva Federal finalizó el QE3 el 29 de octubre. Este programa de expansión cuantitativa ha ampliado el balance de la Reserva Federal en casi un 60%, hasta 4,5 billones de dólares estadounidenses, desde septiembre de 2012, un aumento del 25% en términos del PIB de mediados de 2014. Al mismo tiempo, la Reserva Federal mantuvo la tasa de los fondos federales en la cota inferior cero. Al tratarse de medidas ya descontadas, apenas tuvieron efectos reseñables en los precios de los activos, a diferencia del episodio de posible reducción anticipada de las compras de activos (*taper tantrum*) del pasado año.

Pese al abandono gradual del QE3 por la Reserva Federal, las estimaciones de la prima por plazo incluida en los rendimientos de la deuda del Tesoro se mantuvieron en territorio muy negativo e incluso disminuyeron. En el caso de la deuda del Tesoro a 10 años, cayeron más de 10 puntos básicos desde septiembre hasta finales de octubre de 2014 (Gráfico 5, panel izquierdo).

También se moderaron las expectativas de los mercados sobre las futuras tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos. Las tasas a plazo para finales de 2015 cayeron (Gráfico 5, segundo panel), observándose una evolución similar en toda la gama de vencimientos. Los ajustes fueron particularmente acusados el 15 de octubre, y no se revirtieron cuando tocó a su fin el QE3. Durante el año, las previsiones sobre las tasas futuras de los intermediarios en el mercado primario (*primary dealers*) han sido sistemáticamente muy inferiores a las de los miembros del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal



¹ Descomposición del rendimiento nominal estadounidense a 10 años basada en un modelo conjunto macroeconómico y de estructura temporal. Véase P. Hördahl y O. Tristani, «Inflation risk premia in the euro area and the United States», *International Journal of Central Banking*. ² Previsiones para finales de 2015. El eje de abscisas indica las fechas de publicación de las previsiones. A partir de septiembre de 2014, el valor de las previsiones del FOMC se incrementó hasta el 1/8 de punto porcentual más cercano (desde el 1/4 de punto porcentual utilizado como referencia previamente), mientras que las previsiones sobre la tasa objetivo de los fondos federales de los intermediarios en el mercado primario proceden de encuestas sobre el extremo superior del rango previsto para la tasa objetivo. ³ Rendimiento de la deuda pública genérica a 10 años; mínimos intradía. ⁴ Informe de US Commodity Futures Trading Commission *Commitments of Traders (COT) – Chicago Mercantile Exchange*; una cifra negativa indica que los intermediarios no comerciales mantienen en términos agregados posiciones cortas netas en futuros sobre eurodólares a tres meses (el informe distingue las categorías «comerciales» y «no comerciales» para operadores sujetos a declaración). ⁵ Implícitas en los contratos de futuros con vencimiento en diciembre de 2015. ⁶ Futuros sobre fondos federales a 30 días. ⁷ Futuros sobre Euribor a tres meses. ⁸ Octubre de 2014 en el caso de intermediarios en el mercado primario.

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

(Gráfico 5, tercer panel). Un futuro alineamiento de expectativas podría aumentar el riesgo de ajustes bruscos.

A diferencia de la Reserva Federal, el BCE continuó relajando el tono de su política monetaria. A comienzos de septiembre, redujo la tasa de interés de sus operaciones principales de financiación en 10 puntos básicos, hasta el 0,05%, y la tasa de la facilidad de depósito hasta el -0,20%. Asimismo, el Consejo de Gobierno anunció que compraría bonos de titulización de activos con activos subyacentes consistentes en créditos frente al sector privado no financiero de la zona del euro, así como bonos garantizados denominados en euros emitidos por instituciones financieras monetarias (IFM) domiciliadas en la zona del euro. Estos programas se iniciaron en octubre y noviembre, respectivamente. Junto con la serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico que se realizarán hasta junio de 2016, cabe esperar que estos programas aumenten el tamaño del balance del BCE hasta el nivel de principios de 2012. Así pues, el balance podría crecer en torno a 1 billón de euros, un 50% de su actual tamaño o alrededor de un 10% del PIB de la zona del euro (a mediados de 2014).

