

¿Mercados discordantes?

Los bancos centrales han confirmado su influencia sobre los mercados financieros en los últimos meses, después de dos trimestres sembrados de episodios de marcada volatilidad. Los mercados se mostraron resilientes frente a diversos acontecimientos políticos potencialmente perturbadores. Aun así, persistieron los interrogantes sobre si la configuración de los precios de los activos reflejaba correctamente los riesgos subyacentes.

En un contexto caracterizado por tímidas señales —aunque persistentes— de fortalecimiento del crecimiento mundial y por una política monetaria acomodaticia, el apetito por el riesgo de los inversores pareció resurgir durante el periodo analizado. Como consecuencia, la volatilidad de los mercados financieros remitió, los precios de las materias primas repuntaron, los diferenciales de la deuda corporativa se estrecharon, los mercados bursátiles subieron y los flujos de inversión de cartera hacia las economías de mercado emergentes (EME) se reanudaron. Al mismo tiempo, los rendimientos en los principales mercados de renta fija se desplomaron hasta nuevos mínimos y el volumen de deuda pública negociada con rendimientos negativos volvió a crecer hasta superar brevemente los 10 billones de dólares en julio. Conforme avanzaba el verano, los rendimientos negativos se propagaron al mercado de deuda corporativa de alta calificación, especialmente en la zona del euro. La aparente discordancia entre, por un lado, los rendimientos de la deuda en mínimos récord y, por otro lado, las cotizaciones bursátiles mucho más altas con escasa volatilidad, arroja dudas sobre dichas valoraciones. Además, las bajas cotizaciones bursátiles de los bancos y las incipientes señales de tensión en los mercados de financiación bancaria añadieron una nota preocupante.

El resultado del referéndum en el Reino Unido contrario a su permanencia en la Unión Europea sorprendió a muchos observadores y causó revuelo durante algunas jornadas, pero su impacto se desvaneció pronto. La respuesta de los bancos centrales y la percepción entre los inversores de que aún queda por delante un prolongado periodo de política monetaria laxa parecieron calmar la situación.

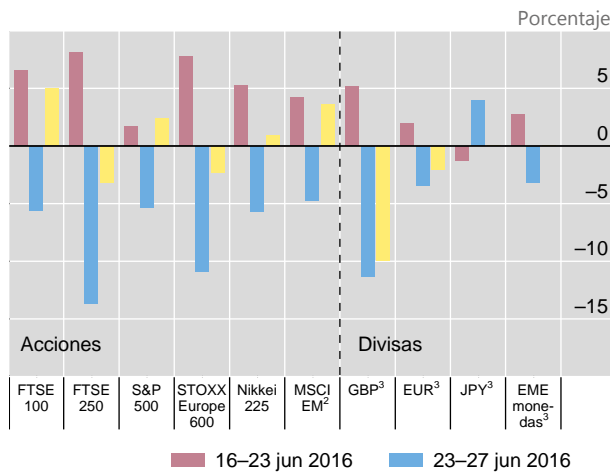
Brexit: más allá de la respuesta de los mercados

Durante la semana previa al referéndum británico del 23 de junio, se vivió una oleada de optimismo que impulsó al alza los precios de los activos. Las bolsas del Reino Unido y Europa continental registraron fuertes ganancias durante esa semana, aunque las valoraciones subieron en numerosas jurisdicciones. Los diferenciales de la deuda corporativa se estrecharon (especialmente en el segmento de alta rentabilidad) y la libra esterlina se apreció un 5% frente al dólar estadounidense, alcanzando brevemente su máximo del año (Gráfico 1, barras rojas de ambos paneles).

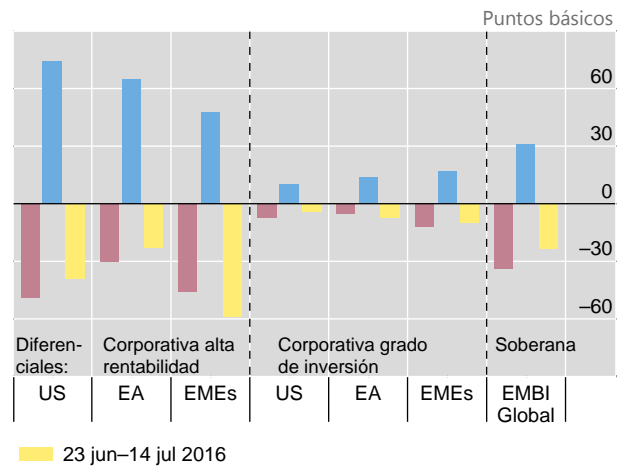
El referéndum sobre el Brexit tuvo un impacto transitorio en la mayoría de los precios de los activos¹

Gráfico 1

Mercados bursátiles y de divisas



Mercados de deuda



EUR = euro; GBP = libra esterlina; JPY = yen.

EA = zona del euro; EMEs = economías de mercado emergentes; US = Estados Unidos.

¹ Variaciones durante el periodo mencionado. ² Índice MSCI Emerging Markets en dólares estadounidenses. ³ Una caída indica una depreciación de la moneda mencionada frente al dólar estadounidense. En el caso de las monedas de las EME, media simple del real brasileño, renminbi chino, peso colombiano, koruna checa, forinto húngaro, rupia india, rupia indonesia, won coreano, ringgit malasio, peso mexicano, zloty polaco, rand sudafricano y lira turca.

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

El resultado de la votación pilló por sorpresa a los mercados, provocando un rápido reajuste de los precios. En las dos jornadas hábiles siguientes, los principales índices bursátiles de las economías avanzadas (EA) cayeron más de un 5%, retrocediendo el FTSE 250 británico casi un 15%. Durante el mismo periodo, la libra se derrumbó un 10% y el dólar se apreció de forma generalizada, salvo frente al yen (Gráfico 1, barras azules del panel izquierdo). Los diferenciales entre plazos se aplanaron en los principales mercados de deuda, con una caída de casi 20 puntos básicos del diferencial entre la deuda pública británica (*gilts*) a 10 años y a 1 año (Gráfico 2, panel izquierdo). Los diferenciales de la deuda corporativa de alta rentabilidad en Estados Unidos y en la zona del euro se ampliaron en torno a 70 puntos básicos y para la deuda con grado de inversión lo hicieron más de lo que habían caído la semana anterior (Gráfico 1, barras azules del panel derecho). Las principales EME registraron oscilaciones más moderadas, pero siguieron básicamente la misma pauta.

Pese a la intensidad de la reacción inicial, los mercados siguieron funcionando de manera ordenada, el volumen de negociación fue elevado y las valoraciones se recuperaron con rapidez. Los bancos centrales anunciaron inmediatamente su disposición a proporcionar liquidez y garantizar el correcto funcionamiento de los mercados¹. Incluso durante el desplome, la liquidez del mercado resultó adecuada,

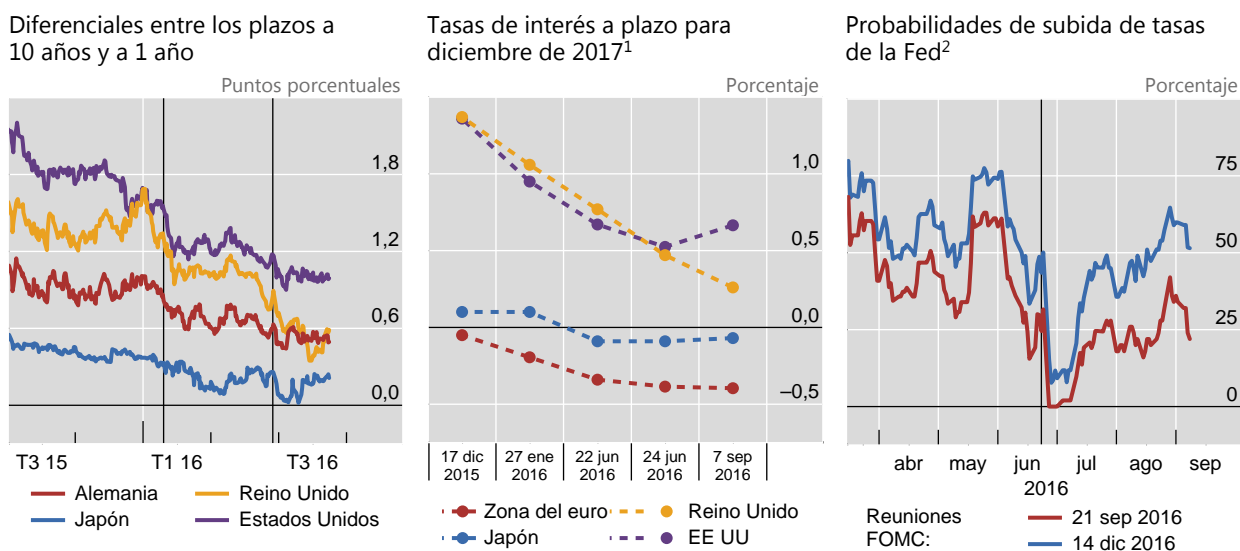
¹ La Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra emitieron comunicados a estos efectos el 24 de junio, al igual que el Banco Popular de China. La Global Economy Meeting, que es el principal foro de debate de los gobernadores de bancos centrales en el seno del BPI, emitió un comunicado de prensa respaldando las medidas de contingencia adoptadas por el Banco de

sobre todo en el segmento de títulos de renta fija (véase el Recuadro A). La confianza se recuperó la semana siguiente, de manera que a mediados de julio, la mayoría de las clases de activos habían superado sus precios de cierre del 23 de junio. Incluso el FTSE 100, que engloba a las empresas británicas más expuestas a la demanda externa, cerró un 5% por encima de sus niveles previos al referéndum, impulsado por la persistente depreciación de la libra esterlina². Dicho esto, los activos más relacionados con el Reino Unido y Europa mostraron mayor debilidad. La libra esterlina, el FTSE 250 (cuyos integrantes suelen tener ingresos con un componente nacional superior a los del FTSE 100), las acciones europeas y el euro siguieron cotizando por debajo de sus valoraciones inmediatamente anteriores al referéndum (Gráfico 1, barras amarillas).

