

Una nueva oleada de relajación monetaria¹

De manera imprevista, una oleada de política monetaria acomodaticia ha adquirido protagonismo en los mercados financieros internacionales en los últimos meses. En un contexto de desplome de los precios del petróleo y de crecientes tensiones en los tipos de cambio, numerosos bancos centrales de economías avanzadas y emergentes han introducido nuevos estímulos. El BCE anunció un programa ampliado de compras de activos, más cuantioso y duradero de lo previsto inicialmente por los mercados.

El periodo de volatilidad excepcionalmente reducida en los mercados parecía estar tocando a su fin, conforme la volatilidad de la mayoría de las clases de activos revertía a niveles más próximos a sus promedios históricos. Este proceso fue más acusado en los mercados de materias primas, cuya volatilidad se disparó a principios de febrero ante la brusca caída de los precios del petróleo. La volatilidad repuntó también en los mercados de divisas, conforme las políticas monetarias más laxas comenzaron a presionar sobre los tipos de cambio controlados. El Banco Nacional de Suiza dio la sorpresa al eliminar su tipo de cambio mínimo franco suizo/euro, mientras otros bancos centrales reajustaban sus políticas en defensa de sus objetivos de tipo de cambio o de inflación. El dólar continuó apreciándose en un contexto de políticas monetarias divergentes y abaratando las materias primas.

La mayor relajación efectiva y anticipada de la política monetaria por los bancos centrales generó condiciones inéditas en los mercados de deuda, aun comparadas con las de hace apenas un par de meses. Una considerable y creciente proporción de la deuda soberana cotizó con rendimientos negativos, cayendo incluso por debajo de cero en el caso de algunas emisiones de deuda corporativa de elevada calificación crediticia. Las tasas de interés extraordinariamente bajas y las reducidas primas de riesgo empujaron nuevamente a los inversores en busca de rendimiento hacia activos de mayor riesgo, impulsando los precios de la mayoría de las clases de activos hacia niveles máximos a primeros de marzo.

¹ Este artículo ha sido elaborado por el Departamento Monetario y Económico del BPI. Las preguntas acerca del mismo pueden dirigirse a Aytek Malkhozov (aytek.malkhozov@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).

Volatilidad y precios de los activos al alza

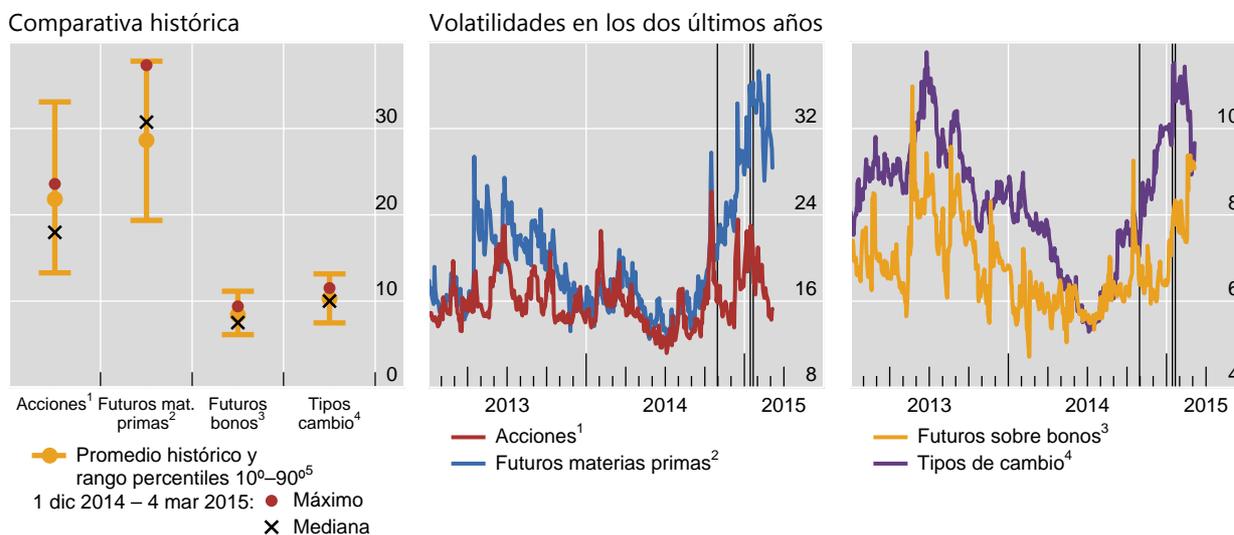
En los últimos meses, las volatilidades abandonaron sus excepcionales niveles mínimos de mediados de 2014, situándose más en consonancia con sus promedios históricos de largo plazo (Gráfico 1, panel izquierdo). Cambios en el clima de confianza de los mercados, principalmente inducidos por el abaratamiento del petróleo y los acontecimientos en Rusia y Grecia, se tradujeron en mayores volatilidades implícitas (prospectivas) de las principales clases de activos. La volatilidad más afectada fue la de los mercados de materias primas, con subidas de los precios del petróleo de hasta un 9% algunos días (Gráfico 1, panel central). Los mercados bursátiles también se mostraron más volátiles que durante el periodo septiembre-noviembre de 2014. La volatilidad de los tipos de cambio aumentó considerablemente, debido en parte a la divergencia de las políticas monetarias, disparándose tras la decisión del Banco Nacional de Suiza de abandonar el tipo de cambio mínimo franco suizo/euro (Gráfico 1, panel derecho).

Pese a los episodios más acusados de volatilidad, los precios de la mayoría de las clases de activos alcanzaron o rozaron nuevos máximos. Tras las bruscas correcciones de diciembre y comienzos de enero, las bolsas se dispararon en todo el mundo, ante las políticas monetarias más laxas adoptadas tanto en economías avanzadas como emergentes (Gráfico 2, panel izquierdo). Los rendimientos de la deuda pública continuaron cayendo, en muchos casos hasta nuevos mínimos