Los mercados anticiparon las principales medidas de política anunciadas en los últimos meses, por lo que apenas suscitaron reacciones. No obstante, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo cayeron a mínimos récord en

muchos países de la zona del euro tras el discurso del Presidente del BCE, Mario Draghi, el 21 de noviembre, que recalcó que el BCE haría lo que fuera necesario para aumentar la inflación y las expectativas de inflación, ajustando el tamaño, el ritmo y la composición de sus compras de activos, en caso de resultar insuficientes las políticas actualmente anunciadas. Esto dio pie a una nueva caída de los rendimientos de la deuda pública a 10 años, que alcanzaron mínimos históricos en nueve grandes países de la zona del euro, incluidos Francia, España e Irlanda, el 26 de noviembre, al final del periodo analizado (Gráfico 5, panel derecho).

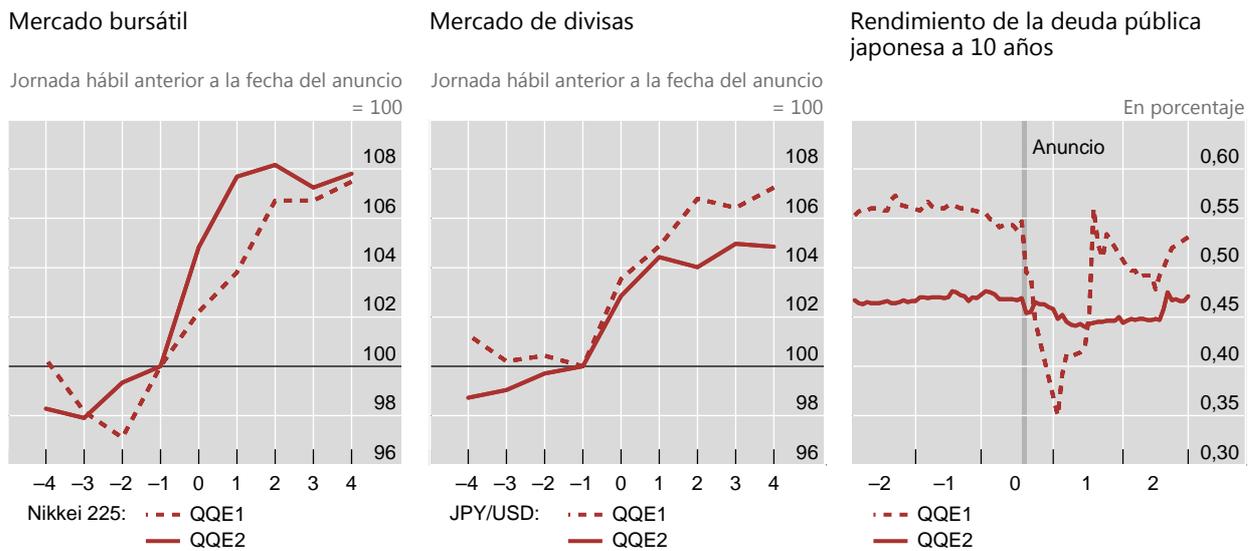
El 31 de octubre, el Banco de Japón sorprendió a los mercados ampliando su programa de relajación cuantitativa y cualitativa (QQE), al elevar su objetivo de aumento de la base monetaria desde 60–70 a 80 billones de yenes anuales. De aplicarse, el programa ampliará el balance del Banco de Japón durante el próximo año en casi un 30%, o más del 16% del PIB de mediados de 2014. Ese mismo día, el Fondo de Inversión de las Pensiones Públicas (GPIF) anunció un aumento de los porcentajes de su cartera invertidos en renta variable nacional y en activos extranjeros.

Los mercados financieros reaccionaron contundentemente a estos cambios de política en Japón. El día del anuncio, las cotizaciones bursátiles japonesas subieron casi un 5% y el yen cayó alrededor del 3% frente al dólar (Gráfico 6, paneles izquierdo y central). Estas oscilaciones fueron superiores o bastante semejantes a las del 4 de abril de 2013, cuando se introdujo el QQE. En cambio, el impacto sobre los ya reducidos rendimientos de la deuda pública japonesa resultó modesto, quizá porque el mercado confiaba en que no se repetiría la extrema volatilidad en los mercados de deuda observada tras la introducción del QQE (Gráfico 6, panel derecho). También contribuyeron las expectativas de que las ventas de deuda pública nipona realizadas por el GPIF se verían parcialmente compensadas por las compras de deuda del Banco de Japón.

Ante una desaceleración del crecimiento económico, el Banco de la República Popular de China recortó sus tasas oficiales de referencia el 21 de noviembre, tras el cierre de los mercados locales, la primera medida de este tipo desde julio de 2012. La tasa de crédito de referencia a un año se redujo en 40 puntos básicos, hasta el 5,6%, mientras que la tasa de depósito de referencia a un año se rebajó en 25 puntos básicos, hasta el 2,75%. Las tasas de crédito y depósito para diferentes vencimientos también se redujeron en consonancia. Los mercados mundiales reaccionaron positivamente a la noticia. Los precios al contado del crudo aumentaron inmediatamente en un 1,1%. El lunes siguiente, el índice CSI300 —el índice bursátil de las mayores empresas chinas cotizadas en Shanghai y Shenzhen— ganó un 1,2%.