El resultado del Brexit indujo una reconsideración generalizada de la futura senda de la política monetaria. Con un crecimiento general en mejoría —aunque aún frágil en la mayoría de las EA— y una inflación persistentemente baja, la incertidumbre adicional generada por el Brexit se percibió como un motivo para que los principales bancos centrales respondieran de forma contundente manteniendo las tasas de interés «más bajas durante más tiempo».

El Brexit afectó las expectativas sobre la senda de la política monetaria

Gráfico 2



Las líneas verticales del panel izquierdo indican el 29 de enero de 2016 (anuncio por parte del Banco de Japón de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas) y el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido); la línea vertical del panel derecho indica el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido).

¹ En la zona del euro, futuros sobre el Euribor a tres meses; en Japón, futuros sobre el Tibor a tres meses; en el Reino Unido, futuros sobre depósitos en libras a 90 días; y en Estados Unidos, futuros sobre los fondos federales a 30 días. ² Basadas en las probabilidades implícitas de Bloomberg a partir de los futuros sobre fondos federales, a fecha 7 de septiembre de 2016.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Inglaterra. Todos los comunicados subrayaron la colaboración entre los bancos centrales para vigilar y hacer frente a posibles amenazas para la estabilidad financiera.

² No obstante, expresado en dólares estadounidenses, el FTSE 100 era casi un 5% más barato que antes del Brexit, sugiriendo que los mercados percibieron cierto deterioro duradero de las futuras condiciones de negocio de estas empresas.

Inmediatamente después de la votación, los mercados esperaban que el Banco de Inglaterra (BoE) mantuviese el nivel de su tasa oficial al menos hasta diciembre de 2017 (Gráfico 2, panel central). Sin embargo, el 4 de agosto, el BoE la rebajó 25 puntos básicos (hasta 0,25%) y amplió el programa de compras de deuda pública en 60 000 millones de libras, hasta un total de 435 000 millones. También introdujo un nuevo programa de compra de deuda corporativa por importe de 10 000 millones de libras y lanzó un nuevo programa de financiación a plazo (*Term Funding Scheme*) que ofrecerá financiación a los bancos a tasas próximas a la tasa oficial. Las tasas de interés a plazo para diciembre de 2017 bajaron enseguida hasta el nuevo nivel de la tasa oficial, dando a entender que no se preveía una rápida reversión de la política monetaria.

Inmediatamente tras el referéndum, los mercados financieros anticiparon que la Reserva Federal retrasaría la reanudación de su ciclo de subida de tasas (Gráfico 2, panel derecho). Los interrogantes sobre la senda de las tasas de interés oficiales en Estados Unidos se agravaron con el actual debate entre economistas sobre la aparente caída de la tasa de interés neutral en ese país y en otros³. Ante estas consideraciones a corto y largo plazo, la senda hacia la «normalización» pareció prolongarse y suavizarse más de lo previsto. A finales de julio, tras conocerse los buenos resultados de la economía estadounidense, los mercados ajustaron sus expectativas sobre el ritmo de futuras subidas de la tasa de interés de los fondos federales (Gráfico 2, panel derecho), aunque las tasas a plazo apuntaban como mucho una sola subida hasta finales de 2017 (Gráfico 2, panel central).

En la zona del euro y Japón, el Brexit ocupó un lugar destacado entre los riesgos para las perspectivas económicas mencionados por los bancos centrales. El 21 de julio, el BCE ratificó su expectativa de mantenimiento de sus tasas de interés oficiales en los niveles actuales, o incluso inferiores, durante un periodo prolongado que superaría con creces el horizonte de su programa de compras de activos. También confirmó que este programa, que está previsto que concluya en marzo de 2017, podría ampliarse hasta que el Consejo de Gobierno perciba un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo. El 29 de julio, el Banco de Japón (BoJ) anunció la ampliación de su actual «programa de relajación cualitativa y cuantitativa» (QQE), duplicando el ritmo anual de compra de fondos cotizados en bolsa (ETF) hasta 6 billones de yenes, lo que equivale a casi un 8% de su principal programa de compras de deuda pública japonesa. Además, anunció medidas adicionales para aliviar las crecientes tensiones en los mercados de financiación en dólares estadounidenses que vienen experimentando los bancos japoneses (véase más adelante)⁴. Por su parte, el gobierno japonés reforzó sus planes de expansión fiscal.

Durante el periodo analizado, las expectativas sobre divergencia entre las políticas monetarias de Estados Unidos, por un lado, y de la zona del euro y Japón,

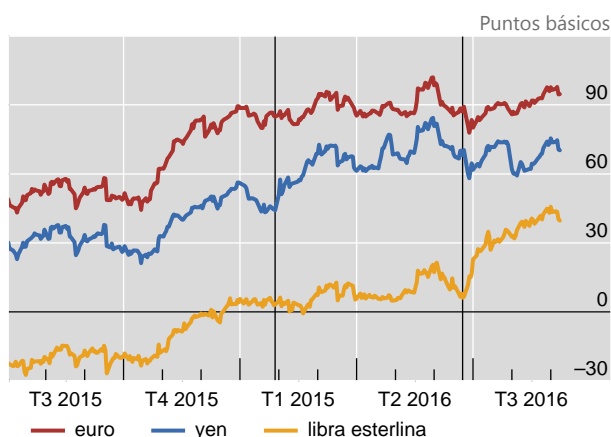
³ La tasa de interés neutral (o «tasa natural») es la tasa de interés que corresponde a un nivel de producción equivalente a su nivel potencial (y, por ende, a una inflación estable) a largo plazo. Una tasa natural más baja sugeriría un proceso de «normalización» más gradual dirigido hacia un punto final más bajo. Véanse en el Recuadro IV.C del 86º Informe Anual del BPI y en las referencias de este capítulo opiniones alternativas sobre el nivel de la tasa natural, incluida una que incorpora explícitamente el impacto del ciclo financiero.

⁴ En concreto, el BoJ duplicó hasta 24 000 millones de dólares su programa de préstamos en dólares estadounidenses e introdujo una facilidad que permitirá a los bancos japoneses tomar prestada deuda pública japonesa utilizando sus reservas. A su vez, esta deuda podrá utilizarse como activo de garantía en operaciones de financiación en dólares estadounidenses.

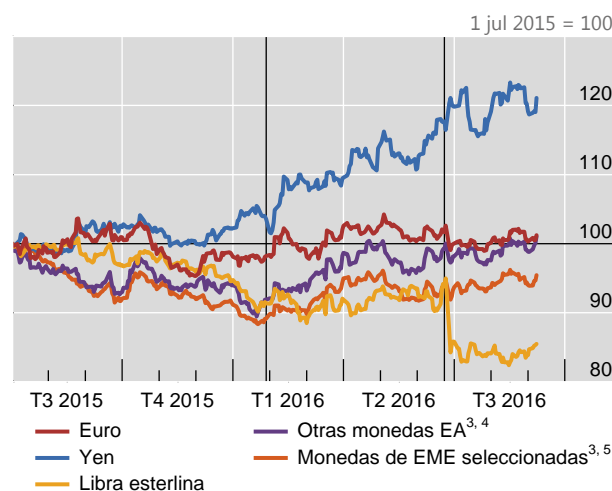
Una vez acotadas las divergencias previstas de política monetaria, el dólar se estabilizó

Gráfico 3

Diferencial frente a la tasa OIS a 1 año del dólar estadounidense¹



Tipos de cambio bilaterales nominales²



Las líneas verticales indican el 29 de enero de 2016 (anuncio por parte del Banco de Japón de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas) y el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido).

¹ Diferencia entre las tasas de los *swaps* sobre índices a 1 día (OIS) del dólar de Estados Unidos durante 1 año y las correspondientes del euro/yen/libra esterlina. ² Un descenso indica una depreciación de la moneda local frente al dólar estadounidense. ³ Media simple de las monedas mencionadas. ⁴ Dólar australiano, dólar canadiense, dólar neozelandés, corona noruega, corona sueca y franco suizo. ⁵ Real brasileño, renminbi chino, peso colombiano, corona checa, forinto húngaro, rupia india, rupia indonesia, won coreano, ringgit malasio, peso mexicano, zloty polaco, rand sudafricano y lira turca.