Vuelve la volatilidad

En puntos porcentuales

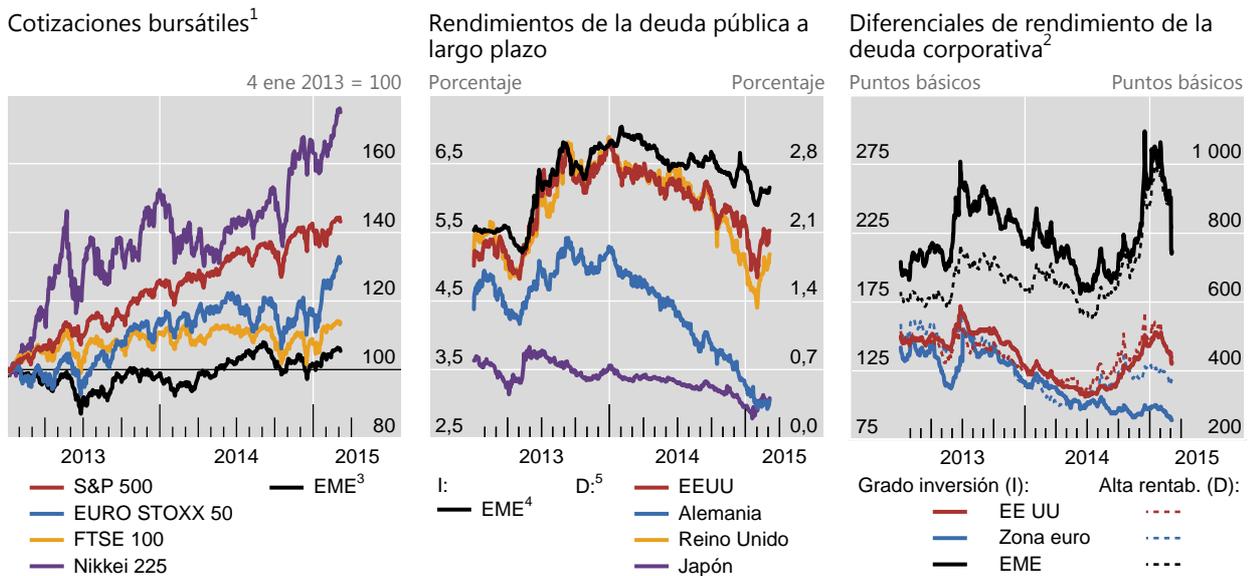
Gráfico 1



Las líneas verticales de los paneles central y derecho indican: (i) el anuncio por parte del Banco de Japón de una ampliación de su programa de Relajación Monetaria Cuantitativa y Cualitativa (31 de octubre de 2014); (ii) el abandono por parte del Banco Nacional de Suiza del tipo de cambio mínimo de 1,2 francos suizos por euro (15 de enero de 2015); (iii) el anuncio por parte del BCE de su programa ampliado de compras de activos (22 de enero de 2015).

¹ 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. ² Media simple de la volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* sobre contratos de futuros sobre petróleo, oro y cobre. ³ Volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* sobre futuros de deuda a largo plazo de Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido; media ponderada calculada utilizando el PIB y los tipos de cambio PPA. 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 Los datos comienzan en 2001.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.



¹ Índices bursátiles, en moneda local. ² Diferenciales, ajustados de opciones, de un índice de deuda no soberana. ³ Índice MSCI Emerging Markets. ⁴ 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 en moneda local. ⁵ Rendimientos de la deuda pública a 10 años.

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

(Gráfico 2, panel central). Los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa cayeron tras su repunte en diciembre, tanto en economías avanzadas como emergentes (Gráfico 2, panel derecho). El abaratamiento del petróleo había ampliado los diferenciales de rendimiento de las empresas estadounidenses en particular², si bien comenzaron a retroceder con la recuperación de los precios del petróleo a partir de principios de febrero.

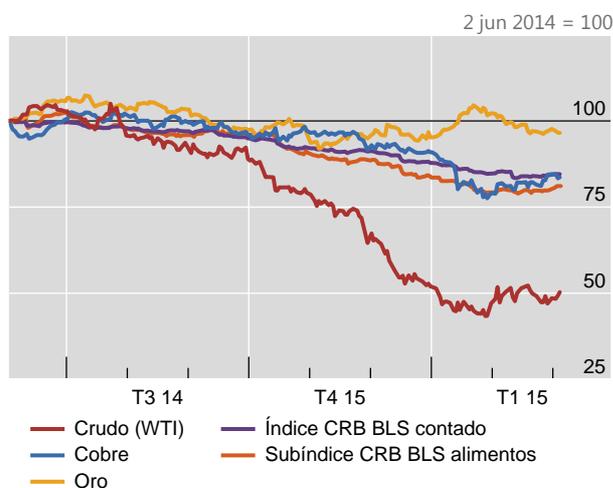
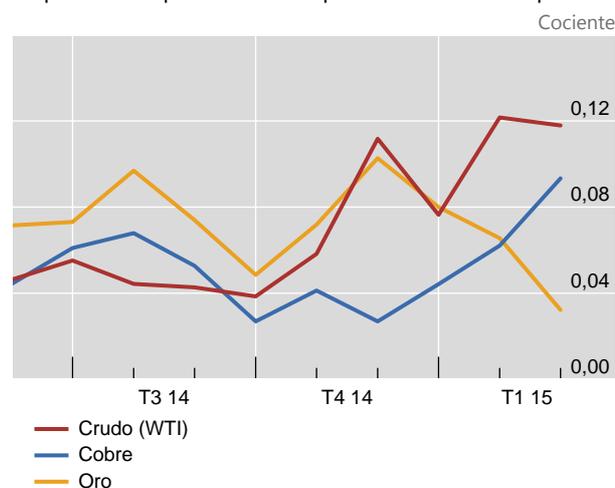
Convulsión en los mercados de materias primas

Las fuertes oscilaciones del precio del petróleo impulsaron la volatilidad de las materias primas (Gráfico 3, panel izquierdo). El precio del Brent pasó de 71 dólares por barril a primeros de diciembre a 45 dólares a mediados de enero, si bien luego se recuperó y estabilizó a 60 dólares a mediados de febrero. En este sentido, resultó clave el aumento de la oferta y, en particular, los cambios de los objetivos de producción de los principales países exportadores. Además, los factores financieros podrían haber amplificado y agudizado la caída inicial³. La incertidumbre asociada a estos elementos generó una creciente dispersión de las previsiones sobre los precios del petróleo (Gráfico 3, panel derecho).

² Véase D. Domanski, H. S. Shin, M. Lombardi y J. Kearns, "Petróleo y deuda", *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2015.

³ Véase Domanski et al, op. cit.