Las medidas de signo opuesto adoptadas por los principales bancos centrales ocasionaron bruscas oscilaciones de los tipos de cambio. El dólar se apreció frente a la mayoría de las monedas (Gráfico 7, paneles superiores). Entre las economías avanzadas, el yen se vio especialmente afectado, no solo el 31 de octubre, sino durante todo el periodo analizado. Esto indujo un fuerte aumento de la actividad en el mercado dólar/yen al contado, alcanzándose un volumen de negociación récord en los mercados de divisas mundiales (Gráfico 7, panel inferior izquierdo).

La mayoría de las monedas de las EME también retrocedieron frente al dólar, depreciándose menos las monedas de los importadores de materias primas que las de sus exportadores (Gráfico 7, panel inferior derecho). La lira turca, la rupia india y el baht tailandés se han depreciado menos de un 3% frente al dólar en los tres últimos meses. El won coreano retrocedió ligeramente.



¹ El eje de abscisas representa las jornadas hábiles anteriores y posteriores a las fechas de los anuncios. Cero representa las fechas de los anuncios: 4 de abril de 2013 para el programa de Relajación Cuantitativa y Cualitativa 1 (QQE1); 31 de octubre de 2014 para el programa de Relajación Cuantitativa y Cualitativa 2 (QQE2) y la decisión del Fondo de Inversión de las Pensiones Públicas de aumentar los porcentajes de su cartera invertidos en renta variable nacional y en activos extranjeros. Precios de cierre del mercado bursátil y del mercado de divisas; rendimientos intradía para la deuda pública japonesa a 10 años.

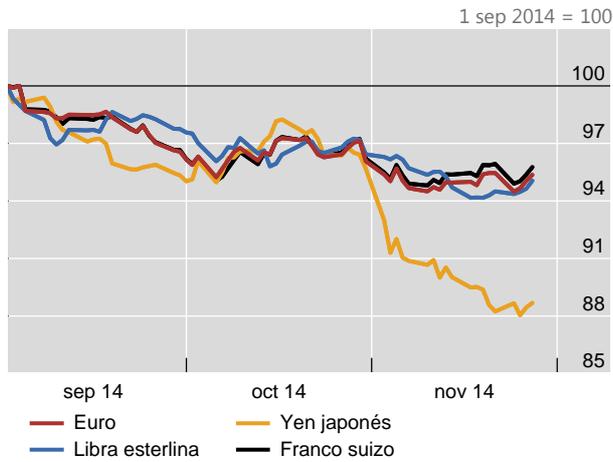
Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

La combinación de un dólar fuerte y unos débiles precios de las materias primas indujo considerables depreciaciones de las monedas de los exportadores netos de materias primas. En ciertos casos, estos factores internacionales interaccionaron con las vulnerabilidades propias de cada país. Por ejemplo, el real brasileño se depreció ante la incertidumbre asociada a las elecciones presidenciales y a la debilidad general de las perspectivas económicas. Las sanciones económicas impuestas a Rusia y el deterioro del conflicto en Ucrania desencadenaron un desplome del rublo de más del 13% durante septiembre y octubre. Con el fin de reforzar su moneda, el banco central ruso elevó sus tasas oficiales en 150 puntos básicos el 31 de octubre. Pese a ello, continuó la presión bajista. La decisión del 5 de noviembre de reducir las intervenciones en el mercado de divisas en apoyo del rublo se saldó con una depreciación del 4% al día siguiente. El 10 de noviembre, el banco central abandonó el corredor de cotización del rublo, permitiendo su libre fluctuación y estabilizando así el tipo de cambio.