Fuentes: Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

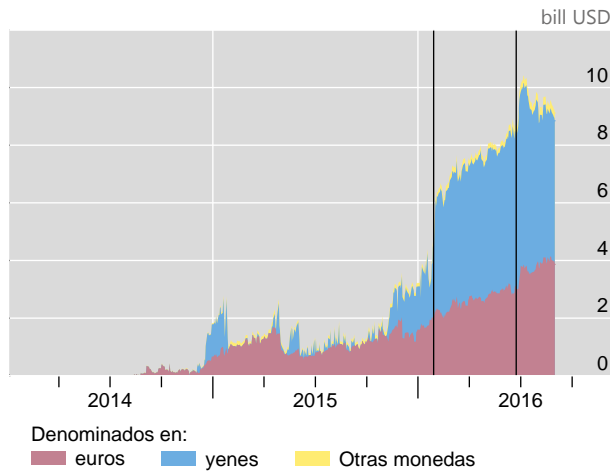
por el otro, apenas variaron en opinión de los mercados (Gráfico 3, panel izquierdo). En este contexto, el dólar estadounidense cotizó lateralmente frente al euro y al yen, y de hecho frente a la mayoría de las restantes monedas, tras la reacción inicial al Brexit (panel derecho). La evolución atípica más notable correspondió a la libra esterlina, que se depreció con fuerza tras el referéndum, al anticipar los inversores una mayor divergencia a medio plazo entre las políticas monetarias del Reino Unido y de Estados Unidos (panel izquierdo).

Los bancos centrales de otras jurisdicciones también siguieron una senda de relajación monetaria. La mayoría de los cambios de política monetaria tras el referéndum conllevaron una orientación más expansiva, habitualmente justificada por el Brexit o la complicada coyuntura mundial. Las únicas excepciones fueron algunos bancos centrales de países latinoamericanos con gran producción de materias primas, que tuvieron que subir sus tasas para estabilizar los mercados de divisas y contener las presiones inflacionistas.

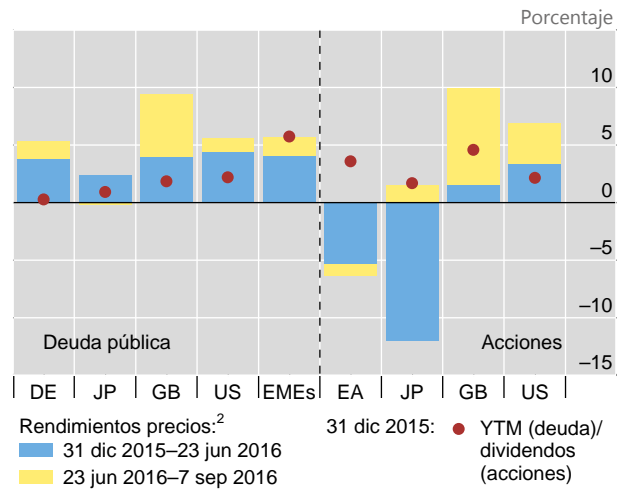
Presiones sobre los rendimientos en los principales mercados de renta fija

Conforme se arraigaba la percepción de una acomodación monetaria reforzada, los rendimientos en los principales mercados de renta fija continuaron bajo presión. Estimaciones conservadoras del volumen de deuda pública negociado con

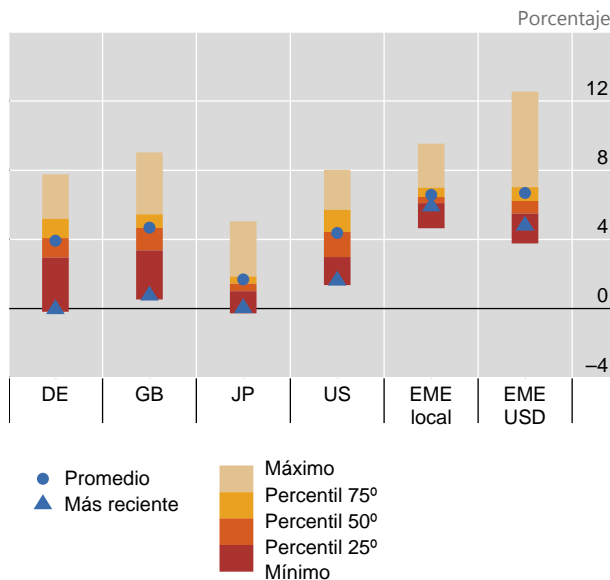
Deuda pública con rendimientos negativos¹



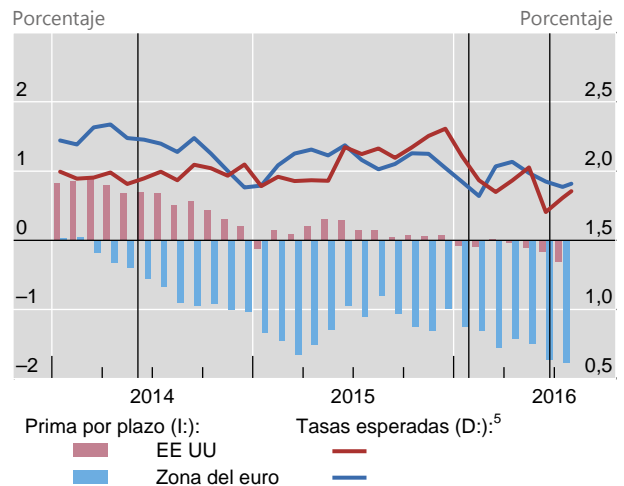
Rentabilidades y rendimientos



Perspectiva a largo plazo de los rendimientos de la deuda pública³



Componentes de los rendimientos de la deuda⁴



DE = Alemania; EA = zona del euro; EME local = índice JPMorgan GBI-EM 7-10 años, rendimiento al vencimiento en moneda local; EME USD = índice JPMorgan EMBI Global 7-10 años, rendimiento al vencimiento en dólares estadounidenses; GB = Reino Unido; JP = Japón; US = Estados Unidos.

Las líneas verticales del panel superior izquierdo indican el 29 de enero de 2016 (anuncio por parte del Banco de Japón de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas) y el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido). Las líneas verticales del panel inferior derecho indican el 5 de junio de 2014 (el anuncio por el BCE de una tasa negativa aplicada a la facilidad de depósitos), el 29 de enero de 2016 (anuncio por el Banco de Japón de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas) y el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido).

¹ Análisis basado en los componentes del índice de deuda Bank of America Merrill Lynch World Sovereign. ² Rentabilidades periódicas durante los periodos mencionados. En el caso de la deuda pública, basadas en los índices agregados de deuda a 7-10 años de Barclays; en el caso de las acciones, basadas en los índices bursátiles. ³ Basado en los valores históricos a largo plazo de los rendimientos de la deuda pública a 10 años en moneda local. ⁴ Descomposición del rendimiento nominal a 10 años utilizando la estimación de un modelo conjunto de coyuntura macroeconómica y estructura temporal; 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. Los rendimientos se expresan en términos de cupón cero; para la zona del euro, se utilizan los datos de la deuda pública francesa. ⁵ Diferencia entre el rendimiento nominal de un bono cupón cero a 10 años y la prima por plazo estimada a 10 años.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Barclays; Bloomberg; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

rendimientos negativos lo situaban por encima de los 10 billones de dólares estadounidenses pocos días después del Brexit (Gráfico 4, panel superior izquierdo)⁵. Los rendimientos negativos se propagaron gradualmente hacia la deuda corporativa con grado de inversión de las EA. A finales de agosto, algunas fuentes del mercado estimaban que hasta un 30% de la renta fija corporativa con elevada calificación de la zona del euro cotizaba con rendimientos negativos. En julio, el Tesoro alemán consiguió colocar en subasta pública *bunds* a 10 años con rendimientos negativos (-0,05%) por primera vez en su historia. En el mercado de *gilts*, las compras del BoE, unidas a la reticencia inicial de los inversores institucionales a vender, impulsaron los rendimientos hacia mínimos históricos. A principios de septiembre, los vencimientos próximos a 10 años acumulaban ganancias de capital de casi el 6% desde el referéndum. Algunos *gilts* con vencimientos más largos obtuvieron plusvalías superiores al 20%. Gracias a las plusvalías procedentes de la caída de los rendimientos, la rentabilidad de los principales mercados de renta fija ha rivalizado este año con la de los mercados bursátiles (Gráfico 4, panel superior derecho).

Como consecuencia, los rendimientos de los principales mercados de deuda continuaron perforando mínimos históricos. Las tasas de interés a corto plazo próximas a cero en Estados Unidos y el Reino Unido suponen mínimos desde la Gran Depresión, mientras que en Alemania y Japón alcanzaron durante el verano niveles negativos inéditos. Los rendimientos nominales de la deuda con vencimientos próximos a 10 años en esos países también se situaban en mínimos de largo plazo a comienzos de septiembre (Gráfico 4, panel inferior izquierdo).