Precios al contado

Dispersión de previsiones de precios de materias primas¹

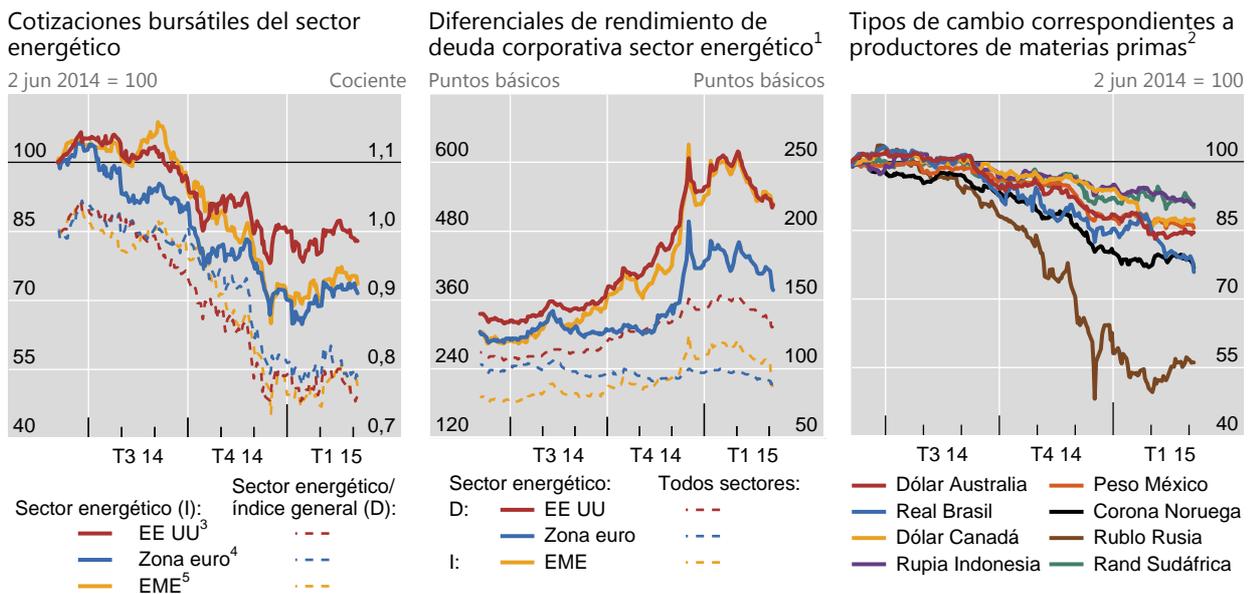
¹ Desviación típica transversal de las previsiones de los participantes en la encuesta de Bloomberg sobre precios de las materias primas a seis meses vista, dividida entre la media transversal comparable.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

Los precios de los metales industriales y de las materias primas agrícolas también retrocedieron, aunque menos que los del petróleo, suscitando dudas sobre la importancia de los factores de demanda como inductores del abaratamiento del petróleo. El precio del cobre, habitualmente un indicador robusto de la actividad a escala mundial, cayó un 10% durante el periodo analizado. Gran parte de este descenso obedeció a ventas masivas aparentemente realizadas a mediados de enero por *hedge funds* radicados en China, preocupados por el menor crecimiento en ese país y ante unas perspectivas generalmente negativas de los inversores financieros sobre la evolución de las materias primas.

Las caídas de los precios del petróleo lastraron gravemente la rentabilidad y las perspectivas de las empresas relacionadas con la energía. Como consecuencia, las cotizaciones bursátiles de estas empresas se desplomaron y los costes de su deuda se dispararon, aunque más adelante las primeras se estabilizaron y los segundos revertieron parcialmente al remontar los precios del petróleo en febrero (Gráfico 4, paneles izquierdo y central). Las elevadas cargas de la deuda podrían obligar a estas empresas a mantener la producción pese a la caída de los precios a fin de generar el flujo de caja necesario para afrontar el servicio de la deuda, introduciendo así nuevas presiones bajistas sobre el precio del petróleo.

La caída de los precios de las materias primas depreció los tipos de cambio de los países exportadores netos (Gráfico 4, panel derecho). Los bancos centrales de Noruega y Canadá respondieron al riesgo de una desaceleración económica reduciendo sus tasas de interés, acentuando así las presiones bajistas sobre los tipos de cambio. A comienzos de febrero, el Banco de la Reserva de Australia recortó en 25 puntos básicos su principal tasa de interés oficial, hasta el 2,25%, apelando a su preocupación por la débil demanda interna. El banco central de Brasil, donde la exportación neta de materias primas representa el 36% de las exportaciones totales de bienes, constituyó una notable excepción a esta tendencia, al elevar su principal tasa de interés oficial en tres pasos, desde el 11,25% al 12,75%, alegando su preocupación ante una inflación superior al objetivo.



¹ Diferenciales, ajustados de opciones, de un índice de deuda no soberana con grado de inversión. El índice del sector energético de las EME incluye deuda no soberana, tanto con grado de inversión como de alta rentabilidad. En el caso de los índices del sector energético de Estados Unidos y la zona del euro, los datos de marzo de 2015 se calculan a partir de los componentes del índice y sus respectivas ponderaciones a finales de febrero de 2015. ² Dólares estadounidenses por unidad de moneda local. Un descenso indica una depreciación de la moneda local. ³ Índice bursátil S&P 500. ⁴ Índice bursátil MSCI European Economic and Monetary Union. ⁵ Índice bursátil MSCI Emerging Markets.

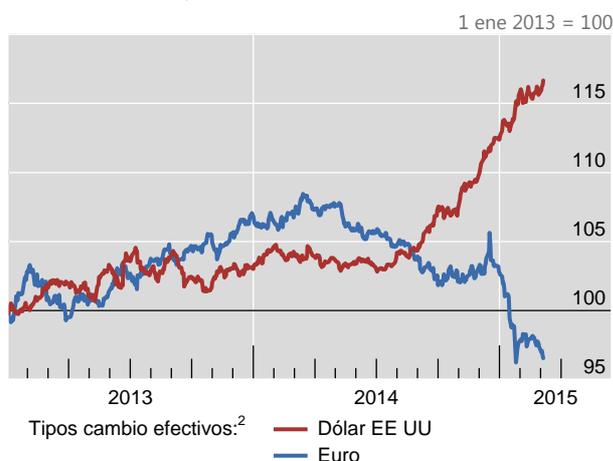
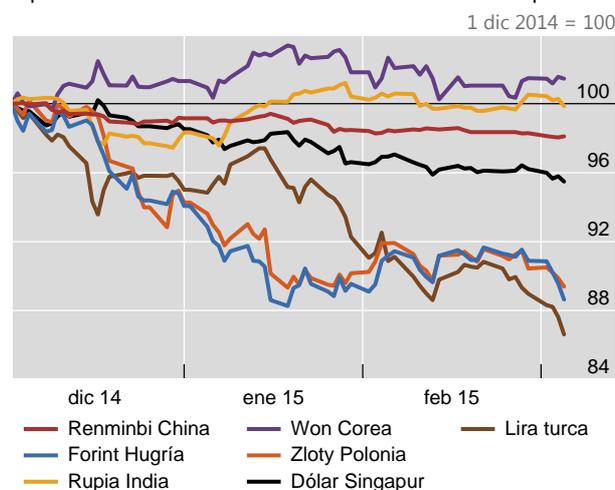
Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Entre las principales economías exportadoras de materias primas, Rusia se vio particularmente afectada por la convulsión en el mercado del petróleo. El rublo se desplomó un 18% entre principios de diciembre y finales de febrero, a consecuencia del efecto conjunto de los menores precios del petróleo, las sanciones internacionales y la abultada deuda exterior de sus empresas. El banco central ruso elevó su principal tasa de interés oficial del 10,5% al 17% a mediados de diciembre con el fin de apuntalar su moneda, para luego recortarla al 15% a finales de enero. La moneda rusa alcanzó un mínimo intradía histórico en 79 rublos por dólar el 16 de diciembre, ante la inquietud de que un importante productor de petróleo pudiera convertir en dólares estadounidenses los ingresos de una cuantiosa emisión de deuda.

