

La tensa calma da paso a turbulencias

La subida de las tasas de interés adoptada en diciembre por la Reserva Federal apenas perturbó la tensa calma que había imperado en los mercados financieros a finales de 2015. Pero el nuevo año arrancó turbulento, registrándose una de las peores caídas de los mercados bursátiles desde la crisis financiera de 2008.

Al principio, los mercados se centraron en la desaceleración del crecimiento en China y en las vulnerabilidades de las economías de mercado emergentes (EME) en general. La creciente preocupación por el crecimiento mundial indujo fuertes caídas del precio del petróleo y de los tipos de cambio de las EME, alentando un repliegue hacia los principales mercados de deuda, considerados más seguros. Las turbulencias se propagaron a las economías avanzadas (EA), conforme el aplanamiento de las curvas de rendimientos y la ampliación de los diferenciales de rendimiento plantearon a los inversores la posibilidad de escenarios recesivos.

En una segunda fase, el deterioro del entorno mundial y las medidas de los bancos centrales alimentaron en los mercados expectativas de nuevas bajadas de las tasas de interés y generaron preocupación por la rentabilidad de los bancos. A finales de enero, el Banco de Japón (BoJ) sorprendió a los mercados con la introducción de tasas de interés negativas, después de que el BCE anunciara una posible revisión de la orientación de su política monetaria y de que la Reserva Federal emitiera directrices para la realización de pruebas de resistencia contemplando la posibilidad de tasas de interés negativas. Ante los escasos beneficios bancarios, las cotizaciones bursátiles del sector cayeron mucho más que las del conjunto del mercado, especialmente en Japón y la zona del euro. Los diferenciales de rendimiento se ampliaron hasta tal punto que los mercados se inquietaron ante una posible cancelación por vez primera de los pagos de los cupones de las obligaciones convertibles contingentes (CoCos) de los principales bancos internacionales.

Parte de las turbulencias obedecieron a la creciente preocupación de los participantes en los mercados por las cada vez más escasas opciones de política disponibles para estimular la economía ante el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento. Con un estrecho margen de maniobra fiscal y unas políticas estructurales prácticamente inactivas, se consideró que las medidas de los bancos centrales se estaban aproximando a sus límites.

Subida de las tasas de interés oficiales en Estados Unidos

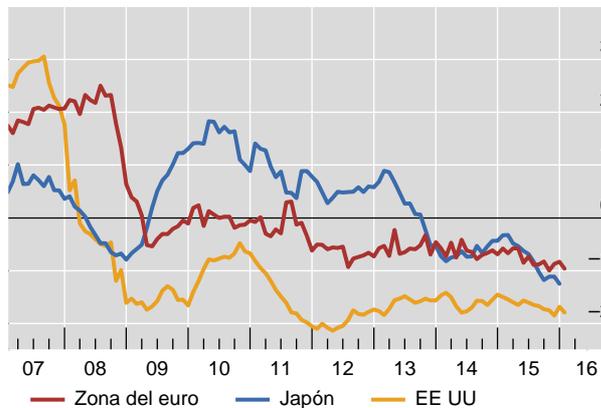
El 16 de diciembre, la Reserva Federal elevó el intervalo objetivo para la tasa de los fondos federales, tras ocho años de relajación de la política monetaria en las principales áreas. Aun con esta subida, la orientación de la política monetaria estadounidense siguió siendo extremadamente acomodaticia: la subida del intervalo objetivo para la tasa de los fondos federales fue mínima —de 25 puntos básicos— y el volumen de activos adquiridos durante años de compras a gran escala no

Subida de tasas y ritmo de normalización previsto

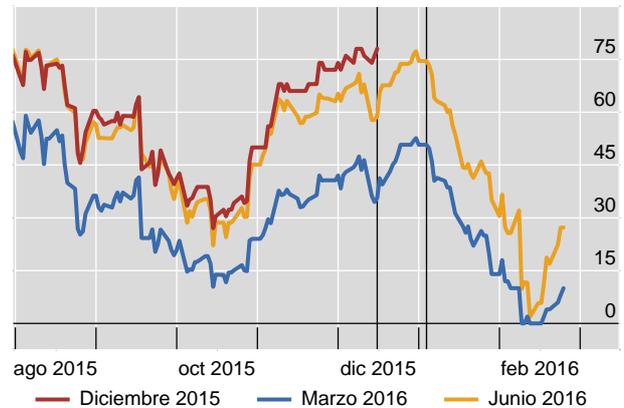
Porcentaje

Gráfico 1

Tasas oficiales reales¹



Probabilidades de subida de tasas de la Fed²



Las líneas verticales del panel derecho indican el 16 de diciembre de 2015 (reunión del FOMC) y el 4 de enero de 2016 (publicación del índice PMI manufacturero Caixin de China).

¹Tasas oficiales nominales menos inflación de los precios de consumo, excluidos alimentos y energía. En Japón, inflación subyacente, excluidos alimentos y energía, ajustada por la subida de impuestos sobre el consumo. ²Basadas en las probabilidades implícitas de Bloomberg a partir de futuros sobre la tasa de los fondos federales.

Fuentes: Banco de Japón; Bloomberg; datos nacionales.

experimentó cambios. En términos reales, la tasa de interés oficial ha sido negativa en Estados Unidos desde 2008 (Gráfico 1, panel izquierdo). El Comité Federal para las Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) señaló que, con una inflación por debajo de su objetivo del 2% y la incertidumbre sobre la situación económica en general, solo cabía prever subidas graduales de la tasa de los fondos federales. Con todo, la decisión marcó un punto de inflexión de una era de política monetaria extraordinariamente acomodaticia.

Cuando al fin llegó la primera subida de tasas en Estados Unidos, apenas causó revuelo. El inicio de un ciclo de endurecimiento monetario se preveía desde hacía tiempo, pues desde mayo de 2013 las expectativas de una posible reducción («*tapering*») de las compras de activos habían reverberado en los mercados financieros mundiales. En los días previos al 16 de diciembre de 2015, la probabilidad implícita en los precios de los futuros de una subida en diciembre rondaba el 80%, reflejando confianza en las perspectivas económicas estadounidenses (Gráfico 1, línea roja del panel derecho)¹. Aparte de la volatilidad transitoria en torno a la fecha del anuncio, la curva de rendimientos apenas se movió. Los mercados bursátiles cotizaron lateralmente, ante la desaparición de una fuente de incertidumbre. Sin embargo, pronto aparecieron otros factores de incertidumbre, que han pasado a ser preponderantes.

¹ Véase «Tensa calma a la espera de una subida de tasas», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre 2015.

Las turbulencias se propagan de las economías emergentes a las avanzadas

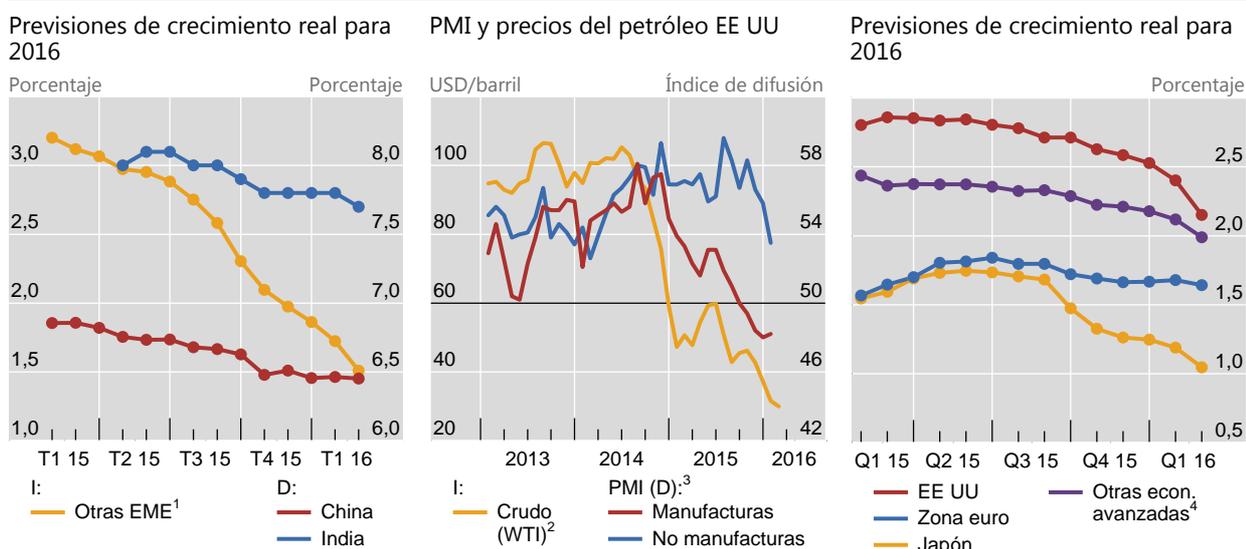
El deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial agitó los mercados financieros desde comienzos de año.