En este contexto, algunos observadores se preguntan si los principales mercados de renta fija podrían estar sobrevalorados. Definir la sobrevaloración de la deuda pública no es sencillo, pero una comparación con el crecimiento del PIB nominal sugiere que los rendimientos son bajos.

En los últimos 65 años, la evolución de los rendimientos de la deuda a 10 años ha seguido de cerca el crecimiento del PIB nominal en Estados Unidos, Alemania, Japón y el Reino Unido. Los componentes de los rendimientos nominales (rendimientos reales e inflación esperada) han seguido la evolución del crecimiento real del PIB y de la inflación, respectivamente. Desde hace algún tiempo, los rendimientos nominales de la deuda han sido bastante inferiores al crecimiento nominal del PIB en los cuatro países⁶.

Estos rendimientos históricamente reducidos han coincidido con bajas primas por plazo estimadas. La compresión de las primas por plazo parece haberse acelerado tras la adopción de tasas de interés negativas, primero en la zona del euro y después en Japón. Esta compresión parece haberse visto exacerbada por el Brexit (Gráfico 4, panel inferior derecho), aunque también parece haber influido las expectativas sobre las futuras tasas de interés. Conforme los inversores reconsideraban la probabilidad de una continuada acomodación monetaria en las principales monedas, los rendimientos nominales se vieron impulsados a la baja (mismo panel). Este fue especialmente el caso de Estados Unidos, donde las expectativas de una normalización más rápida se enfriaron parcialmente a comienzos de 2016, mientras que en la zona del euro el componente de las expectativas no tiene tanta influencia.

⁵ Otras estimaciones, que incluyen deuda corporativa con elevada calificación, sitúan esta cifra entre 13 y 16 billones de dólares.

⁶ Véase un análisis más profundo del actual entorno de bajas tasas de interés en el 86º Informe Anual del BPI, [Capítulo II](#).

La exuberancia prevalece en otros mercados financieros

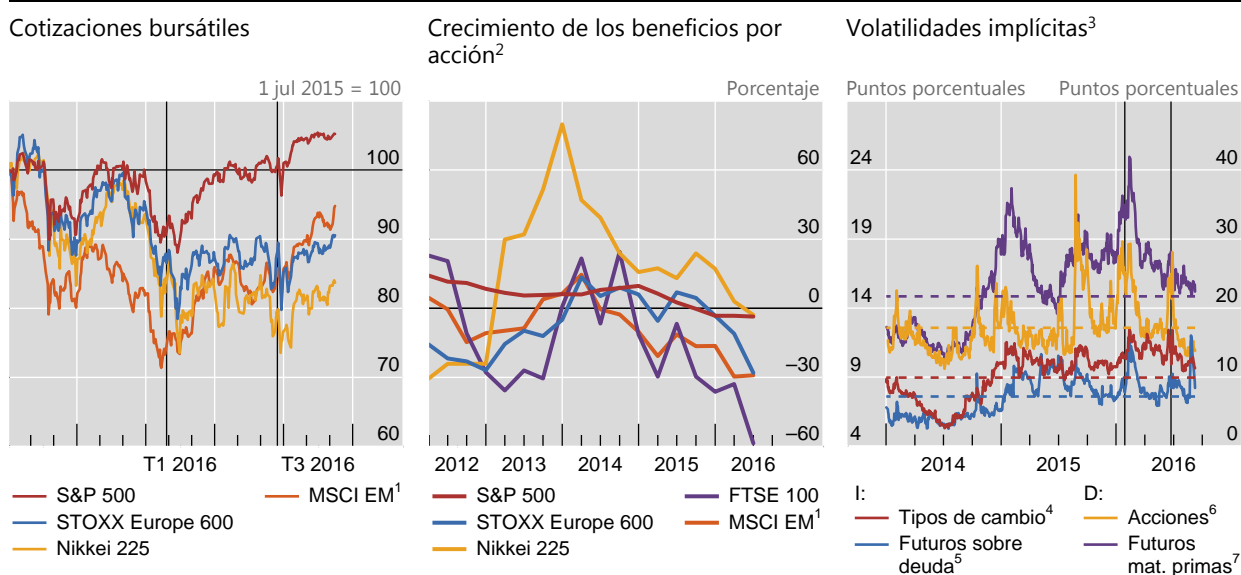
Mientras los rendimientos en los principales mercados de renta fija alcanzaban nuevos mínimos récord en plazos cada vez más largos de la curva de rendimientos —algo que normalmente se asociaría con expectativas de crecimiento lento—, los mercados bursátiles y otros segmentos del mercado mostraron un renovado entusiasmo, señalando cierta sensación de discordancia.

Los mercados habían comenzado a recuperarse tras el accidentado comienzo de año. El cambio de tendencia puede fecharse en las semanas comprendidas entre la adopción por el BoJ de tasas de interés negativas el 29 de enero y el anuncio por el BCE de una expansión adicional el 10 de marzo. En julio y agosto, conforme los mercados financieros dejaban atrás el Brexit, la exuberancia resurgió de lleno. A mediados de julio, pese a los anuncios de beneficios decepcionantes, las bolsas estadounidenses alcanzaban máximos históricos (Gráfico 5, paneles izquierdo y central). En las EME, tras un desplome en el segundo trimestre, las cotizaciones bursátiles remontaron hasta niveles observados un año antes. Las bolsas europeas y japonesas se mostraron más vacilantes, al tener que lidiar con propias incertidumbres idiosincrásicas.

Las volatilidades implícitas bajaron hacia los promedios posteriores a la crisis, o incluso los rebasaron (Gráfico 5, panel derecho). La volatilidad en los mercados

Los mercados se recuperan tras las turbulencias de principios de año

Gráfico 5



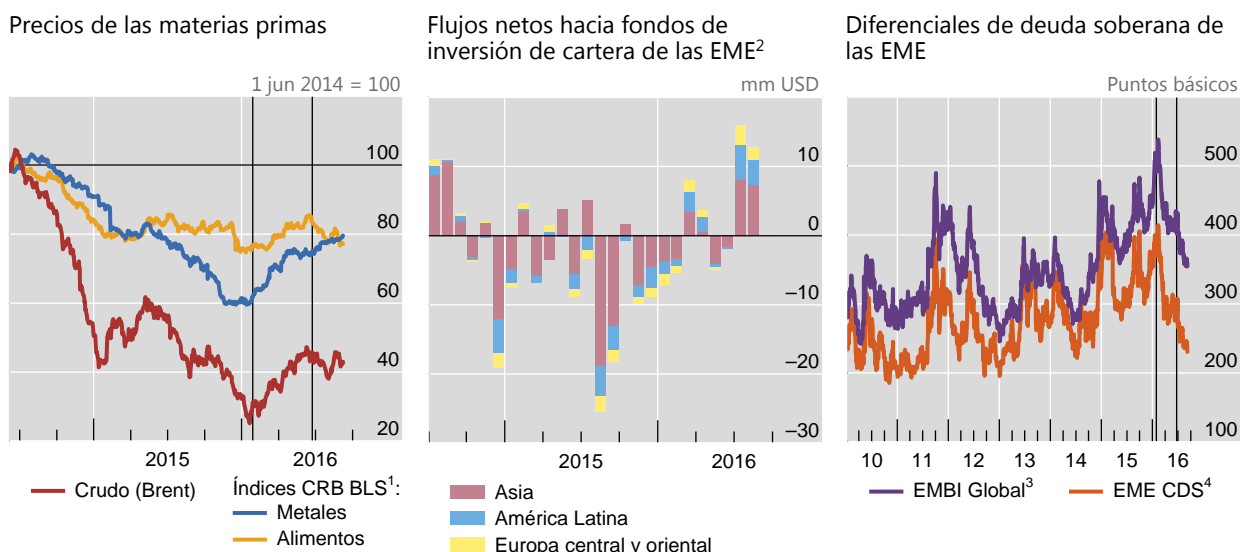
Las líneas verticales de los paneles izquierdo y derecho indican el 29 de enero de 2016 (anuncio por el Banco de Japón de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas) y el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido).

¹ Índice MSCI Emerging Markets, en dólares estadounidenses. ² Beneficios por acción de los últimos 12 meses, medias trimestrales, variación interanual. ³ Las líneas horizontales discontinuas representan medias simples del periodo 2012–15 para cada serie de volatilidad implícita. ⁴ 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. ⁵ 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. ⁶ Volatilidad implícita de los índices S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 y Nikkei 225; media ponderada basada en la capitalización de mercado. ⁷ Volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* sobre contratos de futuros sobre petróleo, oro y cobre; media simple.

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

Repunte de los precios de las materias primas y reanudación de los flujos hacia las EME

Gráfico 6



Las líneas verticales de los paneles izquierdo y derecho indican el 29 de enero de 2016 (anuncio por el Banco de Japón de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas) y el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido).