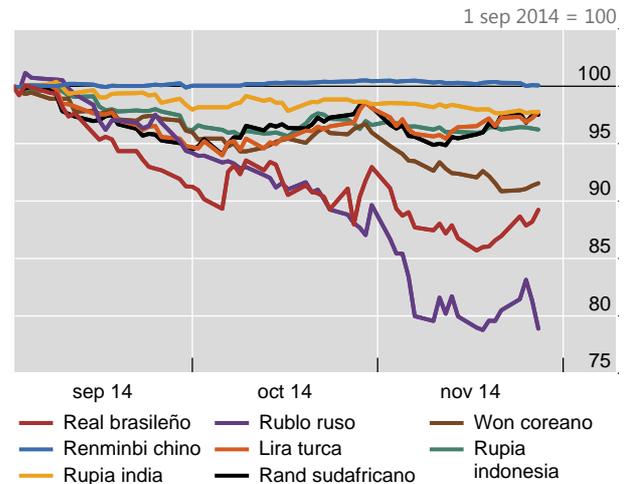
Si persiste la apreciación del dólar en un contexto de políticas monetarias divergentes, podría tener un profundo impacto en la economía mundial, especialmente en las EME. Podría, por ejemplo, revelar vulnerabilidades financieras, puesto que numerosas empresas de las economías emergentes han contraído cuantiosos pasivos denominados en dólares estadounidenses². Una depreciación continuada de la moneda local frente al dólar podría reducir la solvencia de muchas empresas, pudiendo endurecer las condiciones financieras.

² M. Chui, I.Fender y V. Sushko, «Riesgos relativos a los balances corporativos de las EME: influencia del apalancamiento y los descalses de monedas», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2014.

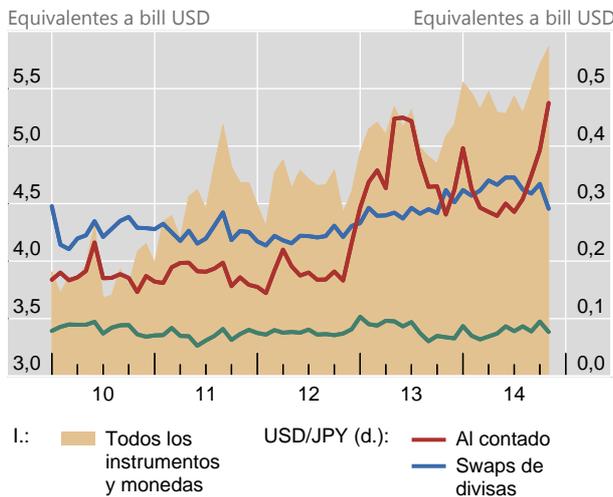
Tipos de cambio, economías avanzadas¹



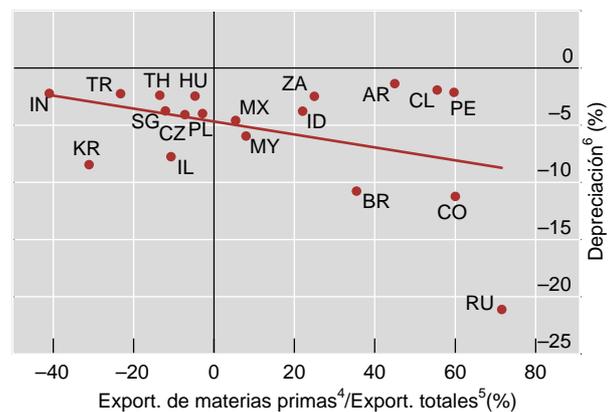
Tipos de cambio, economías emergentes¹



Volúmenes de negociación de divisas²



Exportaciones de materias primas y variación de los tipos de cambio³



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

¹ Dólares de EEUU por unidad de moneda local. Un descenso indica una depreciación de la moneda local. ² Series ajustadas con puntos de referencia, calculadas con la técnica proporcional de Denton. Los datos CLS se corrigen de estacionalidad antes de aplicar la técnica de ajuste con puntos de referencia. Véase M. Bech y J. Sobrun «Tendencias en el mercado de divisas antes, entre y después de las Encuestas Trienales», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2013. ³ La línea roja representa los valores estimados a partir de una regresión lineal de la depreciación de la moneda local frente a la importancia relativa de las exportaciones netas de materias primas, $R^2= 0,16$. ⁴ Exportaciones menos importaciones de materias primas en 2013. Los sectores de materias primas incluyen los códigos 0, 1, 2, 3, 4, 68, 667 y 971 de la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional. ⁵ Exportaciones totales de bienes, 2013. ⁶ Variación del tipo de cambio, en dólares estadounidenses por unidad de moneda local, del 1 de septiembre al 26 de noviembre de 2014. Una cifra negativa representa una depreciación de la moneda local.

Fuentes: Bloomberg; CLS; Datastream; encuestas FXC; Base de datos estadísticos de la ONU sobre el comercio de mercaderías; Encuesta Trienal del BPI del 2013; cálculos del BPI.