Fortaleza del dólar, debilidad del euro

El desplome de los precios del petróleo coincidió con una continua apreciación del dólar estadounidense. Desde comienzos de diciembre de 2014 hasta primeros de marzo de 2015, el dólar se apreció alrededor de un 6%, ponderado por el comercio exterior (Gráfico 5, panel izquierdo). En particular, el billete verde se afianzó frente al euro y las monedas de un gran número de economías de mercado emergentes, tanto productoras como consumidoras de materias primas (Gráfico 5, panel derecho). Desde el inicio de la acusada caída de los precios de las materias primas a principios de junio de 2014 hasta el 4 de marzo, el dólar se ha apreciado más de un 12% en términos efectivos. Históricamente, un dólar fuerte ha venido acompañado

Dólar más fuerte, euro más débil

Tipos de cambio EME consumidoras de materias primas¹

¹ Dólares de EE.UU. por unidad de moneda local. Un descenso indica una depreciación de la moneda local. ² Índices amplios del BPI sobre tipos de cambio efectivos nominales. Los índices se calculan como la media geométrica ponderada de una cesta de tipos de cambio bilaterales, derivándose las ponderaciones a partir de los flujos de comercio de manufacturas. Un descenso indica una depreciación de la moneda local.

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

de caídas de los precios de las materias primas. Esto refleja, en parte, el uso internacional del dólar como moneda de facturación: una apreciación del dólar provoca un encarecimiento de las materias primas en moneda local, lo que exige una caída de los precios para equilibrar la oferta y la demanda mundiales. Otras explicaciones podrían provenir de factores financieros⁴ y de unos menores flujos de capital hacia los productores de materias primas.

La fortaleza del dólar reflejó básicamente la solidez de la economía de Estados Unidos. En este país, los valores medios de los índices de directores de compras del sector manufacturero (PMI) del periodo diciembre 2014–febrero 2015 fueron similares a los del primer semestre de 2014, indicando la consolidación de una fuerte actividad económica (Gráfico 6, panel izquierdo). Simultáneamente, las perspectivas de actividad económica continuaron débiles en muchas otras economías, pese a la caída de los precios del petróleo. Tanto el Banco Mundial como el FMI rebajaron sus previsiones de crecimiento mundial en enero, siendo la revisión del FMI la más acusada en tres años.

La divergencia de perspectivas económicas se reflejó en políticas monetarias aún más divergentes, que se transmitieron a los mercados de divisas. En medio de la oleada de acomodación monetaria de los últimos meses entre los bancos centrales de las economías avanzadas, la Reserva Federal constituyó la principal excepción. Los diferenciales de las tasas de interés estadounidenses frente a las de otras economías avanzadas crecieron a lo largo de la curva a plazos, potenciando un dólar fuerte frente a las principales monedas (Gráfico 6, panel central). Los mercados continuaban esperando que la Fed comenzara a elevar su tasa de interés objetivo de los fondos federales en torno al verano (Gráfico 6, panel derecho).

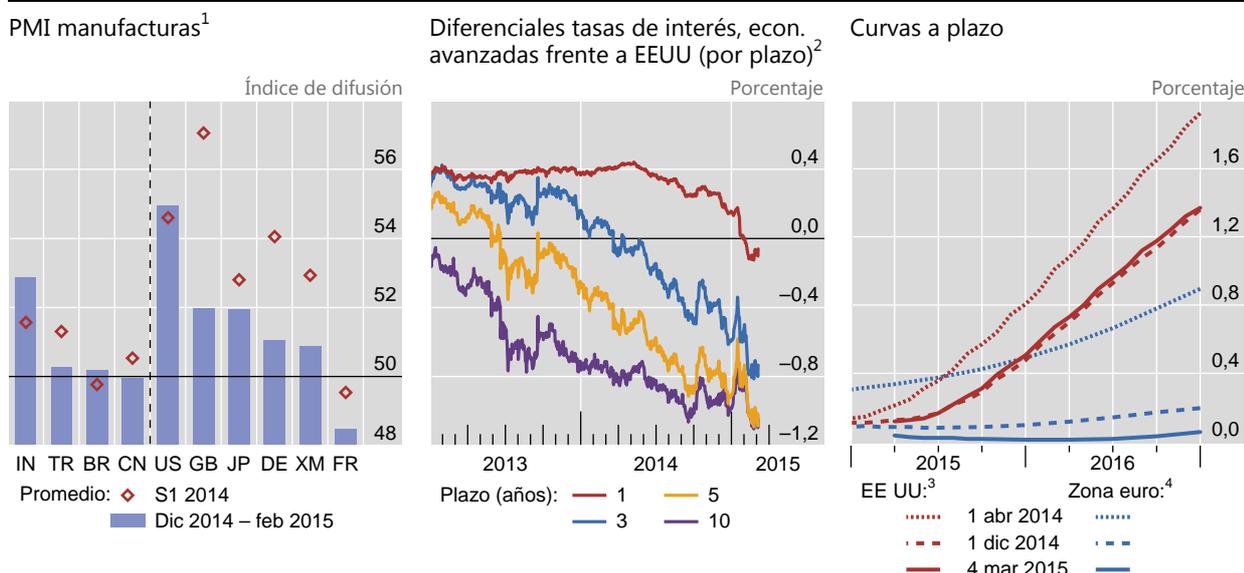
⁴ Véase Domanski et al, op. cit.

En cambio, el BCE aplicó un estímulo monetario adicional, lo cual impulsó a la baja las tasas de interés a plazo y el tipo de cambio del euro ponderado por el comercio exterior (Gráfico 5, panel izquierdo; Gráfico 6, panel derecho). El 22 de enero, el BCE anunció un programa ampliado de compras de activos de unos 1,1 billones de euros que engloba los vigentes programas de compras de bonos de titulización de activos y bonos garantizados, pero también incluye compras adicionales de deuda emitida por administraciones centrales y agencias de países de la zona del euro e instituciones europeas. Las compras mensuales comenzaron el 9 de marzo por un monto de 60 000 millones de euros y durarán al menos hasta finales de septiembre de 2016, aunque podrían continuar hasta que la inflación general se alinee con el objetivo del BCE de una tasa a medio plazo inferior pero próxima al 2%.