¹ Commodity Research Bureau – Bureau of Labor Statistics. ² Sumas mensuales de datos semanales de las principales economías de cada región hasta el 31 de agosto de 2016. Los datos incluyen flujos netos de inversión de cartera en renta fija y renta variable (ajustados de variaciones de los tipos de cambio) hacia fondos especializados en EME concretas y hacia fondos de EME desagregados por país o región. ³ Diferenciales netos de garantías del Índice JPMorgan Chase EMBI Global. ⁴ Índice Emerging Markets CDX.EM, diferencial medio de los contratos CDS a cinco años más recientes.

Fuentes: US Energy Information Administration; Bloomberg; Datastream; EPFR; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

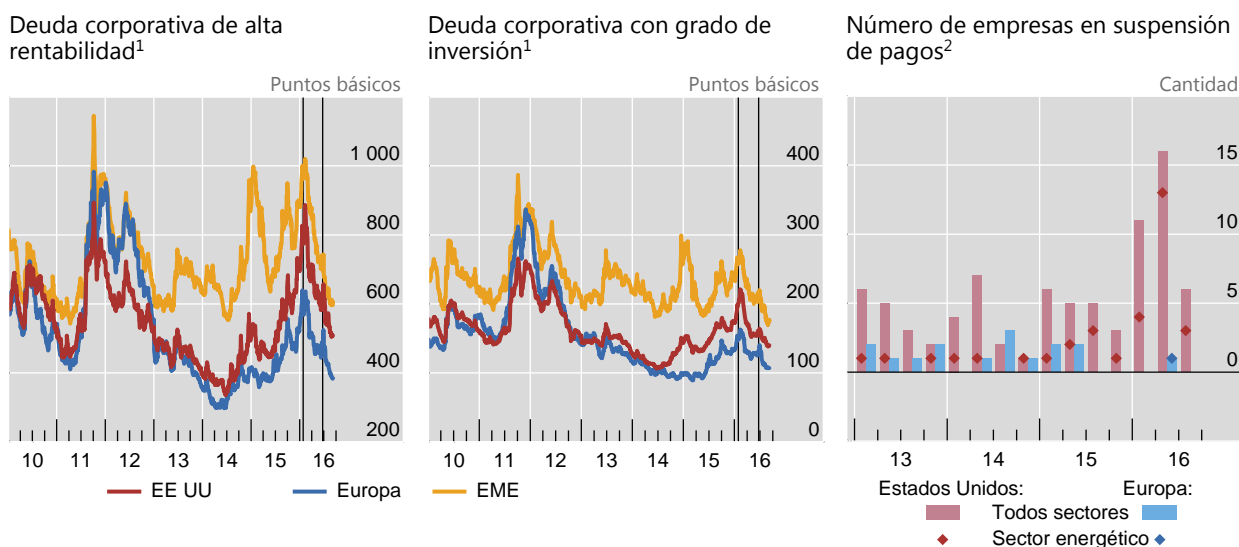
bursátiles se acercó rápidamente a los mínimos observados en julio de 2014. En otros mercados, las volatilidades fueron menos moderadas, fluctuando en torno a sus recientes promedios y aún alejadas de los mínimos de 2014. Aunque el Brexit impulsó las volatilidades al alza, su impacto fue igual de transitorio que en los precios. Las altas valoraciones de la mayoría de las clases de activos podrían haber contribuido a mantener las volatilidades bajas⁷.

La tradicional búsqueda del rendimiento pareció marcar el rumbo de los mercados de renta fija en las EME, alentados por los indicios de mejora de las perspectivas macroeconómicas. Conforme los precios de las materias primas se recuperaban desde sus mínimos de comienzos de 2016 (Gráfico 6, panel izquierdo), se reanudaron los intensos flujos de capital hacia las EME (panel central). Aunque los precios de las materias primas aún distaban de los altos niveles observados antes de mediados de 2014, la suave recuperación contribuyó a aliviar la preocupación por las perspectivas de crecimiento en una serie de grandes EME, especialmente de América Latina. En líneas más generales, aumentó la sensación de que las tasas de crecimiento de las EME habían tocado fondo. Los diferenciales entre los rendimientos los bonos soberanos y los CDS se estrecharon 45 puntos básicos tras el referéndum del 23 de junio, y más de 150 puntos básicos desde finales de enero (panel derecho).

⁷ Véase un análisis de la volatilidad y una perspectiva histórica en «Las volatilidades mezcladas, los mercados no agitados», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2014.

Los diferenciales de rendimiento se estrecharon sustancialmente pese a un cambio de tendencia del ciclo de impagos

Gráfico 7



Las líneas verticales de los paneles izquierdo y central indican el 29 de enero de 2016 (anuncio por parte del Banco de Japón de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas) y el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido).

¹ Diferenciales, ajustados de opciones, sobre títulos del Tesoro estadounidense. ² Empresas en suspensión de pagos de todas sus obligaciones de deuda a largo plazo; para T3 2016, datos hasta el 7 de septiembre.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Bloomberg; Moody's; cálculos del BPI.

Las condiciones en los mercados de deuda privada también se volvieron bastantes más favorables. Los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa de alta rentabilidad y con grado de inversión de Europa y las EME se estrecharon hasta sus niveles de principios de 2015 (Gráfico 7, paneles izquierdo y central). Los diferenciales de la deuda corporativa estadounidense cayeron proporcionalmente menos, posiblemente por su gran exposición al sector petrolero y las continuas señales de un cambio de tendencia en el ciclo de impagos (Gráfico 7, panel derecho). La decisión del Banco de Japón en enero de implementar tasas de interés negativas parece haber marcado un punto de inflexión en estos mercados. La persistente brecha entre los diferenciales de rendimiento denominados en dólares estadounidenses y en euros se vio reforzada por los cambios en el programa de compras de activos del BCE⁸. Esto fomentó la emisión de deuda denominada en euros por parte de empresas estadounidenses, cuya posterior permuta por dólares ha contribuido a la ampliación del diferencial de los *swaps* de tasas de interés variables entre divisas desde 2014⁹.

⁸ El 10 de marzo, el BCE anunció la inclusión de la deuda con grado de inversión denominada en euros emitida por sociedades no financieras en la lista de activos admisibles en sus compras periódicas. El BCE estimó que los diferenciales de la deuda corporativa con grado de inversión admisible en su programa de compras de activos se redujeron 11 puntos básicos durante las dos semanas siguientes. Los efectos fueron más allá, ya que los rendimientos de la deuda de alta rentabilidad cayeron 25 puntos básicos y los de la deuda corporativa del sector financiero (no admisible) 5 puntos básicos. Véase *Boletín Económico del BCE*, número 5, 2016, Recuadro 2.

⁹ Véase C. Borio, R. McCauley, P. McGuire y V. Sushko, «Incumplimiento de la paridad cubierta de tasas de interés: explicación a través del margen de rentabilidad implícito entre divisas», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2016.

Las valoraciones bancarias en apuros

Mientras los mercados bursátiles de algunas jurisdicciones alcanzaban nuevos máximos durante el verano, las acciones bancarias seguían cayendo y los mercados monetarios mostraron signos de tensión, añadiendo así otra nota discordante. Aunque los instrumentos asociados a la deuda bancaria parecieron beneficiarse de la búsqueda de rendimiento a escala mundial, sus relaciones precio/valor contable permanecieron en el extremo inferior del intervalo observado tras la Gran Crisis Financiera. Persistieron las dudas sobre la capacidad de los bancos para ofrecer beneficios adecuados en un contexto de compresión de las primas por plazo y crecimiento lento, especialmente en Japón y la zona del euro. Las tasas de interés bajas y negativas también plantearon importantes retos a los bancos (Recuadro B).

Las expectativas de débil crecimiento en las EA y la incertidumbre generada por el resultado del referéndum en el Reino Unido impulsaron a la baja las cotizaciones bancarias en junio. El índice EuroStoxx Banks se desplomó un 18% el día después de la votación, la peor caída de su historia (Gráfico 8, panel izquierdo). La creciente incertidumbre centró la atención en las persistentes dudas sobre la situación de los bancos en Europa continental, con las acciones de los principales bancos alemanes sufriendo pérdidas de dos dígitos y las de los bancos italianos y españoles hundiéndose hasta nuevos mínimos. Los bancos británicos también se vieron afectados, conforme empeoraban las perspectivas de la economía nacional y se hacía más apremiante un replanteamiento de los modelos de negocio. Las cotizaciones bursátiles de las principales entidades crediticias británicas sufrieron considerables caídas tras el referéndum, superiores al 15% en la mayoría de los casos.