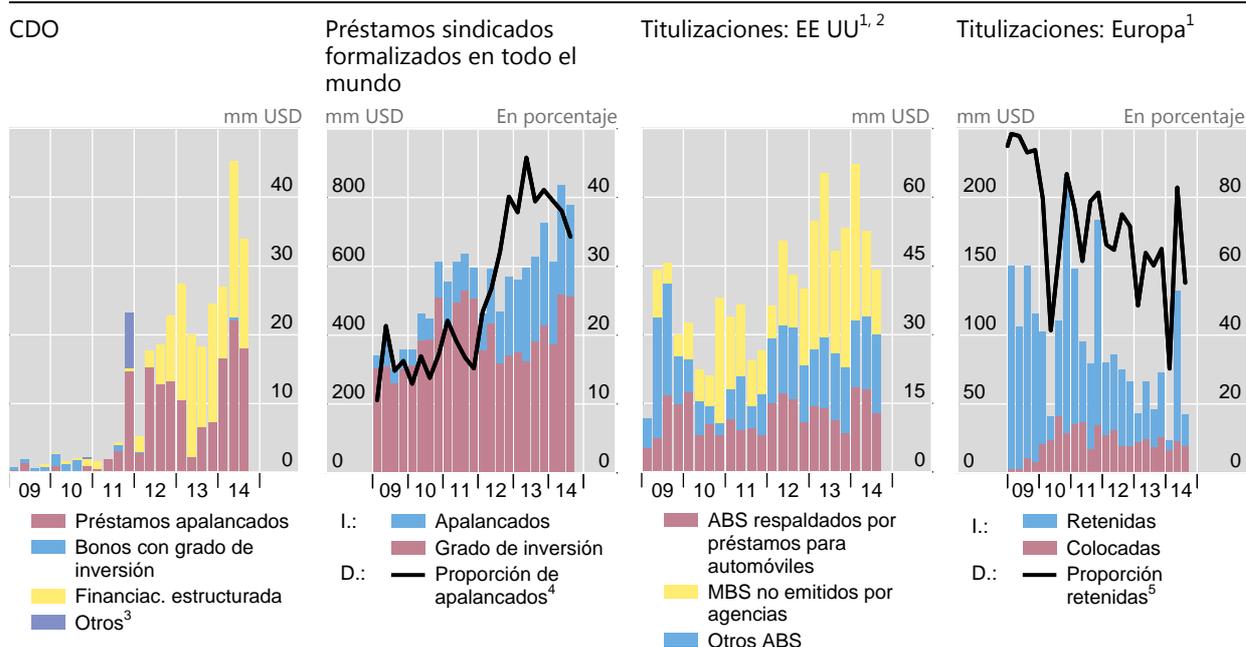
Síntomas de recuperación en los mercados de productos financieros estructurados y de préstamos apalancados

Branimir Gruic, Adrian van Rixtel y Jhuvesh Sobrun

La búsqueda del rendimiento reanimó algunos segmentos de los mercados de productos financieros estructurados e impulsó las emisiones de préstamos apalancados hasta niveles inéditos. Las emisiones de bonos de titulización de deuda (CDO) se recuperaron con fuerza en los tres primeros trimestres de 2014 (Gráfico A, panel izquierdo). Estos instrumentos empaquetan carteras de activos en un nuevo valor, que ofrece mayores rendimientos utilizando como respaldo activos relativamente diversificados. Antes de la crisis, la mayor parte de los CDO estaban respaldados por los bonos de titulización de activos, pero recientemente, alrededor de un 55% de los CDO consisten en préstamos apalancados. Así pues, la financiación estructurada ha aumentado la base inversora de estos préstamos, que representan aproximadamente el 40% de los préstamos sindicados en los últimos años (Gráfico A, segundo panel). La actividad en los mercados de préstamos apalancados ha superado incluso los niveles registrados antes de la crisis: el promedio trimestral de operaciones anunciadas durante el periodo de un año transcurrido hasta finales de septiembre de 2014 ascendió a 250 000 millones de dólares, muy por encima del promedio de 190 000 millones registrado durante el periodo previo a la crisis comprendido entre 2005 y mediados de 2007. En cambio, el volumen de las recientes emisiones de CDO ha continuado muy por debajo de sus máximos alcanzados en 2006 y 2007.

Emisión en los mercados de productos financieros estructurados y de préstamos apalancados

Gráfico A



ABS = bonos de titulización de activos; CDO = bonos de titulización de deuda; MBS = bonos de titulización hipotecaria.