La primera fase de las turbulencias giró en torno a la preocupación por el crecimiento de las EME en general y de China en particular. La cifra oficial de crecimiento chino se redujo hasta el 6,9% en 2015, su tasa más baja desde 1990. Las previsiones de consenso para 2016 habían venido disminuyendo continuamente durante los 12 meses anteriores (Gráfico 2, panel izquierdo). Desde hacía tiempo, la pujanza de los servicios había venido compensando la debilidad de las manufacturas, pero el PMI del sector servicios de diciembre se situó en su nivel más bajo de los últimos 17 meses. El temor a una desaceleración de la producción manufacturera china se propagó a otras EME, cuyas previsiones de crecimiento para 2016 habían venido cayendo rápidamente en el segundo semestre de 2015 (Gráfico 2, panel izquierdo). La preocupación por el estado de la actividad manufacturera no se limitó a Asia: la fortaleza del dólar estadounidense y los reducidos precios del petróleo ensombrecieron las perspectivas de las manufacturas estadounidenses, que se debilitaron en relación con el sector no manufacturero (panel central). De hecho, las perspectivas de crecimiento continuaron deteriorándose en todas las principales regiones económicas (panel derecho).

En este contexto, las decepcionantes informaciones procedentes de China provocaron turbulencias en los mercados desde la primera jornada hábil del año. Los

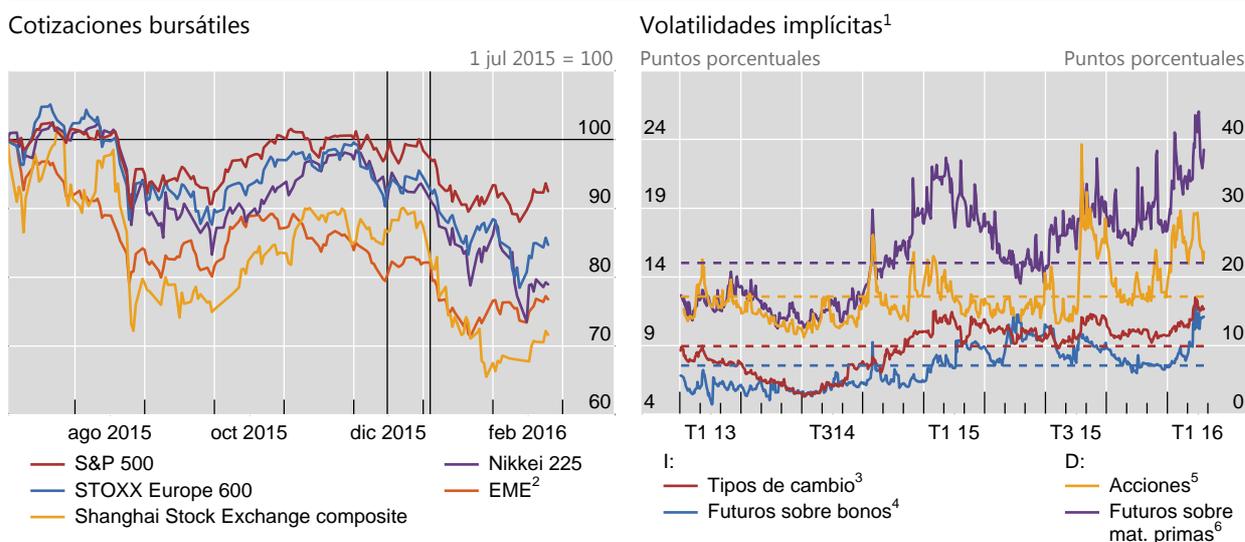
Las perspectivas mundiales se ensombrecen

Gráfico 2



¹ Media ponderada calculada utilizando el PIB y los tipos de cambio PPA de Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taipéi chino y Turquía; agregaciones basadas en el PIB y los tipos de cambio PPA. ² Media simple de observaciones diarias durante cada mes. ³ Índices de directores de compras (PMI) del Institute for Supply Management. Un valor superior (inferior) a 50 representa crecimiento o expansión (contracción) dentro del sector económico con respecto al mes anterior. Un valor igual a 50 indica un equilibrio entre avances y retrocesos de la actividad declarados por los directores encuestados. ⁴ Media ponderada calculada utilizando el PIB y los tipos de cambio PPA de Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Suecia y Suiza.

Fuente: Bloomberg; Consensus Economics.



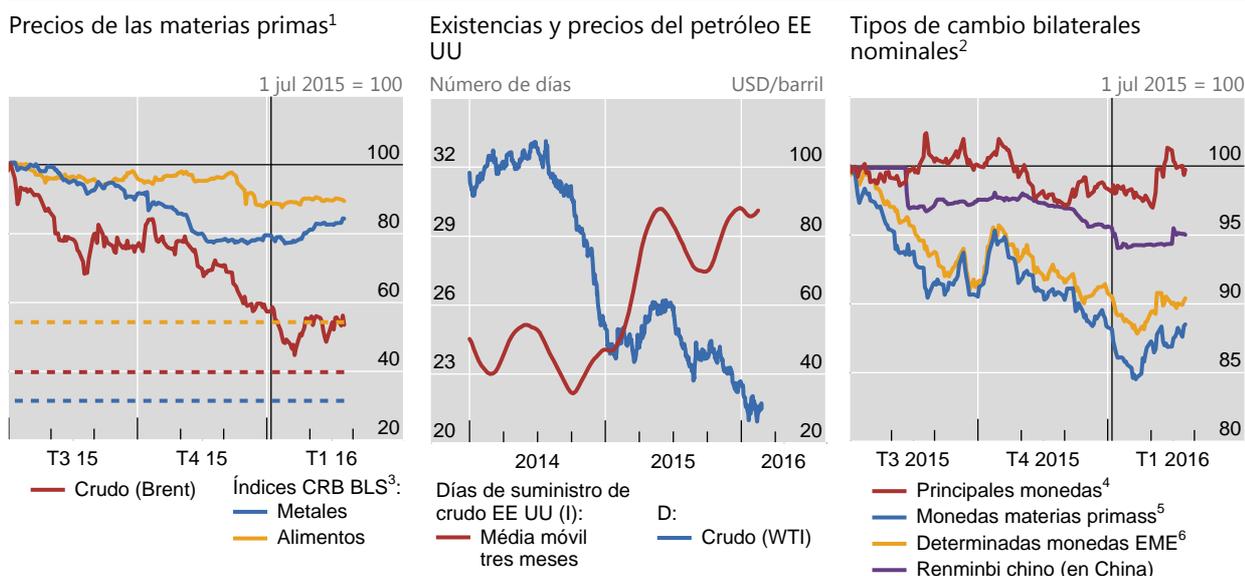
Las líneas verticales del panel izquierdo indican el 16 de diciembre de 2015 (reunión del FOMC) y el 4 de enero de 2016 (publicación del índice PMI manufacturero Caixin de China).