Al ser el programa más cuantioso y duradero de lo previsto inicialmente por los mercados, se produjo una subida de los precios de los activos, pese a que ya habían repuntado antes de la reunión del Consejo de Gobierno del BCE en enero. El día del anuncio, las cotizaciones bursátiles subieron entre el 1,3% y el 2,4% en los principales países centrales y periféricos de la zona del euro, mientras caían los rendimientos de sus bonos soberanos (Gráfico 7, paneles superiores). El euro se depreció alrededor de un 1,5% frente al dólar estadounidense y las estimaciones de expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado tendieron al alza, como refleja el aumento de la tasa *swap* iniciada a la inflación futura a cinco años para un horizonte de cinco años (Gráfico 7, panel inferior izquierdo). Este indicador, estrechamente vigilado por el BCE y los mercados, retrocedió posteriormente,

Factores determinantes de la fortaleza del dólar

Gráfico 6

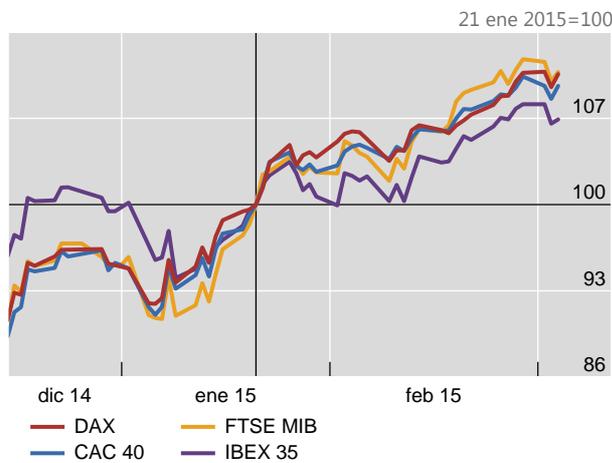


BR = Brasil; CN = China; DE = Alemania; FR = Francia; GB = Reino Unido; IN = India; JP = Japón; TR = Turquía; US = Estados Unidos; XM = zona del euro.

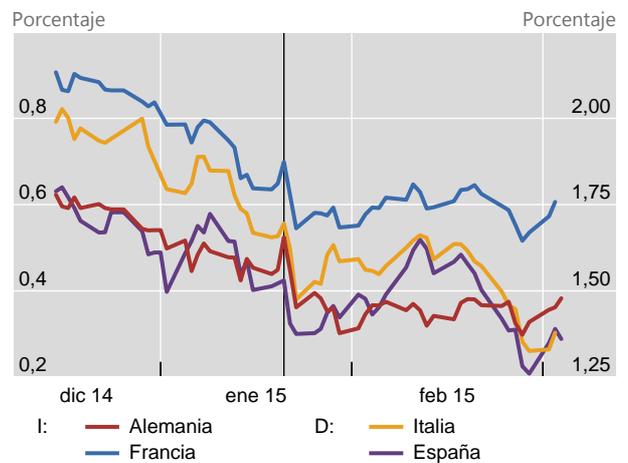
¹ Índices de directores de compras (PMI) a partir de encuestas mensuales a empresas del sector privado. Cifras superiores (inferiores) a 50 indican una expansión (contracción). ² Basados en *swaps* de tasas de interés. Media ponderada, basada en el comercio bilateral en 2008–10 de Australia, Canadá, la zona del euro, Japón, Noruega, Suecia, Suiza y el Reino Unido. ³ Futuros sobre fondos federales a 30 días. ⁴ Futuros sobre Euríbor a tres meses.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; HSBC; cálculos del BPI.

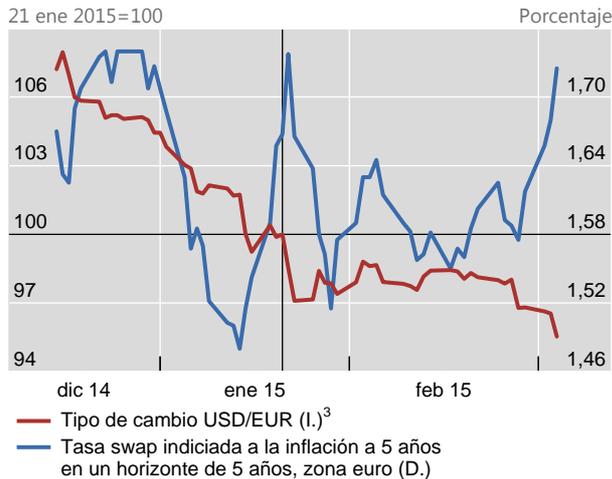
Impacto en las cotizaciones bursátiles¹



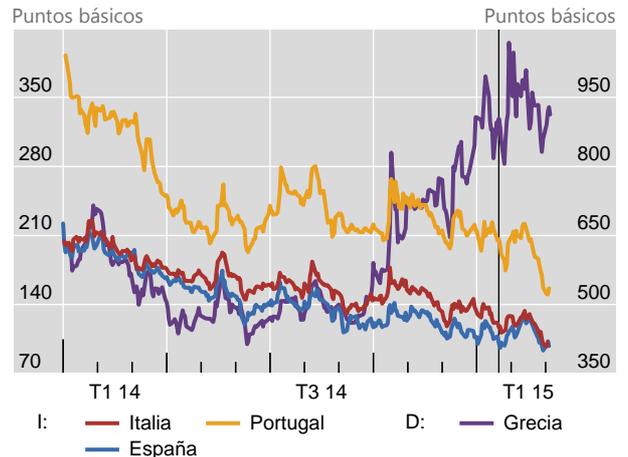
Impacto en los rendimientos de la deuda pública a 10 años



Impacto en los tipos de cambio y en las expectativas de inflación



Diferenciales de rendimiento de la deuda pública de países periféricos²



La línea vertical indica el 21 de enero de 2015, el día anterior al anuncio del BCE de su programa ampliado de compras de activos.

¹ Índices bursátiles, en moneda local. ² Diferencial entre los rendimientos de la deuda pública a 10 años y los rendimientos de los bonos alemanes comparables. ³ Dólares de EEUU por euro. Un descenso indica una depreciación del euro.

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

aunque volvió a subir poco antes de la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en marzo.

Al mismo tiempo, la incertidumbre sobre las políticas del nuevo gobierno griego lastró la confianza en los mercados. La preocupación por los progresos en las negociaciones entre Grecia y sus acreedores sobre las condiciones del programa de rescate generó episodios de volatilidad e impulsó los rendimientos de la deuda soberana griega a sus niveles más altos desde julio de 2013. No obstante, el contagio fue limitado, con una clara desvinculación de los rendimientos de la deuda pública española, italiana y portuguesa (Gráfico 7, panel inferior derecho).