¹ Excluidos CDO de tesorería. ² Excluidos MBS de agencias. ³ Deuda de alta rentabilidad, activos de garantía mixtos, otros *swaps* y otros. ⁴ Proporción de préstamos apalancados sobre la cifra total de préstamos sindicados formalizados. ⁵ Proporción de titulizaciones retenidas sobre el volumen total emitido.

Fuentes: Association for Financial Markets in Europe (AFME); Dealogic; Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA); cálculos del BPI.

Los mercados de titulización también han mostrado síntomas de recuperación en los últimos años, especialmente en Estados Unidos (Gráfico A, tercer panel). Las emisiones totales de activos titulizados en ese país (excluidas agencias) durante los tres primeros trimestres de 2014 ascendieron a 164 000 millones de dólares, muy por encima de los niveles de periodos análogos en 2009 y 2010. El incremento más acusado correspondió a los bonos de titulización hipotecaria no emitidos por agencias, como reflejo de las mejoras de los mercados inmobiliario e hipotecario estadounidenses. La recuperación de los mercados de titulización ha sido mucho más moderada en Europa, con unas emisiones entre enero y septiembre de 2014 superiores a las del mismo periodo de 2013, aunque significativamente por debajo de los volúmenes emitidos en años anteriores. Sin embargo, la composición de las emisiones ha experimentado un importante cambio, ya que las titulizaciones retenidas han dado paso a la colocación pública de emisiones (Gráfico A, panel derecho). Las emisiones retenidas no se colocan en los mercados de capitales, sino que el emisor las mantiene en su balance con el fin de disponer de activos de garantía admisibles en las operaciones de liquidez de los bancos centrales. La proporción que representan las emisiones retenidas sobre el volumen total emitido cayó desde el 97% en los tres primeros trimestres de 2009 hasta el 56% en el mismo periodo de 2014, reflejando una mayor participación de los inversores privados en los mercados de titulización europeos.

El programa Shanghai-Hong Kong Stock Connect

Feng Zhu

El 10 de abril de 2014, la Comisión Reguladora del Mercado de Valores de China (CSRC) y la Comisión del Mercado de Valores y Futuros (SFC) de Hong Kong RAE anunciaron el Shanghai-Hong Kong Stock Connect, un programa piloto orientado a establecer el acceso mutuo entre los mercados bursátiles de China continental y Hong Kong. El 17 de octubre, la CSRC y la SFC firmaron un Memorando de Entendimiento (MoU) y convinieron los principios y mecanismos de cooperación transfronteriza en materia reguladora y de cumplimiento normativo en el marco del programa. El 10 de noviembre, la CSRC y la SFC aprobaron el inicio del programa para el 17 de noviembre de 2014.

Stock Connect —también conocido como «Through Train»— permitirá negociar acciones entre la bolsa de Shanghai (SSE) y la bolsa de Hong Kong (SEHK). En el «acceso bursátil en sentido sur» de Shanghai a Hong Kong, los inversores de China continental pueden negociar 266 acciones admisibles cotizadas en Hong Kong, hasta una cuota diaria de compras (neta) de 10 500 millones de renminbis y una cuota agregada de 250 000 millones de renminbis. Las acciones admisibles a negociación representan el 82% de la capitalización del mercado SEHK^①. En el «acceso bursátil en sentido norte» de Hong Kong a Shanghai, los inversores internacionales pueden negociar hasta 568 acciones admisibles cotizadas en Shanghai, hasta una cuota diaria de compras (neta) de 13 000 millones de renminbis y una cuota agregada de 300 000 millones de renminbis, representando las acciones admisibles a negociación el 90% de la capitalización del mercado SSE. Solo se limitan las órdenes de compra; las de venta están siempre permitidas. Estas cuotas están abiertas a futuros ajustes.

El programa debe garantizar que los intermediarios cumplen las normas y regulaciones en dos mercados muy diferentes. La preparación y optimización de las operaciones de Stock Connect implicaron importantes retos y exigieron una amplia cooperación entre los respectivos reguladores. Un aspecto importante fue la tributación. El 14 de noviembre, el Ministerio de Finanzas, la Administración Tributaria Estatal y la CSRC de China anunciaron la exoneración por tiempo indefinido de los impuestos sobre las plusvalías a los inversores en sentido norte; y durante tres años a los inversores individuales en sentido sur. Los inversores de ambas partes quedarían exentos de los impuestos a la negociación bursátil.