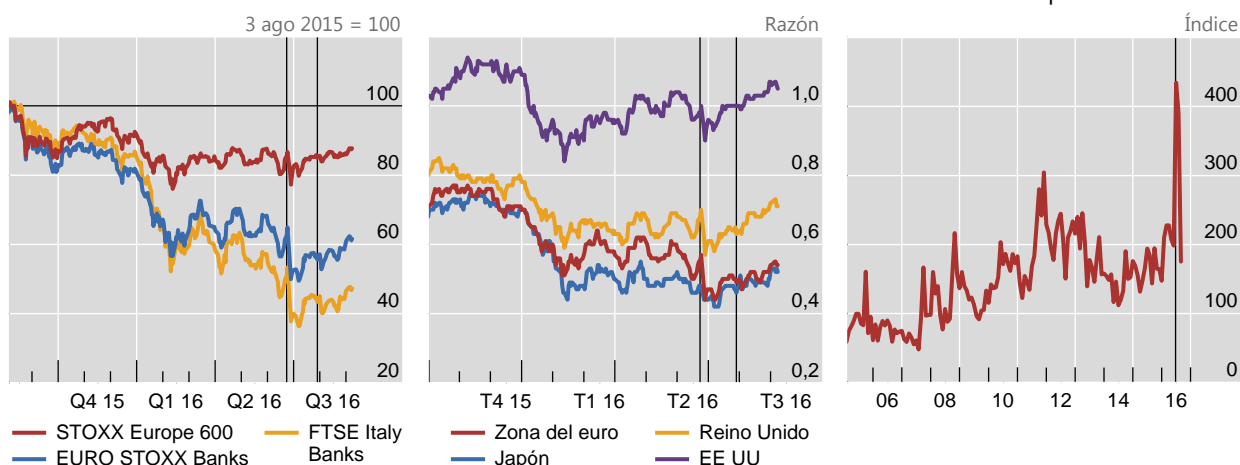
El Brexit agravó los problemas de los bancos

Gráfico 8

Cotizaciones bursátiles

Razón precio/valor contable¹

Incertidumbre sobre la política económica en Europa²



Las líneas verticales de los paneles izquierdo y central indican el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido) y el 29 de julio de 2016 (anuncio de los resultados de las pruebas de tensión en el conjunto de la UE); la línea vertical del panel derecho indica el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido).

¹ Para bancos. ² Índice mensual de noticias europeas, basado en artículos de prensa relativos a la incertidumbre sobre la política económica; media simple de 10 periódicos europeos.

Fuentes: S. Bloom, N. Baker y S. Davis «Measuring Economic Policy Uncertainty», *Quarterly Journal of Economics* (de próxima publicación) y www.policyuncertainty.com; Bloomberg; Datastream.

Sin embargo, tras esta fase inicial, las cotizaciones bancarias rebotaron en diferentes grados. El paquete de estímulos anunciado por el BoE el 4 de agosto permitió a las acciones de los bancos británicos recuperar parte del terreno perdido, aunque siguieron cotizando por debajo de su valor contable. En general, la caída de los principales índices bursátiles bancarios en el Reino Unido y Estados Unidos resultó efímera y los precios de las acciones pronto revirtieron a sus niveles previos al referéndum. En cambio, el índice EuroStoxx Banks tardó más en recobrar impulso. A primeros de septiembre, las acciones de las entidades crediticias de la zona del euro cotizaban por debajo del 50% de su valor contable, reflejando la creciente preocupación por su capacidad de generar beneficios en un entorno de tasas de interés bajas y crecimiento lento (Gráfico 8, panel central). Aunque el aumento de las volatilidades implícitas tras el referéndum fue breve, la incertidumbre sobre la política económica en Europa creció bastante. Un índice de incertidumbre¹⁰ en concreto alcanzó niveles sin precedentes en junio (Gráfico 8, panel derecho).

Las bajas relaciones precio/valor contable del sector bancario resultan especialmente sorprendentes comparadas con las valoraciones relativamente altas de los índices bursátiles más amplios. A diferencia de los bancos, las bajas tasas de interés tienden a beneficiar a las sociedades no financieras, al reducir sus gastos netos por intereses así como los factores de descuento que aplican a sus beneficios futuros. Las valoraciones de las acciones de estas sociedades también se han visto impulsadas por las recompras de acciones propias, que en Estados Unidos crecieron aproximadamente un 43% entre 2011 y 2015.

Los resultados de las pruebas de tensión realizadas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) en 2016, publicados el 29 de julio, no consiguieron tranquilizar a los inversores en bolsa. La EBA reveló que de los 51 bancos examinados, solo uno (Monte dei Paschi di Siena) suspendería pagos en el hipotético escenario adverso. Sin embargo, los resultados publicados implicaban que cinco bancos incumplirían el requerimiento CET1 del 7% de Basilea III y dos tercios de ellos terminarían el escenario de tensión con un coeficiente de capital ordinario de Nivel 1 inferior al 10%.

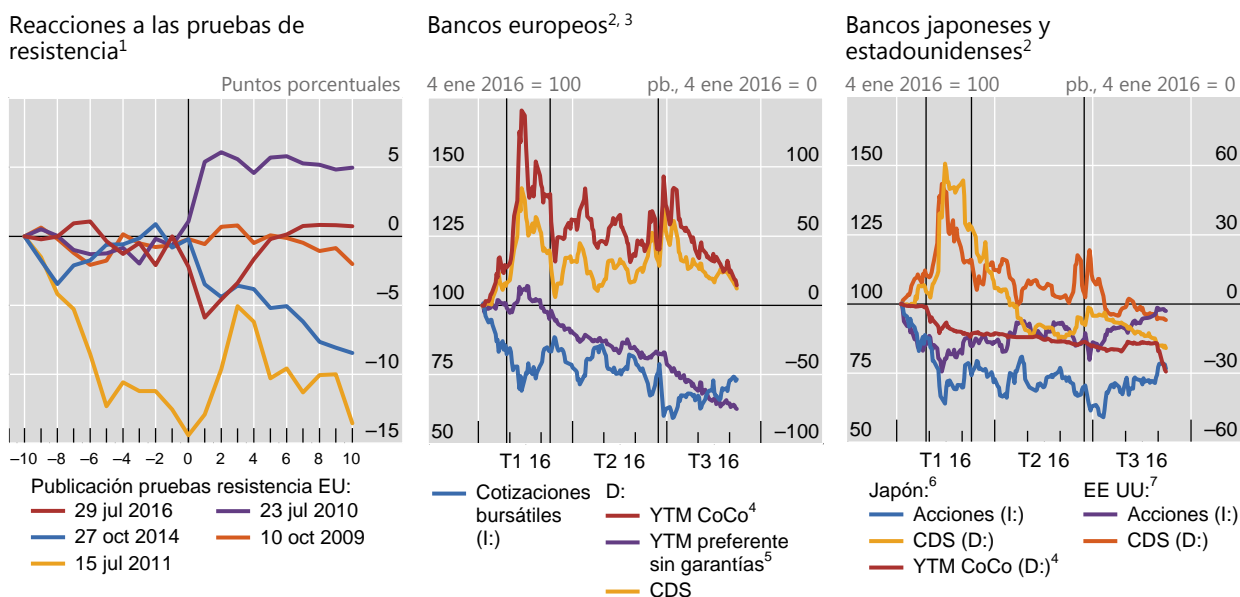
La publicación de los resultados de las pruebas de tensión no tuvo un impacto duradero en los mercados, ya que los resultados concordaban, en la mayoría de los casos, con las expectativas iniciales de los inversores. Aunque las cotizaciones bancarias cayeron considerablemente tras la publicación de los resultados, pronto recuperaron sus niveles previos. A modo de comparación, algunas pruebas anteriores tuvieron un efecto más notable y duradero sobre las valoraciones del mercado, ya fuera positivo (como en el caso del ejercicio de 2010) o negativo (como en 2014; Gráfico 9, panel izquierdo).

Mientras que los precios de las acciones de los bancos europeos flaqueaban, su deuda preferente y sus bonos convertibles contingentes (CoCo) recuperaron parte del valor perdido durante el primer trimestre del año (Gráfico 9, panel central). El estrechamiento de los diferenciales de los CDS y los CoCo, junto con el desplome de los precios de las acciones y las expectativas de reducidos beneficios, sugiere que si bien los inversores prevén una rentabilidad persistentemente baja de las principales entidades crediticias europeas, no temen por su solvencia, al beneficiarse algunos instrumentos de deuda bancaria de la búsqueda generalizada del rendimiento a escala mundial.

¹⁰ Véase S. Bloom, N. Baker y S. Davis «Measuring Economic Policy Uncertainty», *Quarterly Journal of Economics* (de próxima publicación).

Las débiles expectativas de beneficios acentuaron las dudas sobre las perspectivas bancarias

Gráfico 9



Las líneas verticales de los paneles central y derecho indican el 29 de enero de 2016 (anuncio por el Banco de Japón de tasas de interés negativas aplicadas a las reservas), el 10 de marzo de 2016 (anuncio por el Banco Central Europeo de la ampliación de su Programa de Compras de Activos) y el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido).