¹ Las líneas horizontales discontinuas representan medias simples del periodo 2012–15 para cada serie de volatilidad implícita. ² Índice MSCI Emerging Markets en dólares estadounidenses. ³ Índice JPMorgan VXY Global: índice ponderado por el volumen de contratación de la volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* a tres meses sobre 23 pares de tipos de cambio frente al dólar estadounidense. ⁴ Volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* sobre contratos de futuros sobre bonos a largo plazo de Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido; media ponderada, calculada utilizando el PIB y los tipos de cambio PPA. ⁵ Volatilidad implícita de los índices S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 y Nikkei 225; media ponderada basada en la capitalización de mercado. ⁶ Volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* sobre futuros sobre petróleo, oro y cobre; media simple.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

nuevos síntomas de debilidad en el sector manufacturero apuntados por un indicador de producción muy escudriñado alentaron ventas masivas en los mercados bursátiles, tanto de economías avanzadas como emergentes (Gráfico 3, panel izquierdo). Al tiempo que el índice Shanghai Composite se desplomaba más de un 15% en las dos primeras semanas del año, los mercados bursátiles de las principales EA retrocedían casi un 10%. En China, solo durante la primera semana, la negociación bursátil se suspendió dos veces en respuesta a los nuevos mecanismos de mercado que detienen la negociación cuando las pérdidas llegan a un determinado umbral, añadiendo así agitación a los mercados. Las volatilidades implícitas se dispararon hasta cotas comparables a las de agosto de 2015, muy superiores a los moderados niveles de los tres años precedentes (Gráfico 3, panel derecho). Si bien, a diferencia de ese efímero episodio, el desplome de principios de 2016 se prolongó varias semanas.

La creciente preocupación por las perspectivas económicas mundiales indujo, a su vez, nuevas pérdidas en los mercados de materias primas. Las perspectivas de una demanda más débil, junto con el exceso de oferta que había venido manifestándose en los últimos 18 meses, golpearon con fuerza los mercados de crudo. Los precios del crudo prolongaron su caída del segundo semestre de 2015, cotizando por debajo de 30 dólares estadounidenses por barril durante varios días, para volver a superar ligeramente esta cota a finales de enero (Gráfico 4, panel izquierdo). El Brent se situó un 70% por debajo del precio nominal medio observado desde mediados de 2010 a mediados de 2014, la cúspide del prolongado auge de los precios de las materias primas que duró más de un decenio. De hecho, los actuales precios del petróleo



La línea vertical de los paneles izquierdo y derecho indica el 4 de enero de 2016 (publicación del índice PMI manufacturero Caixin de China).

¹ Las líneas horizontales discontinuas representan medias simples del periodo 1988–2002 para cada índice de materias primas. ² Un descenso indica una depreciación de la moneda local frente al dólar estadounidense. Media simple de las monedas mencionadas (aparte del renminbi chino). ³ Commodity Research Bureau – Bureau of Labor Statistics. ⁴ Libra esterlina, euro y yen japonés. ⁵ Dólar australiano, dólar canadiense, peso chileno, corona noruega y rublo ruso. ⁶ Real brasileño, peso colombiano, corona checa, forint húngaro, rupia indonesia, rupia india, won coreano, peso mexicano, ringgit malasio, zloty polaco, lira turca y rand sudafricano.

Fuentes: US Energy Information Administration; Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

apenas superan el precio nominal medio de los cinco años anteriores a 2002, justo antes del comienzo del auge de los precios de las materias primas. Los metales básicos y los productos alimenticios mostraron mayor resiliencia, sobre todo porque sus respectivos índices ya habían caído sustancialmente antes de las recientes turbulencias. Sus precios nominales permanecieron bastante por encima de los niveles previos a sus máximos.

La pesada carga de la deuda de los productores (especialmente empresas estadounidenses extractoras de petróleo de esquisto) puede haber acentuado la caída de precios². Los menores precios del petróleo reducen los flujos de efectivo procedentes de la actual producción y elevan el riesgo de iliquidez y posiblemente de impagos. Las empresas que sufren estas tensiones pueden haber mantenido o incluso aumentado su producción para mantener la liquidez y reducir la deuda, contribuyendo así a mayores caídas de precios. Estas fuerzas pueden haber influido en el mercado estadounidense, donde la fuerte caída de los precios del petróleo vino acompañada de continuos aumentos de las existencias de crudo (Gráfico 4, panel central).

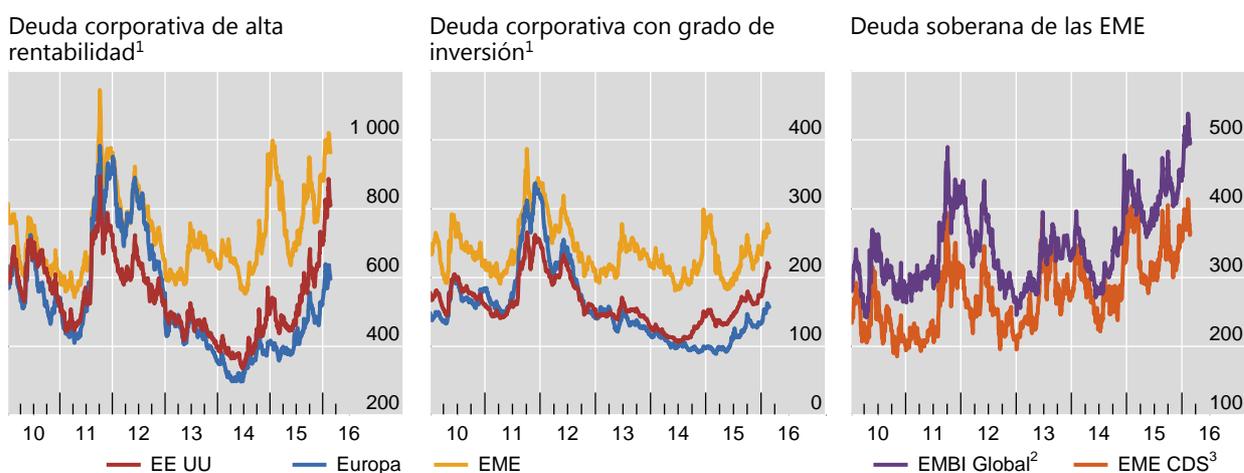
En medio de un episodio de ventas masivas de activos de riesgo a escala mundial, el repliegue generalizado hacia activos más seguros fortaleció el dólar estadounidense. Las monedas de las EME y de los países exportadores de materias primas experimentaron nuevos mínimos antes de recuperarse ligeramente a

² Véase D. Domanski, J. Kearns, M. Lombardi y H. S. Shin, «Petróleo y deuda», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2015, pp. 55-65; y S. Dale, «New economics of oil», presentación en la Conferencia Anual de la Society of Business Economists, Londres, 13 de octubre de 2015.

Las turbulencias agitan los mercados de deuda

Diferenciales, en puntos básicos

Gráfico 5



¹ Diferenciales de rendimiento, ajustados de opciones, frente a los valores del Tesoro estadounidense. ² Diferenciales netos de garantías del índice JPMorgan Chase EMBI Global. ³ Índice Emerging Markets CDX.EM, diferencial medio de los contratos CDS a cinco años más recientes.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; JPMorgan Chase.

mediados de enero en niveles en torno a un 3% por debajo de los de finales de año (Gráfico 4, panel derecho). Los temores a la depreciación del renminbi alentaron también la volatilidad en los mercados de divisas. El 11 de diciembre de 2015, el Banco Popular de China introdujo la cesta de referencia China Foreign Exchange Trade System (CFETS), señalando así un cambio con respecto a la atención exclusiva prestada al dólar estadounidense. Entre agosto de 2015 y finales de enero de 2016, el renminbi se depreció un 6% frente al billete verde, manteniéndose generalmente estable frente a la cesta CFETS. Las reservas de divisas del país disminuyeron en más de 300 000 millones de dólares estadounidenses durante el mismo periodo, a un ritmo aparentemente acelerado que inquietó a los inversores. Las expectativas de una depreciación adicional pueden haber contribuido a las ventas masivas en el mercado bursátil nacional, que a su vez ejercieron nuevas presiones sobre la moneda. El impacto conjunto de los menores precios del petróleo y de un dólar estadounidense más fuerte ha presionado sustancialmente sobre numerosas EME en un momento en que la tendencia de la liquidez en dólares a escala mundial parece estar cambiando³.