Stock Connect puede constituir un importante hito en el proceso de liberalización de la cuenta de capital de China. El mercado SSE es el séptimo del mundo por capitalización bursátil, con 2,96 billones de dólares estadounidenses a finales de octubre de 2014, pese a mantenerse relativamente cerrado. Los inversores institucionales extranjeros solo podían acceder a China mediante los programas Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) y Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor Program (RQFII) con arreglo a un Memorando de Entendimiento preexistente entre la nación de origen de la empresa y China; estos programas requieren la aprobación del regulador y están sometidos a cuotas de negociación estrictas y concedidas a título individual. Stock Connect constituye una notable aportación a los programas existentes y supone una apertura sin precedentes de los mercados de capitales chinos:

- Mientras que los sistemas vigentes se centran en los flujos en un solo sentido, Stock Connect relaja las restricciones a los flujos de capital en ambos sentidos: la negociación en sentido norte está abierta a todos los inversores y la negociación en sentido sur a inversores institucionales de China continental y a inversores individuales con carteras de valores y saldos en efectivo de al menos 500 000 renminbis.
- La negociación en sentido norte se cotizará en renminbis pero se liquidará en renminbis extraterritoriales, y la negociación en sentido sur se cotizará en dólares de Hong Kong pero se liquidará en renminbis intraterritoriales. La negociación y liquidación en renminbis estimulará su utilización.
- Con un volumen de 1,1 billones de renminbis, el fondo de liquidez en renminbis de Hong Kong RAE, compuesto por depósitos y certificados de depósito en renminbis, es suficientemente amplio para cubrir la demanda prevista del programa Stock Connect. Aun así, el Banco de la República Popular de China decidió suprimir el límite máximo diario de conversión de 20 000 renminbis por persona aplicado a los residentes en Hong Kong RAE, a partir del 17 de noviembre. Esta medida facilitará su participación y animará a las instituciones financieras locales a ofrecer más productos de inversión en renminbis. Sin embargo, las transferencias en renminbis a cuentas bancarias intraterritoriales continúan sujetas a un límite diario de 80 000 renminbis por persona, lo que limita el probable impacto en los flujos de capital transfronterizos.

- Las empresas de China continental que no participan en el programa Qualified Domestic Institutional Investor pueden ahora captar fondos en todo el mundo, puesto que con el nuevo programa sus acciones son accesibles a los inversores internacionales .
- Comparado con los programas QFII y RQFII, la negociación mediante Stock Connect carece de restricciones de bloqueo o repatriación.

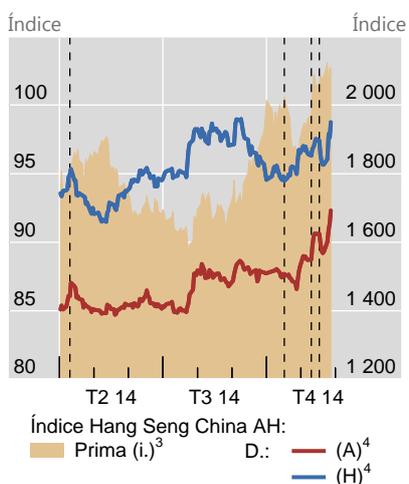
Se prevé que Stock Connect reduzca las diferencias en los precios de las acciones de las empresas chinas cotizadas en ambos mercados, es decir, las acciones A cotizadas en las bolsas de China continental y las acciones H cotizadas en Hong Kong. Estas acciones se negocian por separado, con fuertes restricciones al acceso extranjero a las acciones A y límites a la capacidad de los inversores de arbitrar entre ambos mercados.

Conforme se aproximaba el tan anticipado lanzamiento de Stock Connect en los mercados, las diferencias de cotizaciones entre las acciones A y H se redujeron significativamente durante el tercer trimestre de 2014, alcanzando la paridad brevemente a comienzos de octubre (Gráfico B, panel izquierdo). Tras confirmarse el lanzamiento el 10 de noviembre, el descuento en el precio de las acciones A se transformó rápidamente en una prima, reflejando la fuerte demanda de estas acciones A por parte de los inversores. De hecho, la negociación inicial fue asimétrica: el volumen de negociación en sentido norte alcanzó su cuota máxima diaria a las 14:00 hora local del primer día, mientras que la negociación en sentido sur cerró la sesión en 1 768 millones de renminbis, solo el 17% de la cuota (Gráfico B, panel central). Los volúmenes negociados cayeron en días posteriores; la cuota diaria de los inversores en sentido norte se redujo hasta el 17,5% el 20 de noviembre, pero se estabilizó en el 25% el día 26 tras el fuerte repunte del 24 de noviembre. Varios factores pueden haber contribuido a esta tenue negociación, por ejemplo la falta de familiaridad de los inversores con el nuevo sistema, la falta de experiencia negociando acciones A y H y las inquietudes sobre la adecuada protección del inversor.