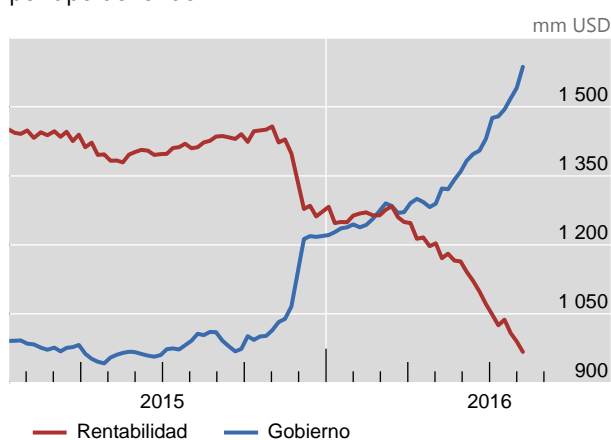
¹ Rendimientos anormales acumulados del EURO STOXX Banks frente al EURO STOXX 600 durante el horizonte considerado (días hábiles). El valor 0 indica la fecha del anuncio, o el día hábil posterior si el anuncio se produjo en fin de semana o tras el cierre de los mercados. ² Media simple, basada en la disponibilidad de datos, de los bancos y grupos bancarios enumerados. ³ Barclays, Banco Santander, BBVA, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, Société Générale, UBS y UniCredit. ⁴ Rendimiento al vencimiento (YTM); basado en instrumentos convertibles contingentes (CoCo) perpetuos. ⁵ YTM de la deuda preferente no garantizada que mejor concuerda, en la medida de lo posible, con los instrumentos convertibles contingentes seleccionados en cuanto a moneda de denominación y vencimiento residual. ⁶ En el caso de acciones e instrumentos CoCo, Mizuho Financial Group, Mitsubishi UFJ Financial Group, Nomura Holdings, Sumitomo Mitsui Financial Group and Sumitomo Mitsui Trust Bank Ltd; en el caso de CDS, Mizuho Bank, Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ, Nomura Holdings, Sumitomo Mitsui Banking Corporation y Sumitomo Mitsui Trust and Banking Ltd. ⁷ Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley y Wells Fargo.

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

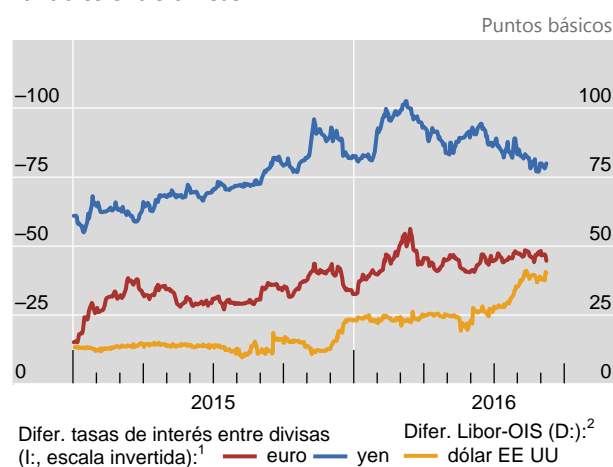
Las dificultades en Europa tuvieron su reflejo en los problemas del sector bancario japonés. En un intento por mejorar su rentabilidad, los tres principales bancos japoneses vendieron gran cantidad de deuda pública en el segundo trimestre del año, duplicando con creces los ingresos por operaciones financieras obtenidos en el mismo periodo del año anterior. Sin embargo, el entorno de tasas de interés negativas y el prolongado periodo de bajo crecimiento económico continuaron erosionando los beneficios bancarios, impulsando sus cotizaciones bursátiles hasta nuevos mínimos. Al mismo tiempo, siguiendo la pauta observada en Europa, los diferenciales de los CDS y los CoCo de los bancos japoneses revirtieron hasta niveles significativamente más bajos, tras el repunte registrado al comienzo del año (Gráfico 9, panel derecho).

Los buenos resultados de los bancos estadounidenses acentuaron la brecha con respecto a Europa y Japón. Los resultados de los seis mayores bancos estadounidenses cumplieron o superaron las expectativas en el segundo trimestre, mientras la mayoría del sector salía bien parado de las pruebas de resistencia de la Fed, excepto las filiales de dos bancos europeos. Los márgenes de intermediación han permanecido estables desde la subida de tasas en diciembre por la Fed.

Activos en fondos de inversión del mercado monetario por tipo de fondo



Diferenciales Libor-OIS y de los swaps de tasas de interés variables entre divisas



¹ Diferenciales de los swaps de tasas de interés variables a cinco años frente al dólar estadounidense. ² Diferenciales a tres meses.

Fuente: Bloomberg.

Las recientes tensiones en los mercados monetarios agravaron este panorama generalmente adverso. El diferencial LIBOR-OIS del dólar estadounidense a tres meses pasó de 25 a cerca de 40 puntos básicos entre principios de julio y finales de agosto (Gráfico 10, panel derecho). En el pasado, los repuntes de este indicador se han asociado a la preocupación por el riesgo de crédito de contraparte, especialmente durante la Gran Crisis Financiera y la posterior crisis de la deuda soberana en Europa. Esta vez, el aumento parece estar principalmente relacionado con las reformas regulatoras para mejorar la resiliencia del sector de fondos de inversión estadounidense en activos del mercado monetario (FIAMM). En particular, a partir del 14 de octubre de 2016, las nuevas normas exigirán a los FIAMM que buscan rentabilidad (invertidos en activos no emitidos por el sector público) y los fondos institucionales exentos de impuestos adoptarán una estructura variable para su valor liquidativo. Además, se les permitirá establecer límites a los reembolsos y comisiones de liquidez en caso de un fuerte aumento de las salidas de fondos.

Anticipándose a estas normas, desde finales de 2015 se observa un desplazamiento de la inversión desde los fondos que buscan alta rentabilidad hacia los fondos invertidos en activos del sector público. Desde finales de junio, esto ha resultado en salidas de casi 250 000 millones de dólares de los fondos que buscan alta rentabilidad y entradas de 300 000 millones de dólares en los fondos invertidos en activos del sector público (Gráfico 10, panel izquierdo). Este desplazamiento ha ocasionado incipientes problemas de financiación para los bancos no estadounidenses, especialmente los japoneses, que dependen en gran medida de los fondos de alta rentabilidad para financiarse en dólares. A su vez, esta evolución ha incrementado la demanda de financiación en el mercado de swaps de tasas de interés variables entre el dólar y el yen, ampliando las anomalías previas en el diferencial (Gráfico 10, panel derecho)¹¹.

¹¹ Véase C. Borio, R. McCauley, P. McGuire y V. Sushko, «Incumplimiento de la paridad cubierta de tasas de interés: explicación a través del margen de rentabilidad implícito entre divisas», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2016.

Liquidez en el mercado de renta fija después del Brexit

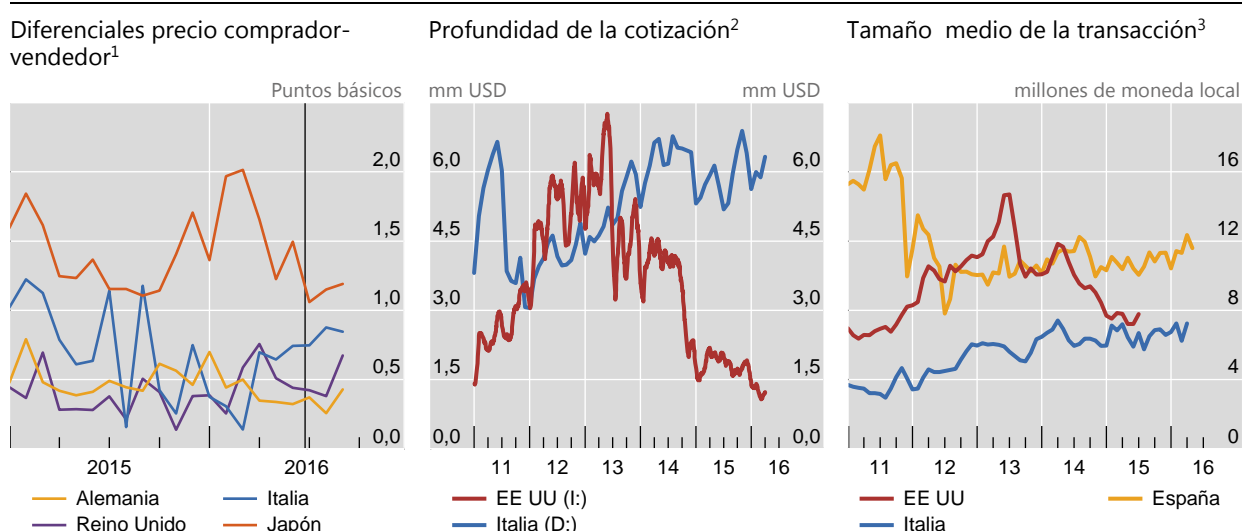
Antes de celebrarse el referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea, algunos expertos dudaban sobre si los mercados podrían resistir un resultado inesperado. Tras el referéndum, los principales mercados de renta fija, y prácticamente todos los demás mercados, demostraron que el sistema podía absorber sin sobresaltos las breves turbulencias que siguieron (Gráfico A, panel izquierdo). Aunque los mercados lograron superar el Brexit sin grandes sobresaltos, aún persisten dudas sobre su resiliencia subyacente.