La fortaleza del dólar y la debilidad del euro indujeron nuevas rondas de relajación de políticas en todo el mundo. Las presiones arreciaron especialmente sobre los tipos de cambio fijados al euro. El Banco Nacional de Suiza (SNB), que

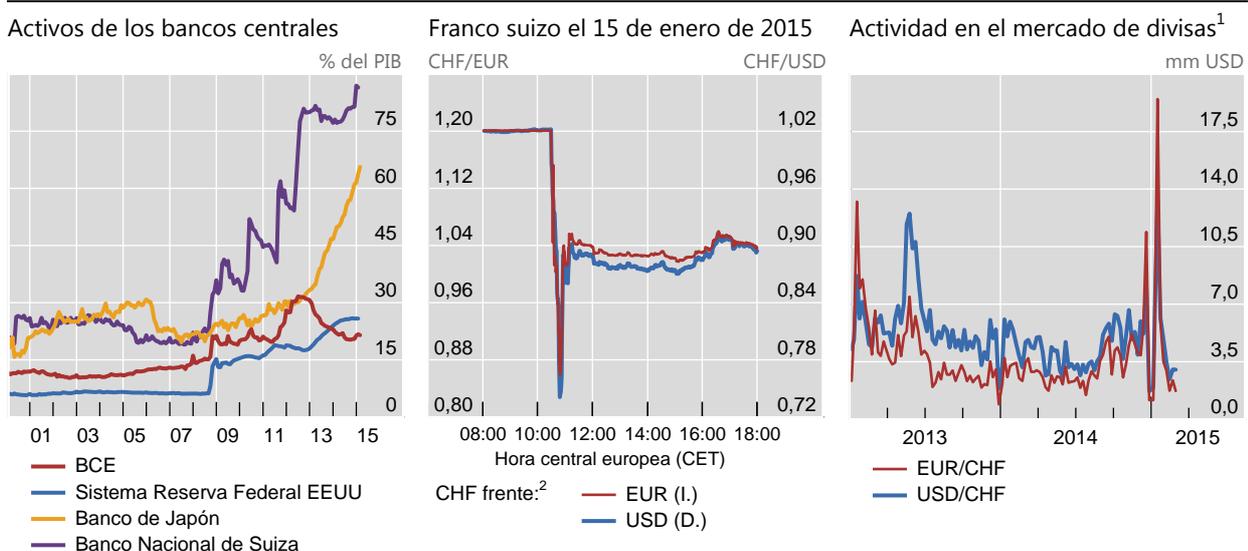
venía manteniendo un tipo de cambio mínimo de 1,2 francos suizos por euro, introdujo el 18 de diciembre una tasa de interés negativa (-0,25%) sobre los depósitos a la vista cuantiosos con el fin de atenuar las presiones alcistas sobre su moneda. Estas tensiones obedecían a una mayor aversión al riesgo y a los repuntes de volatilidad en los mercados financieros internacionales, que alentaron la demanda de activos seguros. La defensa del tipo de cambio mínimo había generado un aumento de los activos totales del SNB hasta el 87% del PIB en diciembre (Gráfico 8, panel izquierdo). El 15 de enero, una semana antes de que el BCE anunciara su programa ampliado de compras de activos, el SNB eliminó el tipo de cambio mínimo, alegando como principales motivos las divergencias entre las políticas monetarias de las principales áreas cambiarias y la apreciación del dólar. El banco central también volvió a reducir su tasa de depósito hasta el -0,75%.

Los mercados financieros reaccionaron enérgicamente a la eliminación del tipo de cambio mínimo. El principal índice bursátil suizo se desplomó casi un 9% ese mismo día y los rendimientos de la deuda pública suiza a plazos largos cayeron por debajo de cero. Inmediatamente después del anuncio, el franco suizo cayó en picado hasta mínimos históricos frente al euro y el dólar estadounidense, antes de retornar a niveles más estables conforme avanzaba el día (Gráfico 8, panel central). La negociación en los mercados de divisas al contado EUR/CHF y USD/CHF aumentó considerablemente hasta niveles inéditos desde mayo de 2010 y agosto de 2011, respectivamente (Gráfico 8, panel derecho). Tras el anuncio del SNB, el forinto húngaro y el zloty polaco se debilitaron notablemente, ante el temor a la propagación de los efectos de un franco suizo más fuerte a sus respectivas economías (Gráfico 5, panel derecho).

Las presiones sobre la corona danesa derivadas de un euro más débil también comenzaron a arreciar. En sólo tres semanas, el Danmarks Nationalbank redujo cuatro veces las tasas de interés de los certificados de depósito hasta el -0,75% el 5 de febrero, con el fin de defender la paridad fija de la divisa danesa frente al euro. Según datos publicados en su sitio *web*, en sus intervenciones el banco central

EL SNB elimina el tipo de cambio mínimo

Gráfico 8



¹ Negociación de divisas al contado en EBS; volumen medio diario. ² Un descenso indica una apreciación del franco suizo.

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

danés vendió en enero 106 300 millones de coronas danesas (16 000 millones de dólares), y en febrero alcanzó un récord mensual con 168 700 millones de coronas danesas (26 000 millones de dólares), en torno al 9% del PIB.

Estos bancos centrales no fueron los únicos en adoptar políticas de relajación monetaria, sino que más de una docena de bancos centrales adoptaron políticas más acomodaticias en los tres últimos meses, en un contexto desinflacionista con el desplome de los precios del petróleo y las crecientes tensiones en los mercados de divisas (Cuadro 1). A comienzos de marzo, las tasas de interés oficiales de cuatro bancos centrales —el BCE y los bancos centrales de Dinamarca, Suecia y Suiza— eran inferiores a cero. Estas decisiones frecuentemente sorprendieron a los mercados financieros, alentando la asunción de riesgos y la búsqueda del rendimiento e impulsando al alza las valoraciones de los activos de riesgo. El 12 de febrero, el Sveriges Riksbank (Suecia) redujo su tasa *repo* en 10 puntos básicos hasta el -0,1% y anunció el inicio de compras de deuda pública por un importe total de 10 000 millones de coronas suecas. El Riksbank consideró necesaria una política monetaria más expansiva para garantizar que las expectativas de inflación a largo plazo fueran compatibles con su objetivo de política.

Las presiones desinflacionistas indujeron a varios bancos centrales a relajar sus políticas. Ante la perspectiva de una caída de la inflación medida por el IPC por debajo del objetivo para 2016, el Banco de la Reserva de la India sorprendió el 15 de enero a los mercados al rebajar en 25 puntos básicos su principal tasa de interés oficial, hasta el 7,75%, la primera reducción en 20 meses. El banco central volvió a sorprender a los mercados el 4 de marzo al recortar nuevamente sus tasas en otros 25 puntos básicos, en una decisión adoptada fuera de su programa de reuniones regulares. La Autoridad Monetaria de Singapur (MAS) relajó inesperadamente su política el 28 de enero. La Autoridad gestiona un régimen cambiario flexible controlado para el dólar de Singapur, por el que se permite la fluctuación del tipo de cambio ponderado por el comercio exterior dentro de una banda oficial. La MAS anunció que mantendría su política de apreciación gradual y moderada de la banda, si bien reduciría el ritmo de apreciación para moderar las presiones desinflacionistas. El día del anuncio, el dólar de Singapur se depreció alrededor del 1% frente al dólar estadounidense, alcanzando su nivel más bajo desde mayo de 2010 (Gráfico 5, panel derecho).