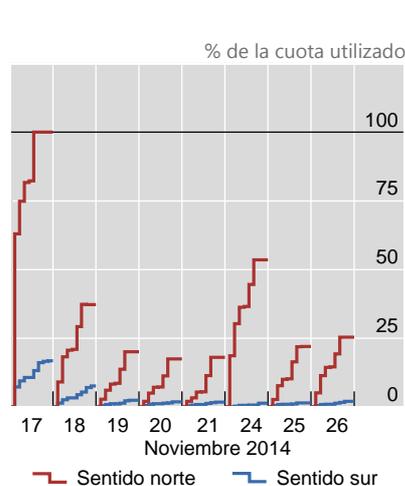
Reacción del mercado al lanzamiento de Shanghai-Hong Kong Stock Connect

Gráfico B

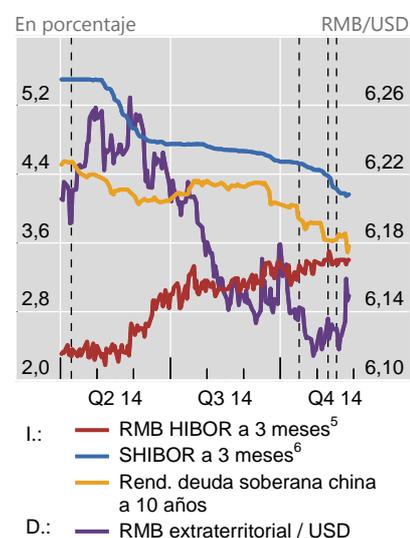
Evolución de las acciones cotizadas en ambos mercados¹



Stock Connect²



Tasas de interés y tipos de cambio del renminbi¹



¹ Las líneas verticales discontinuas indican las fechas clave de Shanghai-Hong Kong Stock Connect: 10 de abril, 17 de octubre, 10 y 17 de noviembre. ² Cociente entre compras y cuotas diarias. ³ El Índice Hang Seng China AH Premium indica la prima (o el descuento) en términos absolutos en el precio de las acciones A con respecto al de las acciones H de empresas chinas incluidas en los índices AH(A) y AH(H). Una cifra superior a 100 sugiere que las acciones A cotizan con prima sobre las acciones H. ⁴ Los Índices Hang Seng China AH(A) y AH(H) recogen la evolución de las cotizaciones bursátiles de 57 empresas chinas de gran tamaño y liquidez con acciones cotizadas tanto en los mercados de China continental (acciones A), como en el de Hong Kong RAE (acciones H), respectivamente. ⁵ Tasa de interés interbancaria de oferta en Hong Kong (Hibor) en RMB. ⁶ Tasa de interés interbancaria de oferta de Shanghai (Shibor).

Fuentes: Bloomberg, Hang Seng Indexes Company Limited; cálculos del BPI.

Los efectos de Stock Connect pueden propagarse a otros activos, a pesar de que tanto fondos como valores permanecen en el «bucle cerrado» de los dos sistemas de liquidación: cuando un inversor en sentido norte vende sus acciones A compradas mediante Stock Connect, los fondos obtenidos regresan a su cuenta bancaria en Hong Kong RAE, pero el inversor no podrá utilizarlos para invertir en otros tipos de activos de China continental. Aun así, los inversores de los programas QFII y RQFII pueden ahora liberar parte de sus cuotas originalmente destinadas a acciones para invertir en, por ejemplo, activos de renta fija. De hecho, el rendimiento de la deuda pública china a 10 años cayó tras los principales anuncios (Gráfico B, panel derecho). Además, la diferencia entre las tasas de interés del renminbi intraterritorial y extraterritorial se ha reducido desde mayo de 2014. No obstante, la débil negociación a través de Stock Connect contribuyó a un aumento de la tasa RMB extraterritorial/USD al decaer el entusiasmo por el renminbi.

Hasta ahora, Stock Connect ha operado con fluidez. Con su actual diseño, el programa únicamente permite negociar acciones cotizadas en las dos bolsas, aunque en principio podrían aumentarse las cuotas de negociación y ampliarse el programa a otras bolsas, instrumentos y clases de activos. En última instancia, Stock Connect podría alentar la convergencia de las reglas de mercado y las normas contables y de divulgación de información entre la SEHK y las bolsas de China continental. Cabe esperar que Stock Connect aporte mayor transparencia a los mercados de China continental y mejore el gobierno corporativo de las empresas chinas.

① Las cifras mencionadas en este párrafo corresponden a marzo de 2014.