Los mercados de deuda mundiales también se vieron afectados por las turbulencias. El entorno de bajas tasas de interés de los últimos años vino acompañado de una búsqueda del rendimiento que relajó las condiciones crediticias, especialmente para los prestatarios de mayor riesgo. Conforme se propagaban las turbulencias en los mercados, la deuda de alta rentabilidad de las AE se vio sometida a presiones inusuales, tras haberse visto afectada por crecientes contratiempos desde mediados de 2014 (Gráfico 5, panel izquierdo). La ampliación de los diferenciales de la deuda estadounidense de alta rentabilidad fue particularmente acusada, al verse lastrada por el peor comportamiento relativo de las empresas energéticas y el temor a un aumento de las tasas de impago (véase Recuadro 1). Desde mediados de 2014,

³ Véase el capítulo sobre los aspectos más destacados de los flujos de financiación de este *Informe Trimestral* y J. Caruana «Credit, commodities and currencies», conferencia en la *London School of Economics and Political Science*, Londres, 5 de febrero de 2016.

el diferencial de la deuda estadounidense de alta rentabilidad se ha duplicado con creces, alcanzando niveles comparables a los máximos observados durante la crisis de la deuda europea en 2011. En comparación, la ampliación de los diferenciales corporativos fue más moderada en Europa, donde los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad están a medio camino de sus máximos de 2011. La divergencia entre los diferenciales de grado de inversión en las dos regiones coincidió con el inicio del desplome del precio del petróleo a mediados de 2014, reflejando posiblemente temores de contagio desde el sector petrolífero hacia otras partes de la economía estadounidense (Gráfico 5, panel central). Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de las EME también se ampliaron en las primeras semanas de 2016, superando con creces los máximos registrados en 2011 (panel derecho).

El panorama de política monetaria difirió entre las EME en función de la influencia de las materias primas, los tipos de cambio y otros factores generadores de inflación. Los bancos centrales de los países asiáticos y europeos emergentes, cuyas economías se han beneficiado básicamente del desplome de los precios de las materias primas, mantuvieron sus políticas monetarias sin cambios pese a la sustancial depreciación cambiaria. En cambio, los exportadores de materias primas endurecieron sus políticas o mostraron una inclinación a subir las tasas de interés, conforme la depreciación cambiaria inducía fuertes presiones inflacionistas pese a la desaceleración de la actividad económica. En la mayoría de los países, sin embargo, el desafiante entorno mundial en materia de tipos de cambio dejó escaso margen de maniobra para estímulos monetarios.

Las turbulencias se extienden a medida que los mercados se centran en los bancos

Las actuales turbulencias financieras causadas por el debilitamiento del entorno mundial dieron paso a una segunda fase de turbulencia, en la que los mercados se centraron en la posibilidad de que los bancos centrales adentraran aún más sus tasas de interés en territorio negativo y agravaran con ello la persistente debilidad de la rentabilidad bancaria.

Conforme las turbulencias se propagaban por los mercados financieros de las economías emergentes y avanzadas, el resultante repliegue hacia activos más seguros contribuyó a aplanar las curvas de rendimientos en los principales mercados de deuda. A finales de enero, el diferencial entre el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años y el de la letra a 3 meses había caído más de 50 puntos básicos desde finales de 2015 (Gráfico 6, panel izquierdo), mientras su equivalente para el *bund* alemán retrocedía casi 40 puntos básicos. En el pasado, el aplanamiento de las curvas de rendimientos y la ampliación de los diferenciales de rendimiento han solido presagiar un debilitamiento de la actividad económica (véase Recuadro 1).

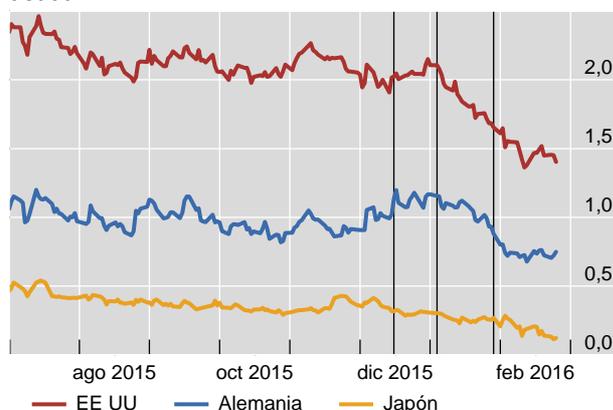
Estas evoluciones sembraron dudas en los mercados sobre las favorables perspectivas de la economía estadounidense, que la Reserva Federal había tomado como base para la subida de tasas en diciembre. La debilidad exterior, un dólar fuerte y los crecientes diferenciales de rendimiento amenazaban con ahogar la economía. En este nuevo contexto, las expectativas en los mercados de futuras subidas de las tasas de interés menguaron hasta tal punto que las hizo incoherentes con la perspectiva de tres a cuatro subidas en 2016 implícita en los análisis de política monetaria de los integrantes del FOMC (Gráfico 1, panel derecho). A comienzos de

Las turbulencias inducen un repliegue hacia activos más seguros

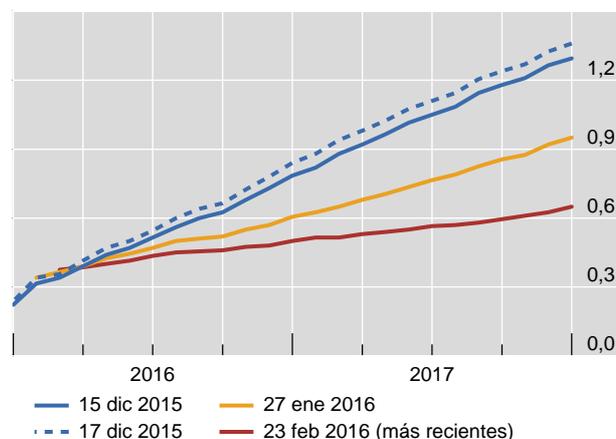
Porcentaje

Gráfico 6

Diferenciales por plazo en los principales mercados de deuda¹



Curvas de tasas de interés a plazo en Estados Unidos²



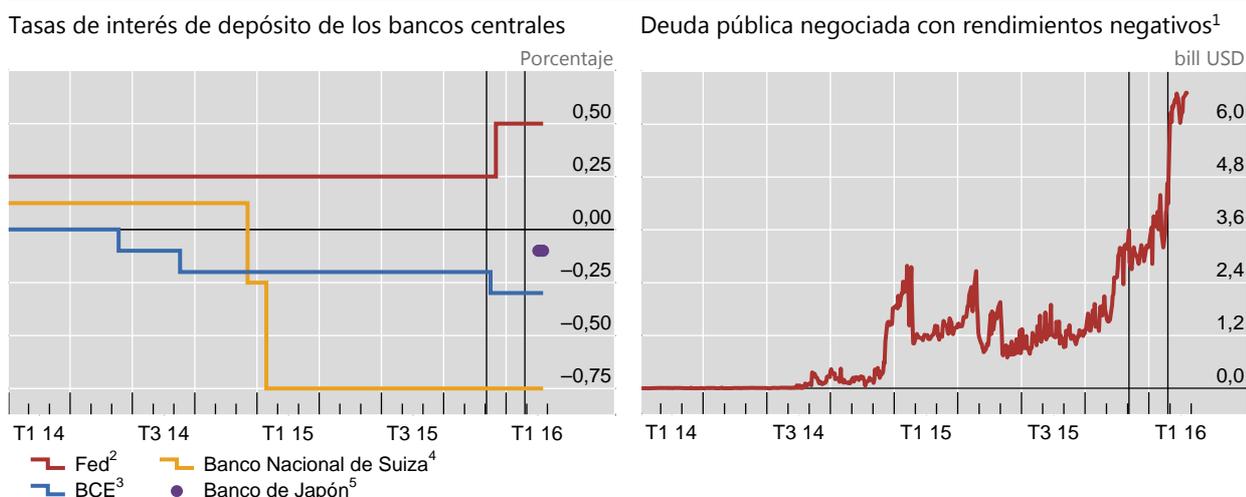
Las líneas verticales del panel izquierdo indican el 16 de diciembre de 2015 (reunión del FOMC), el 4 de enero de 2016 (publicación del índice PMI manufacturero Caixin de China) y el 29 de enero de 2016 (anuncio por parte del Banco de Japón de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas).

¹ Definido como el diferencial entre los rendimientos de la deuda pública a 10 años y a tres meses. ² Futuros sobre la tasa de los fondos federales a 30 días.