La liquidez del mercado puede definirse como «la capacidad para ejecutar con rapidez grandes volúmenes de operaciones, a bajo coste y con un impacto limitado sobre los precios»¹. Conforme la financiación a través de los mercados ha adquirido importancia en los sistemas financieros de todo el mundo, la liquidez de mercado ha ido ganando relevancia para la estabilidad financiera. Así ocurre especialmente en los principales instrumentos de renta fija, que desempeñan un papel fundamental como inversión, colateral y referentes de precios.

Desde una perspectiva más amplia, la mayoría de los indicadores no muestran un descenso estructural significativo de la liquidez de los mercados financieros en los últimos años. Por ejemplo, los diferenciales entre precio comprador y vendedor han permanecido estables en la mayoría de los mercados de deuda soberana (Gráfico A, panel izquierdo). Aunque en algunos mercados se han reducido la profundidad de la cotización y el volumen medio de las transacciones, en la mayoría de los casos los niveles registrados no son inusualmente bajos en términos históricos (Gráfico A, paneles central y derecho).

Resiliencia de la liquidez en los principales mercados de deuda durante el Brexit

Gráfico A



La línea vertical en el panel izquierdo indica el 23 de junio de 2016 (referéndum en el Reino Unido).

¹ Deuda pública a 10 años. ² Profundidad de la cotización en los cinco niveles más altos a ambos lados del carné de órdenes; para Estados Unidos, medias móviles de 21 días de la profundidad diaria media de los títulos de Tesoro de Estados Unidos a dos años más recientes; para Italia, medias móviles de la deuda pública italiana a medio y largo plazo (mostrado en MTS Cash). ³ Tamaño medio de las transacciones para los títulos del Tesoro a dos años, una media ponderada de toda la deuda pública italiana y española; medias móviles de tres meses.

Fuentes: Committee on the Global Financial System, «Fixed income market liquidity», CGFS Papers, nº 55, enero 2016; bancos centrales nacionales; Thomson Reuters Eikon.

Con todo, los mercados financieros han registrado episodios de tensión breves pero intensos en los últimos años, como el «flash rally» en el mercado de bonos del Tesoro estadounidense el 15 de octubre de 2014 y las turbulencias en el mercado del *bund* alemán en mayo-junio de 2015. Aunque se avanzan diversas explicaciones sobre estos cambios repentinos en las condiciones del mercado, es probable que los principales factores sean una mayor utilización de las plataformas de negociación electrónica y la proliferación de la negociación basada en algoritmos en algunos de los principales mercados de renta fija. Mientras que la «electronificación» de los mercados de renta fija ha contribuido a reducir los costes de negociación y a mejorar la liquidez en condiciones normales, la expansión de estrategias de negociación complejas y a menudo opacas ha despertado preocupación por sus posibles implicaciones para la estabilidad del mercado en momentos de tensión.

¹ Committee on the Global Financial System, «Fixed income market liquidity», CGFS Papers, nº 55, enero 2016.

Tasas de interés negativas y modelos de negocio bancarios

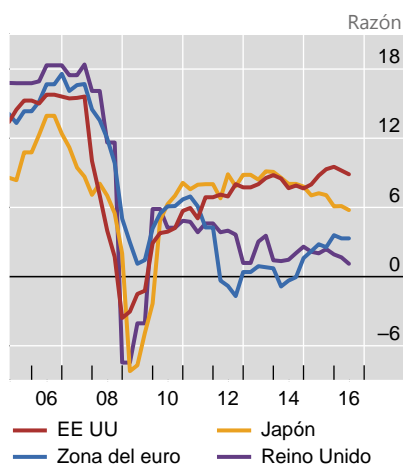
La baja rentabilidad ha puesto a prueba los modelos de negocio tradicionales de los bancos en el entorno actual, marcado por tasas de interés persistentemente bajas y primas por plazo comprimidas.

Las valoraciones del mercado muestran que los inversores permanecen escépticos sobre la capacidad de los bancos para obtener ganancias en un entorno de tasas de interés bajas y escaso crecimiento. La rentabilidad sobre recursos propios (ROE)^① no ha logrado recuperar los niveles observados antes de la Gran Crisis Financiera, si bien se observan importantes diferencias entre jurisdicciones (Gráfico A, panel izquierdo). Los mercados están teniendo más en cuenta el aplanamiento de las curvas de rendimiento y de las tasas bajas a largo plazo para determinar si los bancos pueden recuperar su rentabilidad y, en tal caso, cómo lo harán^②.

Los bancos se enfrentan a márgenes decrecientes

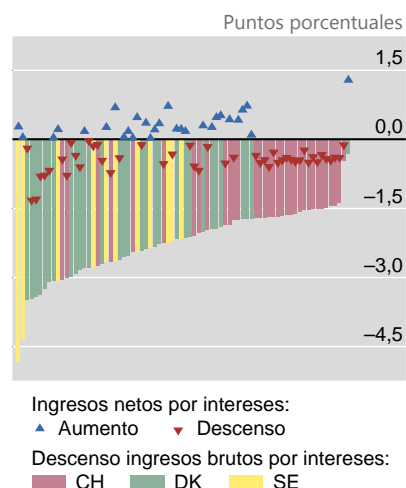
Gráfico B

Rentabilidad sobre recursos propios

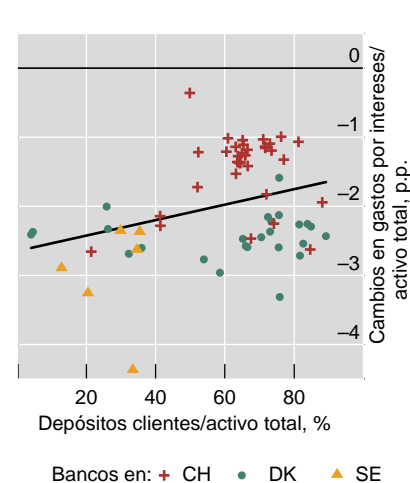


CH = Suiza; DK = Dinamarca; SE = Suecia.

La reducción de los ingresos por intereses suele superar la reducción de los gastos^{1, 2}



Los bancos con financiación minorista se benefician menos de la reducción de los gastos por intereses^{1, 3}



¹ Basado en una muestra de 76 bancos. ² Cada triángulo (barra) representa la variación de los ingresos por intereses netos (brutos) en porcentaje de los activos totales para cada banco desde 2008 a 2015. ³ El eje de abscisas representa los valores de 2015; el eje de ordenadas muestra los cambios entre 2008 y 2015. La línea negra representa una línea tendencial simple.

Fuentes: Datastream; SNL; cálculos del BPI.

La rentabilidad se ha visto afectada por curvas de rendimiento más planas. Las tasas a largo plazo han caído, especialmente en aquellos casos en que los inversores han previsto una mayor prolongación de las tasas a corto plazo bajas y los bancos centrales han acometido compras de activos a gran escala para comprimir las primas por plazo. A corto plazo, la caída de las tasas de interés puede mejorar los ingresos netos de los bancos, con las plusvalías puntuales que perciben sus carteras de valores y también si se abarata la financiación para el banco. No obstante, a largo plazo, el aplanamiento de la curva puede reducir los ingresos por transformación de vencimientos y comprimir los márgenes de intermediación del banco.

Además, a medida que las tasas de interés comienzan a adentrarse en territorio negativo, más difícil resulta revalorar el pasivo bancario en concordancia con el activo a fin de proteger los márgenes. Los bancos se muestran reticentes a trasladar las tasas a corto plazo negativas a sus depositantes. Con ello, la presión sobre los márgenes de intermediación se intensifica especialmente en países con tasas de interés negativas. Por ejemplo, numerosos bancos de Dinamarca, Suecia y Suiza han visto comprimirse sus ingresos brutos por intereses (Gráfico B, barras del panel central) en mayor medida que sus gastos por intereses, reduciéndose sus márgenes de intermediación (triángulos del mismo panel) en los últimos años. Un aspecto fundamental en este contexto es la medida en que el pasivo bancario evoluciona en la misma dirección que los depósitos minoristas y fuentes de financiación similares (panel derecho).

En última instancia, los factores idiosincrásicos de cada país determinarán si los bancos pueden compensar, y cómo, unos márgenes de intermediación más bajos. Las economías más fuertes permitirán a los bancos ampliar el volumen de su actividad de préstamo tradicional. Algunos bancos pueden ser capaces de compensar parte de su pérdida de ingresos con fuentes de ingresos alternativas como la negociación de valores y los servicios a comisión, mientras que otros pueden conseguir ganancias de eficiencia, por ejemplo reduciendo capacidad sobrante o sus coeficientes de costes/ingresos.

① Los coeficientes ROE declarados no se ajustan por riesgo. © Véase C Borio, L Gambacorta y B Hofmann, «[The influence of monetary policy on bank profitability](#)», *BIS Working Papers*, no 514, 2015; y BPI, 86° Informe Anual, 2016, [Capítulo VI](#).