El 4 de febrero, el Banco de la República Popular de China (PBC) anunció inesperadamente una reducción de 50 puntos básicos en el coeficiente de reservas obligatorias para una amplia gama de bancos —el primer recorte para todo el sector desde mayo de 2012—. Más tarde, el 28 de febrero, el PBC redujo sus tasas oficiales de referencia, tras los recortes adoptados en noviembre de 2014. Las tasas de referencia para depósitos y créditos a un año se recortaron 25 puntos básicos, hasta el 2,5% y el 5,35%, respectivamente. Otras tasas de referencia para depósitos y créditos también se redujeron. El PBC anunció asimismo medidas para seguir liberalizando las tasas de los depósitos, en un paso más hacia la eliminación total de los controles sobre tasas de interés en China.

Resumen de las medidas expansivas de los principales bancos centrales¹

Cuadro 1

	Fecha de la decisión	Recorte de la tasa oficial (pb)	Nueva tasa oficial (%)	Programa de compras de activos	Otras medidas
Banco Central de Islandia	10 dic 14	50	5,25		
Banco Central de Noruega	11 dic 14	25	1,25		
Banco Nacional de Suiza	18 dic 14	25	-0,25		
Banco Central de Reserva del Perú	15 ene 15	25	3,25		
Banco de Reserva de la India	15 ene 15	25	7,75		
Banco Nacional de Suiza	15 ene 15	50	-0,75		Eliminación de tipo de cambio mínimo
Danmarks Nationalbank	19 ene 15	15	-0,20		
Banco Central de la República de Turquía	20 ene 15	50	7,75		
Banco de Canadá	21 ene 15	25	0,75		
Danmarks Nationalbank	22 ene 15	15	-0,35		
BCE	22 ene 15			≥1,1 bill EUR	Eliminación del diferencia de 10 pb a TLTRO
Banco Central de Reserva del Perú	28 ene 15				Recorte de 50 pb (hasta el 8,5%) del coeficiente de reservas bancarias obligatorias en moneda local
Autoridad Monetaria de Singapur	28 ene 15				Reducción del ritmo de apreciación del tipo de cambio ponderado por el comercio exterior del SGD
Danmarks Nationalbank	29 ene 15	15	-0,50		
Banco de la Reserva de Australia	3 feb 15	25	2,25		
Banco Nacional de Rumania	4 feb 15	25	2,25		
Banco Popular de China	4 feb 15				Recorte de 50 pb del coeficiente de reservas obligatorio
Danmarks Nationalbank	5 feb 15	25	-0,75		
Sveriges Riksbank	12 feb 15	10	-0,10	≥ 10 mm SEK	
Banco de Indonesia	17 feb 15	25	7,5		
Banco de Israel	23 feb 15	15	0,1		
Banco Central de la República de Turquía	24 feb 15	25	7,5		
Banco Central de Reserva del Perú	26 feb 15				Recorte de 50 pb (hasta el 8,0%) del coeficiente de reservas bancarias obligatorias en moneda local
Banco Popular de China	28 feb 15	25	5,35		
Banco Nacional de Polonia	4 mar 15	50	1,50		
Banco de la Reserva de la India	4 mar 15	25	7,50		

¹ Sólo incluye bancos centrales miembros del BPI.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

Las tasas de interés caen todavía más

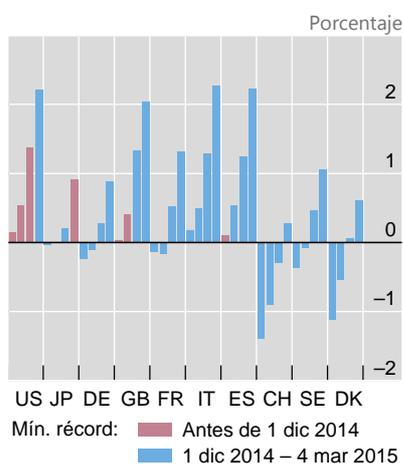
Las políticas monetarias extraordinariamente laxas se transmitieron a unas condiciones excepcionales en los mercados de deuda. Los rendimientos de la deuda pública negociada en numerosos mercados alcanzaron mínimos históricos, a menudo negativos (Gráfico 9, panel izquierdo). Las tasas de interés a lo largo de toda la estructura de vencimientos, desde dos a 30 años, descendieron a mínimos récord en varios países europeos. El descenso fue más acusado en los plazos más largos, con caídas en torno a los 60 puntos básicos de los rendimientos de la deuda a 30 años alemana, francesa y danesa, y de 90 y 100 puntos básicos, respectivamente, en los casos español e italiano. Los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 30 años cayeron a un mínimo histórico del 2,2% a finales de enero. Los rendimientos de numerosos bonos soberanos se situaron por debajo de cero en los plazos hasta cinco años, y en el caso de Suiza, hasta 10 años. En Dinamarca, Suecia y Suiza, los rendimientos se hundieron aún más cuando las tasas oficiales de sus bancos centrales perforaron el límite inferior cero. En algunos soberanos, incluso los rendimientos a la emisión cayeron por debajo de cero. A finales de febrero, alrededor de 2,4 billones de dólares de deuda soberana a largo plazo cotizaba en todo el mundo con rendimientos negativos, de los cuales más de 1,9 billones eran emisiones de soberanos de la zona del euro.

Las estimaciones indican que la brusca caída de los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos y la zona del euro obedeció básicamente a una reducción de las

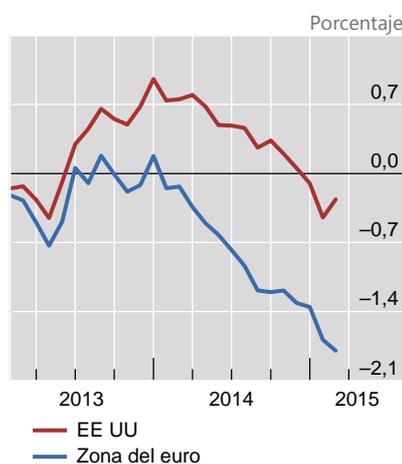
Las tasas de interés alcanzan nuevos mínimos

Gráfico 9

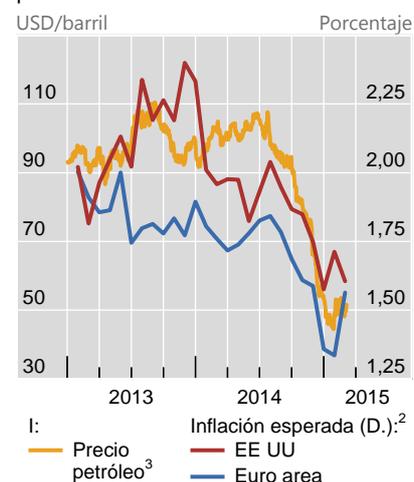
Mínimos récord de los rendimientos de la deuda¹



Primas por plazo²



Inflación esperada y precios del petróleo



CH = Suiza; DE = Alemania; DK = Dinamarca; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IT = Italia; JP = Japón; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