Fuente: Bloomberg.

febrero, la probabilidad de una subida de tasas en marzo había caído del 50% hasta casi cero, considerándose incluso improbable una subida en junio. Las turbulencias dieron lugar a la formación de unos precios de mercado que reflejan un ritmo muy gradual de endurecimiento monetario. En contraste con las expectativas en el momento de la subida de tasas en diciembre, a finales de enero los mercados preveían el mantenimiento de la tasa de los fondos federales por debajo del 1% durante todo 2017 y en febrero incluso se ralentizó el ritmo de endurecimiento previsto por los mercados (Gráfico 6, panel derecho).

Las autoridades económicas de las principales EA reaccionaron ante estos acontecimientos con medidas que se consideraron indicativas de una mayor acomodación. En su reunión de enero, el FOMC reconoció las turbulencias financieras mundiales y sus posibles repercusiones sobre la economía estadounidense, aunque sin señalar cambios respecto a su orientación anterior. Sin embargo, el 28 de enero los mercados tomaron nota del anuncio de las directrices de la Reserva Federal para las pruebas de resistencia bancaria de 2016, que solicitaban a los bancos considerar el posible impacto de tasas negativas de las letras del Tesoro como parte de un «escenario muy adverso». La semana anterior, el BCE no modificó su orientación de política monetaria, aunque anunció una revisión en marzo, que para los mercados hacía más probable una acomodación adicional. El BoJ sorprendió el 29 de enero a los mercados introduciendo tasas de interés negativas aplicadas al exceso sobre reservas obligatorias y a los saldos acumulados por las instituciones financieras con arreglo a su programa de relajación cuantitativa y cualitativa (QQE) y a su programa de estímulo crediticio. De este modo, el BoJ se unió al BCE y al Banco Nacional de



Las líneas verticales indican el 3 de diciembre de 2015 (reducción al $-0,3\%$ de la tasa de la facilidad de depósito del Banco Central Europeo) y el 29 de enero de 2016 (anuncio por parte del Banco de Japón de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas).

¹ Análisis basado en los componentes del índice Bank of America Merrill Lynch World Sovereign con fecha 8 de febrero de 2016. ² Tasa aplicable al saldo excedente de reservas en la Reserva Federal. ³ Tasa de la facilidad de depósitos del BCE. ⁴ Tasa de interés aplicada por el Banco Nacional de Suiza a sus depósitos a la vista. ⁵ Tasa de interés aplicable al tercer tramo de reservas excedentes mantenidas en el Banco de Japón.

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

Suiza en la imposición de tasas negativas a las reservas bancarias (Gráfico 7, panel izquierdo)⁴.

La decisión del BoJ tuvo un gran impacto en los mercados financieros. Los rendimientos de la deuda pública japonesa cayeron a mínimos récord a lo largo de toda la curva, con rendimientos negativos en todos los plazos hasta 10 años. Y tras un breve rebote del mercado bursátil japonés y una efímera depreciación del yen, los precios de las acciones de los bancos nipones cayeron considerablemente, pese a que la medida del BoJ se había diseñado para minimizar el impacto inmediato en la rentabilidad bancaria.

Conforme los mercados digerían las implicaciones de las tasas oficiales negativas en Japón, parecieron descontar nuevas medidas acomodaticias en general. En cuestión de días, el volumen de deuda soberana negociada con rendimientos negativos creció desde 4 billones de dólares a más de 6,5 billones (Gráfico 7, panel derecho). A comienzos de febrero de 2016, casi una cuarta parte del importe vigente de la deuda soberana incluida en el índice de renta fija soberana de Merrill Lynch se negociaba con rendimientos negativos. En el caso de la deuda pública japonesa, esa proporción superaba el 60%.

Conforme aumentaba el volumen de deuda con rendimientos negativos, los mercados fueron tomando consciencia de las nuevas restricciones y disyuntivas que podrían limitar las opciones de política económica. Según algunos informes, el

⁴ En total, cinco bancos centrales han movido sus tasas oficiales por debajo de cero, el nivel tradicionalmente considerado como límite inferior de las tasas de interés nominales: el BCE y los bancos centrales de Dinamarca, Japón, Suecia y Suiza. El artículo monográfico de Bech y Malkhozov (2016), «¿Cómo han aplicado los bancos centrales las tasas oficiales negativas?», en esta edición del *Informe Trimestral del BPI* profundiza en la implementación de las tasas oficiales negativas.

volumen de deuda denominada en euros con rendimientos inferiores a la tasa de depósito del BCE (actualmente en el $-0,3\%$) aumentó en un tercio tras la reunión de política del BCE celebrada el 21 de enero. Según las reglas del Programa de Compras de Activos del BCE, estos valores no serían admisibles en futuras compras. Si la dinámica de precios continuase reduciendo el volumen de valores admisibles, el alcance del Programa de Compras de Activos se vería limitado, a menos que la tasa de depósito se adentrara aún más en territorio negativo —lo que, a su vez, se vería como una posible causa de erosión de los márgenes de intermediación de los bancos de la zona del euro.

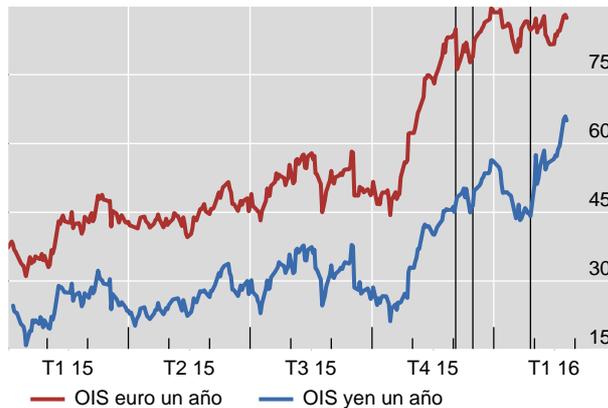
Estos acontecimientos hicieron oscilar considerablemente las divergencias esperadas en los mercados entre las futuras políticas monetarias del G-3. Una medida sencilla que compara las tasas a un día previstas en promedio durante un año en Estados Unidos con sus correspondientes promedios en la zona del euro y Japón (Gráfico 8, panel izquierdo), aumentó a finales de 2015 a medida que se acercaba la subida de tasas en Estados Unidos y disminuyó en enero conforme los mercados redujeron el ritmo previsto de endurecimiento monetario en este país. Sin embargo, con la incursión de las tasas del BoJ en territorio negativo, la divergencia prevista frente a Estados Unidos volvió a ampliarse. En consonancia con la divergencia entre las políticas monetarias de las principales áreas, los diferenciales de los *swaps* de tasas de interés variables entre divisas se ampliaron frente al dólar estadounidense, alrededor de 15 puntos básicos en el caso del yen y de 8 puntos básicos en el caso del euro (panel derecho)⁵.

Fuertes oscilaciones de las divergencias previstas entre políticas monetarias

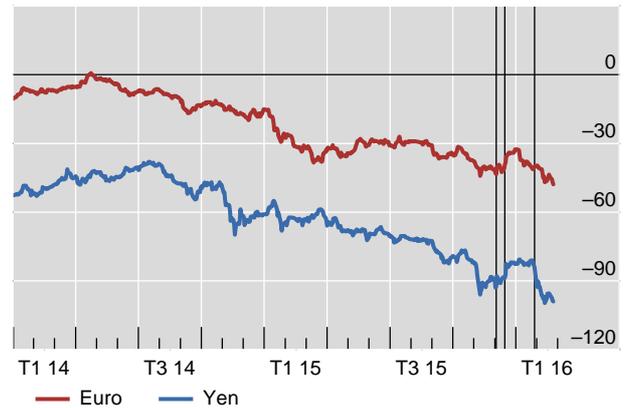
En puntos básicos

Gráfico 8

Diferencial frente a la tasa OIS a un año en dólares estadounidenses¹



Diferenciales de los *swaps* de tasas de interés variables entre divisas²

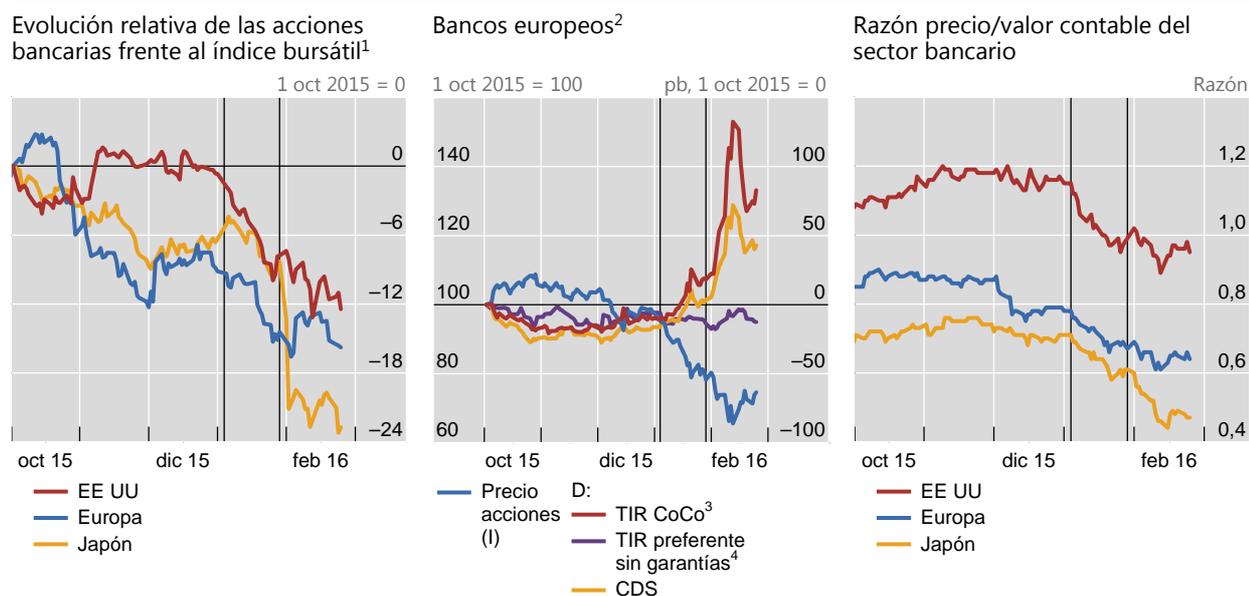


Las líneas verticales indican el 3 de diciembre de 2015 (reducción al $-0,3\%$ de la tasa de la facilidad de depósito del Banco Central Europeo), el 16 de diciembre de 2015 (reunión del FMOC) y el 29 de enero de 2016 (anuncio por parte del Banco de Japón de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas).

¹ Diferencia entre los *swaps* sobre índices a un día (OIS) en dólares de Estados Unidos durante un año y los correspondientes en euros y en yenes. ² Diferenciales de los *swaps* a cinco años frente al dólar estadounidense.

Fuente: Bloomberg.

⁵ Sobre los logros de la reconstrucción de la solidez financiera y los retos a los que se enfrentan los bancos en las economías avanzadas, véase BPI «Riesgos antiguos y nuevos en el panorama financiero», *Informe Anual del BPI*, junio de 2015.



Las líneas verticales indican el 4 de enero de 2016 (publicación del índice PMI manufacturero Caixin de China) y el 29 de enero de 2016 (anuncio de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas por parte del Banco de Japón).

¹ Calculada como la diferencia entre los subíndices bancarios de cada región compilados por Datastream y el STOXX Europe 600 para Europa, Nikkei 225 para Japón y S&P 500 para Estados Unidos. ² Medias simples de Barclays, Banco Santander, BBVA, Crédit Agricole, Credit Suisse Group, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, Société Générale, UBS y UniCredit (a partir de los datos disponibles). ³ Tasa interna de retorno (TIR); basada en obligaciones convertibles contingentes (CoCo) perpetuas. ⁴ TIR de deuda preferente no garantizada lo más similar posible a los CoCos en cuanto a moneda de denominación y vencimiento residual.

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

Conforme las tensiones imperaban en los mercados financieros y las perspectivas económicas mundiales se deterioraban, las tensiones se propagaron a las acciones y obligaciones de los principales bancos internacionales. Las cotizaciones bursátiles de los bancos europeos, que se habían ido rezagando frente al conjunto del mercado desde mediados de 2015, se distanciaron aún más en 2016 (Gráfico 9, panel izquierdo). Desde comienzos de enero, la evolución bursátil de los bancos estadounidenses también se rezagó un 10% con respecto al índice S&P 500, y las acciones de los bancos japoneses se desplomaron un 15% frente al índice Nikkei tras el anuncio del BoJ.

Junto a la caída de las cotizaciones bursátiles y la ampliación de los diferenciales de los *credit default swaps* (CDS), el mercado de obligaciones convertibles contingentes (CoCos) de los bancos europeos experimentó un notable desplome (Gráfico 9, panel central). El limitado impacto sobre los diferenciales de la deuda bancaria preferente sugiere que el tamaño o calidad de los colchones de capital no fue la principal preocupación, pese a la ampliación de los diferenciales de los CDS. Más bien, la posibilidad de que los bancos europeos tuvieran que suspender la distribución de dividendos y los pagos de los cupones de las CoCos puso en marcha una dinámica que acentuó el desplome de las valoraciones de las diferentes clases de activos bancarios (Recuadro 2).

Esto centró la atención de los mercados en la rentabilidad bancaria, cuyas dudas sobre las perspectivas de los bancos, particularmente europeos y japoneses, han venido reflejándose desde hace tiempo en la cuantía en que los precios de sus acciones cotizaban por debajo de su valor contable (Gráfico 9, panel derecho). Las

relaciones precio/valor contable volvieron a reducirse durante las turbulencias, aunque manteniéndose la persistente brecha entre los bancos europeos y japoneses con respecto a los estadounidenses. La reticencia de los bancos a trasladar las tasas negativas a sus depositantes contribuyó a la gradual erosión de los ingresos netos por intereses (Recuadro 2)⁶. Al mismo tiempo, la preocupación por los futuros beneficios bancarios motivó que los participantes en los mercados examinaran con lupa el probable impacto de un prolongado periodo de tasas de interés negativas sobre la rentabilidad bancaria.

Parte de las turbulencias de los últimos meses obedecen a la creciente percepción en los mercados de que los bancos centrales podrían estar quedándose sin opciones de política eficaces. Los mercados pospusieron hasta más adelante sus expectativas sobre la reanudación de una normalización gradual de la política monetaria de la Reserva Federal. Además, conforme el BoJ y el BCE indicaban su disposición a ampliar su acomodación monetaria, los mercados mostraron una mayor preocupación por las consecuencias imprevistas de las tasas oficiales negativas. En un segundo plano, el crecimiento continuó siendo decepcionante, con una inflación contumaz por debajo de los objetivos. Aparentemente, los mercados habían pasado a dudar de la barrera de contención que había venido sosteniendo las valoraciones de los activos durante años. Sin otras políticas que tomen el testigo tras la crisis financiera, la carga sobre los bancos centrales ha ido aumentando constantemente, dificultando cada vez más su tarea.

⁶ Sobre las recientes alteraciones en los mercados de derivados sobre renta fija, véase el Recuadro de S. Sundaresan y V. Sushko (2015), en «Tensa calma a la espera de una subida de tasas», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2015.