¹ Basados en rendimientos mínimos intradía de la deuda pública genérica. Los horizontes temporales de los datos disponibles varían por países y plazos, pero todas las series comienzan al menos en 1997, excepto en el caso del rendimiento a dos años en Estados Unidos (desde 1998) y a 30 años en España (desde 1998), Japón y Suiza (desde 1999) y Suecia (desde 2009). Para cada país, la primera barra representa el rendimiento a dos años, la segunda a cinco años, la tercera a 10 años y la cuarta a 30 años. ² Descomposición del rendimiento nominal a 10 años basada en un modelo conjunto macroeconómico y de estructura temporal; en el caso de la zona del euro, se utilizan datos de deuda pública francesa. Véase P. Hördahl y O. Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, septiembre de 2014. ³ Precio WTI al contado.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

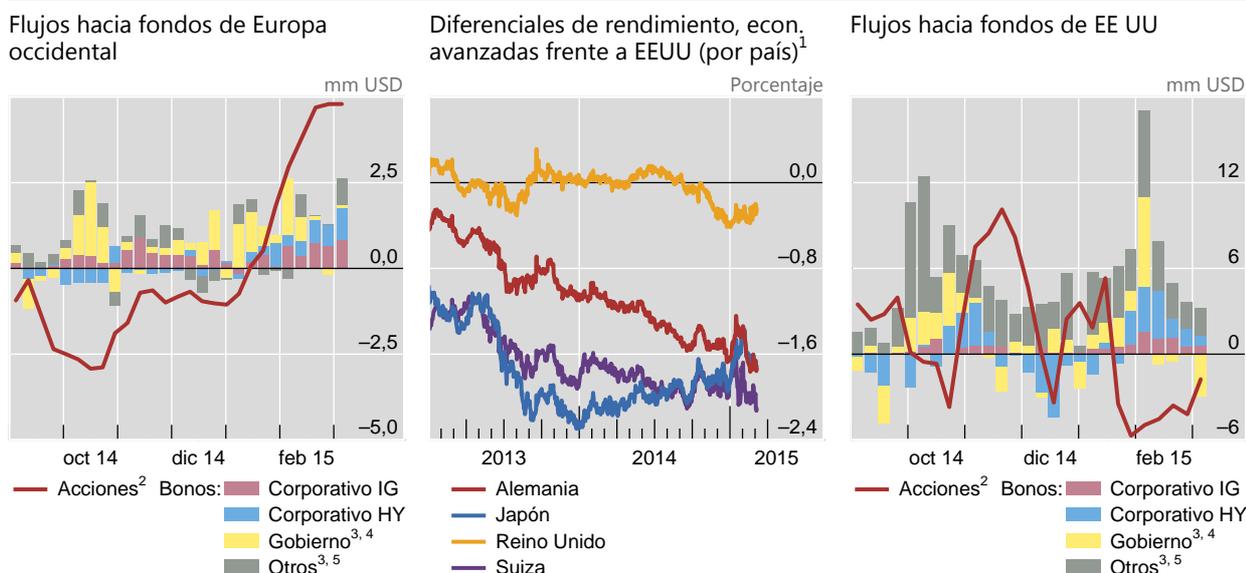
primas por plazo y, en menor medida, a las menores expectativas de inflación (Gráfico 9, paneles central y derecho). Las estimaciones de la prima por plazo, es decir, la compensación por el riesgo de mantener deuda de larga duración expuesta a futuras oscilaciones de las tasas nominales, continuaron perforando territorio negativo. La caída de las primas por plazo podría reflejar la búsqueda de duración ante el programa ampliado de adquisiciones de activos del BCE y los efectos de reajuste en las carteras internacionales. Simultáneamente, la reducción de las expectativas de inflación en Estados Unidos y la zona del euro estuvo asociada a la caída de los precios del petróleo (Gráfico 9, panel derecho).

El impacto del anuncio por parte del BCE del inicio de su programa de relajación cuantitativa a gran escala a partir de marzo de 2015 trascendió los mercados inmediatamente afectados. Las tasas de interés históricamente bajas y las reducidas primas de riesgo impulsaron a los inversores, en su búsqueda del rendimiento, hacia activos de mayor riesgo. En las cuatro semanas siguientes al anuncio, los fondos de inversión en renta variable europea registraron entradas acumuladas por valor de casi 19 000 millones de dólares, el mayor importe jamás registrado en un periodo similar (Gráfico 10, panel izquierdo). El apetito por la deuda corporativa de mayor rentabilidad también creció notablemente, como reflejaron las mayores entradas en un año en los fondos de inversión en deuda corporativa europea de alta rentabilidad. Las condiciones en los mercados de deuda corporativa reflejaron las de los mercados de deuda soberana cuando, el 3 de febrero, el rendimiento de un bono de Nestlé a cuatro años denominado en euros se tornó negativo.

La caída conjunta de los rendimientos en Estados Unidos y la zona del euro pese a sus políticas monetarias divergentes sugiere una posible propagación desde

Los flujos hacia fondos se ajustan a la divergencia de políticas monetarias

Gráfico 10



IG = grado de inversión; HY = alta rentabilidad.

¹ Diferencial entre los rendimientos de la deuda pública a 10 años y los rendimientos de los bonos estadounidenses comparables. ² Media móvil de cuatro semanas. ³ Suma de todos los tipos de fondos de inversión en deuda enumerados. ⁴ Fondos de deuda pública central y municipal. ⁵ Fondos de renta fija mixta, préstamos bancarios, protegidos de inflación, bonos de titulización hipotecaria y rendimiento total.

Fuentes: Bloomberg; EPFR; cálculos del BPI.

los mercados de deuda europeos hacia los estadounidenses. De hecho, en el contexto de un dólar estadounidense más fuerte y diferenciales de rendimiento crecientes entre la deuda soberana alemana y estadounidense, los fondos invertidos en bonos del Tesoro estadounidense durante la semana posterior al anuncio del BCE de su programa ampliado de compras de activos se situaron en máximos desde finales de enero de 2014 (Gráfico 10, paneles central y derecho). En total, los fondos de inversión en deuda domiciliados en Estados Unidos se anotaron entradas históricamente elevadas próximas a los 40 000 millones de dólares durante el periodo de cuatro semanas posterior al anuncio del BCE, triplicando el promedio de entradas en dichos fondos registradas en periodos de cuatro semanas durante 2014. Estos cuantiosos flujos de entrada incluyeron inversiones por valor de 15 000 millones de dólares en fondos de deuda corporativa, asociadas a la ampliación de los diferenciales de rendimiento entre la deuda corporativa estadounidense y la de la zona del euro.

Los flujos hacia fondos de las EME resultaron más débiles ante la preocupación por las perspectivas de crecimiento de Brasil, China y Rusia. Al mismo tiempo, esta evolución podría estar vinculada al atractivo de los activos estadounidenses para los inversores internacionales en busca de rendimiento. No obstante, las cifras medias correspondientes a las EME ocultan importantes diferencias por regiones. Mientras que los fondos de inversión en renta variable de economías europeas emergentes y latinoamericanas registraron salidas netas desde comienzos de febrero, en Asia se han producido entradas sustanciales.