Tensiones en los mercados de deuda de alta rentabilidad

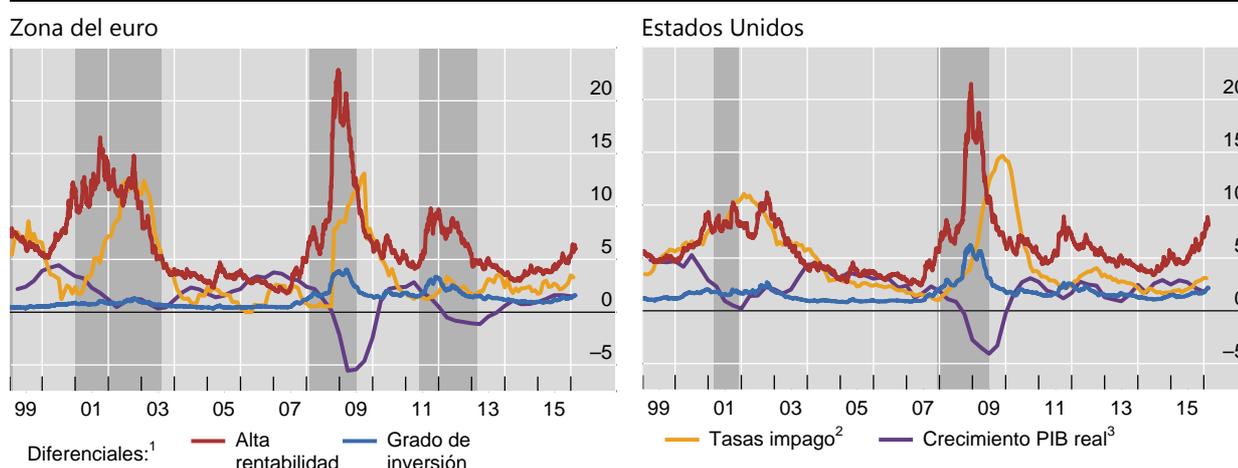
Ben Cohen y Gianpaolo Parise

El mercado de títulos de deuda de alta rentabilidad experimentó significativas tensiones en 2015. El índice BofA Merrill Lynch US High Yield Index cayó un 4,6% y los diferenciales de rendimiento de bonos de alta rentabilidad superaron el 5% en Europa y el 7% en Estados Unidos (Gráfico A). A finales de 2015, las turbulencias del mercado afectaron a una serie de fondos de inversión especializados y los abultados reembolsos de los inversores les obligaron a deshacerse de activos ilíquidos ante la caída de los precios. En la segunda semana de diciembre, uno de estos fondos, Third Avenue Focused Credit Fund, dejó de ejecutar órdenes de venta de sus inversores y anunció planes para liquidar toda su cartera de manera ordenada en el plazo de un año. En días posteriores, otros fondos especializados en alta rentabilidad, incluidos algunos gestionados por Sunlion Capital Partners, Lucidus Capital Partners y Whitebox Advisors, suspendieron sus reembolsos o introdujeron planes para liquidar sus inversiones.

Los diferenciales de rendimiento se amplían pese al moderado crecimiento

Porcentaje

Gráfico A



Las áreas sombreadas indican periodos de recesión según los define la OCDE (zona del euro) y NBER (Estados Unidos).

¹ Diferenciales, ajustados de opciones, de un índice de deuda en moneda local emitida por sociedades financieras y no financieras. ² Tasas de impago ponderadas por emisor en los 12 meses anteriores, por parte de prestatarios con calificación inferior a grado de inversión. ³ Tasa de crecimiento interanual del PIB real trimestral.

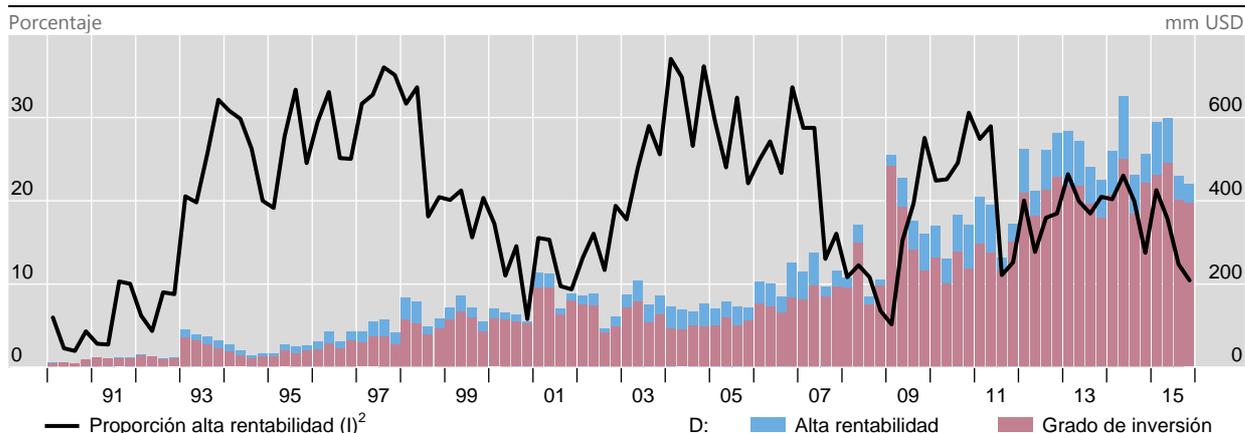
Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Moody's; datos nacionales.

Al aumentar las dificultades por el lado de la demanda del mercado, cayó la emisión de nuevos títulos de alta rentabilidad. Mientras que la emisión de deuda corporativa permaneció fuerte, en el segmento de alta rentabilidad la emisión se contrajo, especialmente en la segunda mitad del año. Desde su mínimo de 98 000 millones de dólares en 2008, la emisión de deuda de alta rentabilidad llegó a superar los 400 000 millones de dólares anuales en el periodo 2013–14, para caer después hasta 334 000 millones en 2015 (Gráfico B).

Estas alteraciones en el segmento de alta rentabilidad se explican en gran medida por la continua tensión en el sector energético. El índice Merrill Lynch HY Energy Index se desplomó en 2015, con peores resultados que los índices US Corporate High-Yield and Emerging Markets High-Yield. Aunque las crisis anteriores también habían ocasionado pérdidas significativas a los títulos de alta rentabilidad, las tensiones en el sector energético caracterizan el periodo más reciente (Gráfico C). No obstante, el creciente número de impagos hacia finales de 2015 señala la posibilidad de fragilidades más amplias (paneles derecho y central).

Debilitamiento de la emisión de alta rentabilidad¹

Gráfico B



¹ Emisiones brutas de deuda corporativa por sociedades no financieras. ² Proporción de la emisión de alta rentabilidad sobre el total de emisión de deuda corporativa.

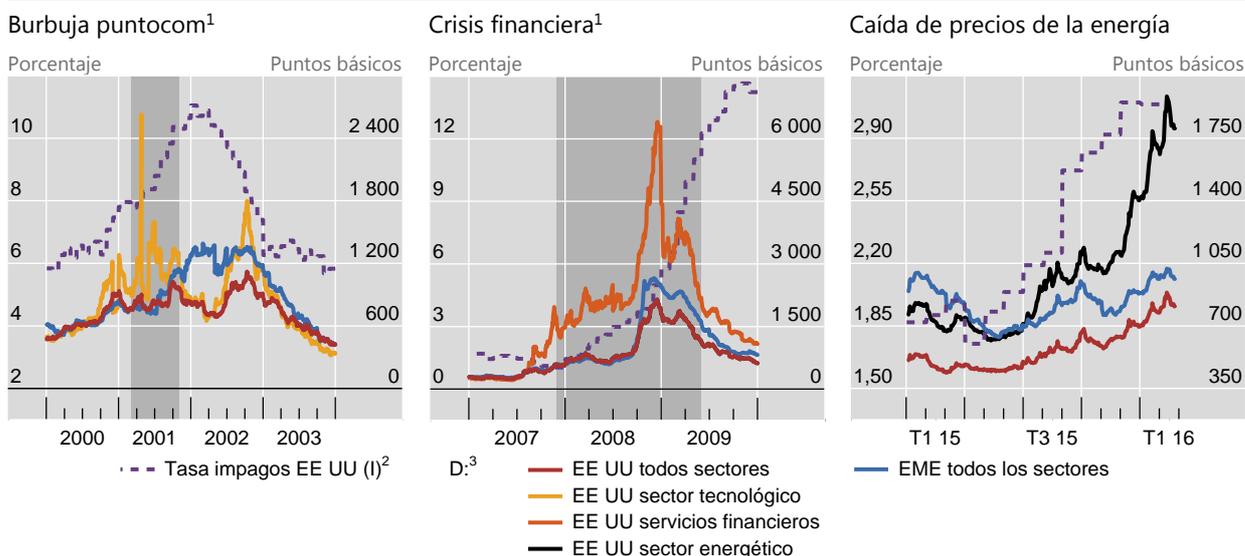
Fuentes: Dealogic; cálculos del BPI.

La reciente evolución podría interpretarse como si las tensiones en la deuda de alta rentabilidad fueran un hecho aislado, consecuencia de las deficiencias en el sector petrolero de Estados Unidos; otra interpretación sería considerarla como un «aviso a navegantes», una señal de fragilidades más amplias. La experiencia reciente, respaldada por estudios académicos, sugiere que una ampliación pronunciada de los diferenciales de rendimiento alertan sobre recesiones incipientes^①. Así ocurre incluso cuando la ampliación de los diferenciales refleja en un primer momento

Los patrones de los índices de alta rentabilidad varían entre episodios

En puntos básicos

Gráfico C



¹ Las áreas sombreadas corresponden a recesiones según la definición NBER. ² Tasas de impago ponderadas por emisor en los 12 meses anteriores, por parte de prestatarios con calificación inferior a grado de inversión. ³ Diferenciales, ajustados de opciones, de un índice de deuda no soberana.

Fuentes: National Bureau of Economic Research; Bank of America Merrill Lynch; Moody's.

tensiones específicas del sector. Por ejemplo, los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad comenzaron a ampliarse en el sector tecnológico a comienzos del año 2000, justo antes del estallido de la burbuja tecnológica (Gráfico C, panel izquierdo), al igual que ocurrió con la deuda de alta rentabilidad del sector financiero en 2007, en vísperas de la Gran Crisis Financiera (panel central). Durante estos episodios, los diferenciales de otros títulos de alto riesgo solo comenzaron a ampliarse al desacelerarse la economía en su conjunto. Más recientemente, mientras que los diferenciales de rendimiento se han ampliado considerablemente a partir del segundo trimestre de 2015 en el sector energético, en otros casos, por ejemplo la deuda corporativa de economías emergentes, su ampliación ha sido mucho más gradual (panel derecho).

①A. Estrella y G. Hardouvelis, "The term structure as a predictor of real economic activity", *Journal of Finance*, vol 46, 1991, pp 555-76; A. Estrella y F. Mishkin, "Predicting US recessions: financial variables as leading indicators", *Review of Economics and Statistics*, vol 80, 1998, pp 45-61; y J. Faust, S. Gilchrist, J. Wright y E. Zakrajsek, "Credit spreads as predictors of real-time economic activity: a Bayesian model-averaging approach", *The Review of Economics and Statistics*, vol 95, nº 5, 2013.

Episodio de ventas de acciones bancarias europeas

Michael Chui

Los títulos de los bancos europeos se vieron golpeados con fuerza en las primeras semanas de 2016. El índice STOXX Europe 600 ha perdido un 23% en lo que llevamos de año, al tiempo que los diferenciales de los CDS y los CoCo crecieron con fuerza (Gráfico 9 panel central). La preocupación ante las perspectivas en el sector, en especial con respecto a los resultados, parece haber estado en el punto de mira de los inversores. La caída de las cotizaciones se vio agravada por la dinámica del mercado.

La preocupación de los inversores sobre la situación de los bancos presenta múltiples facetas. Numerosos bancos grandes declararon pérdidas mayores de lo esperado o beneficios por debajo de las previsiones en el cuarto trimestre de 2015 (Gráfico D, panel izquierdo). Asimismo, algunos bancos aún sufren las consecuencias de su legado de activos dudosos en sus balances (panel central), al tiempo que han surgido nuevas incertidumbres sobre el tamaño de sus exposiciones directas e indirectas al sector energético.

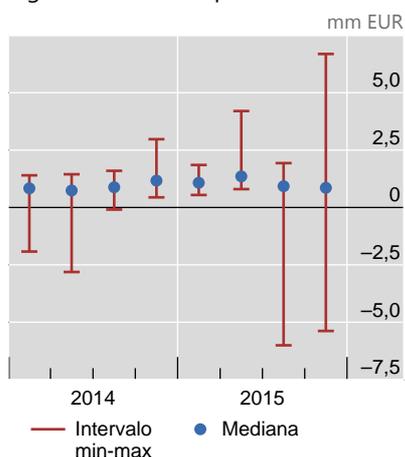
La incertidumbre sobre las perspectivas de resultados de los bancos se ha visto agravada por la expectativa de que las tasas de interés oficiales negativas y las tasas extraordinariamente bajas a lo largo de la curva de rendimientos pueden prolongarse más de lo previsto. Los márgenes de intermediación se han reducido, ante la reticencia de los bancos a transmitir las tasas negativas a sus depositantes (Gráfico D, panel derecho). Por ahora, parece que han conseguido salir relativamente airosos de los retos operativos que esto conlleva, pero esto no es garantía de que puedan seguir haciéndolo si las tasas se reducen aún más o permanecen negativas durante algún tiempo.

Las oscilaciones de los precios de los títulos bancarios se vieron exacerbadas por la dinámica de los mercados asociada a la interacción entre los CoCo, las acciones y los CDS. En Europa, la imposición a acreedores no preferentes de la obligación de asumir pérdidas en resoluciones bancarias recientes y la aclaración de la importancia de

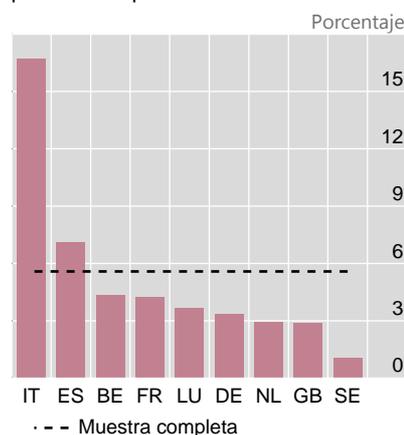
Dificultades para los bancos europeos

Gráfico D

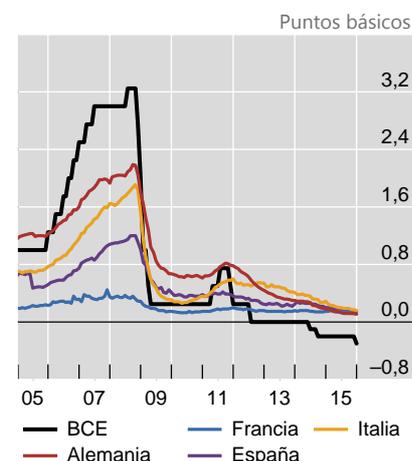
Ingresos netos trimestrales de algunos G-SIB europeos¹



Índice de morosidad en algunos países europeos²



Tasas de depósito a un día³



BE = Bélgica; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IT = Italia; LU = Luxemburgo NL = Países Bajos; SE = Suecia.

¹ Incluye BNP Paribas, Deutsche Bank, Credit Suisse, Groupe Crédit Agricole, HSBC, ING Bank, Nordea, Santander, Société Générale y UBS. ² Datos del ejercicio de transparencia en toda la UE llevado a cabo por la Autoridad Bancaria Europea en 2015; préstamos en mora/préstamos totales en junio de 2015. ³ Para el BCE, tasa de depósito de la facilidad permanente; para los países individuales, tasa de depósito a un día para sociedades no financieras y hogares, crédito nuevo.

Fuente: Autoridad Bancaria Europea; BCE; Thomson Reuters Eikon.

los requerimientos de capital de Nivel 2 para la capacidad de los bancos de hacer frente al pago de cupones de los CoCo podrían haber centrado la atención de los inversores en posibles focos de incertidumbre^①. En concreto, la probabilidad de la cancelación del pago de cupones de los CoCo en situaciones de grandes pérdidas comprime el valor de estos bonos. La cancelación efectiva de estos pagos sería una primicia para los CoCo como clase nueva de activos. Esta perspectiva podría haber puesto en marcha actividades de cobertura con inversores en obligaciones CoCo vendiendo en corto acciones de los bancos y/o comprando protección frente a impagos para cubrirse frente a potenciales caídas de los precios de los CoCo, lo cual habría provocado fuertes oscilaciones conjuntas de estos instrumentos. Ante las dificultades de los inversores en CoCos y la caída de las cotizaciones bursátiles, también surgieron dudas sobre la capacidad de los bancos para capitalizarse en los mercados en el futuro, si fuera necesario.

^① Véase Autoridad Bancaria Europea, «Opinion of the European Banking Authority on the interaction of Pillar 1, Pillar 2 and combined buffer requirements and restrictions on distributions» 16 diciembre 2015.