

## Las buenas perspectivas y una inflación reducida incentivan la asunción de riesgo

La política monetaria recuperó súbitamente su protagonismo en los mercados financieros mundiales. A finales de junio, los participantes del mercado interpretaron las declaraciones del Presidente del BCE y del Gobernador del Banco de Inglaterra como posibles indicios del comienzo de un endurecimiento generalizado de la política monetaria en las principales economías avanzadas, como ya había ocurrido en Estados Unidos. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo avanzaron con fuerza, aunque enseguida se moderaron en vista de la debilidad de los datos de inflación y de las declaraciones de los bancos centrales, cuyo tono fue percibido por los inversores como más prudente. Además, la reducida inflación efectiva llevó a los mercados a esperar también una senda de endurecimiento de la política monetaria estadounidense aún más gradual de lo anticipado a comienzos de junio.

Impulsados por las menores expectativas de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y las buenas noticias macroeconómicas, los mercados mundiales se dispararon. Las bolsas estadounidenses alcanzaron nuevos máximos históricos en agosto y la renta variable de las economías de mercado emergentes (EME) siguió fortaleciéndose. Los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa marcaron sus mínimos desde el comienzo de 2008, o se situaron próximos a ellos. Tanto la volatilidad realizada como la volatilidad implícita de todas las principales clases de activos, en especial las de los bonos, se caracterizaron por su debilidad. El índice MOVE —una medida de la volatilidad implícita en el mercado de títulos del Tesoro estadounidense— registró nuevos mínimos históricos. A mediados de agosto la volatilidad repuntó ligeramente ante el aumento de los riesgos políticos en Estados Unidos y la intensificación de las tensiones geopolíticas relacionadas con Corea del Norte. Sin embargo, a principios de septiembre había regresado ya a cotas bajas, pese a que las tensiones políticas no remitieron.

Los cambios en las previsiones sobre la senda de la política monetaria de los distintos países y el aumento de la incertidumbre en torno a la política de Estados Unidos ejercieron una fuerte presión bajista sobre el dólar. Como la evolución macroeconómica fue mejor de lo esperado a escala mundial pero decepcionó en Estados Unidos, el dólar se depreció frente a todas las principales monedas de economías avanzadas y EME. La moneda estadounidense cedió terreno sobre todo

frente al euro, dado el fortalecimiento de las perspectivas económicas en la zona del euro y las señales en materia de política monetaria.

Las reducidas tasas de volatilidad, unidas a la depreciación del dólar, propiciaron una fase de apetito por el riesgo, que avivó el interés de los inversores por activos de EME, ante la excelente rentabilidad de las operaciones de *carry trade*. En los mercados de renta variable, los inversores recurrieron a un volumen récord de acciones compradas a crédito para reforzar sus inversiones, a pesar de que las relaciones precio/beneficio indicaban que las cotizaciones bursátiles podían ser excesivas desde una perspectiva histórica. Además, se observaron ciertos indicios de búsqueda de rentabilidad en los mercados de deuda: los volúmenes emitidos en los mercados de préstamos apalancados y de bonos de alta rentabilidad aumentaron, coincidiendo con una relajación de las cláusulas contractuales.

## La mejora de las perspectivas y la atonía de la inflación impulsan los mercados

A finales de junio, la política monetaria cobró protagonismo. Los participantes del mercado interpretaron las declaraciones del Presidente del BCE del 27 de junio como señal de un inminente repliegue (*tapering*) de la expansión cuantitativa en la zona del euro. En cuestión de tres días, los rendimientos de la deuda pública alemana a 10 años avanzaron más de 20 puntos básicos (Gráfico 1, paneles izquierdo y central). El 28 de junio, el Gobernador del Banco de Inglaterra insinuó la posibilidad de que las tasas subieran, provocando un ascenso de 25 puntos básicos de los rendimientos de los títulos británicos a 10 años.

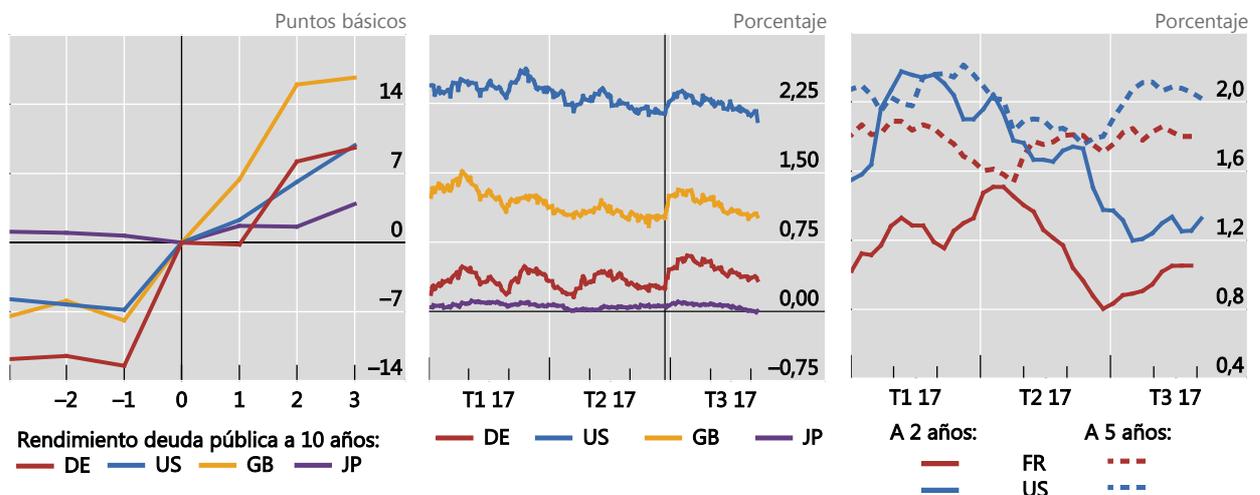
### La política monetaria cobra protagonismo

Gráfico 1

Evolución de los rendimientos en torno al Foro del BCE en Sintra<sup>1</sup>

Rendimientos de la deuda pública a 10 años

Expectativas de inflación neutral derivadas de los bonos indicados a la inflación



La línea vertical del panel central corresponde al 27 de junio de 2017 (Foro sobre banca central del BCE, Sintra).

<sup>1</sup> El 27 de junio de 2017 corresponde al valor cero del eje de abscisas: los otros valores de dicho eje indican el número de días antes/después del 27 de junio de 2017.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

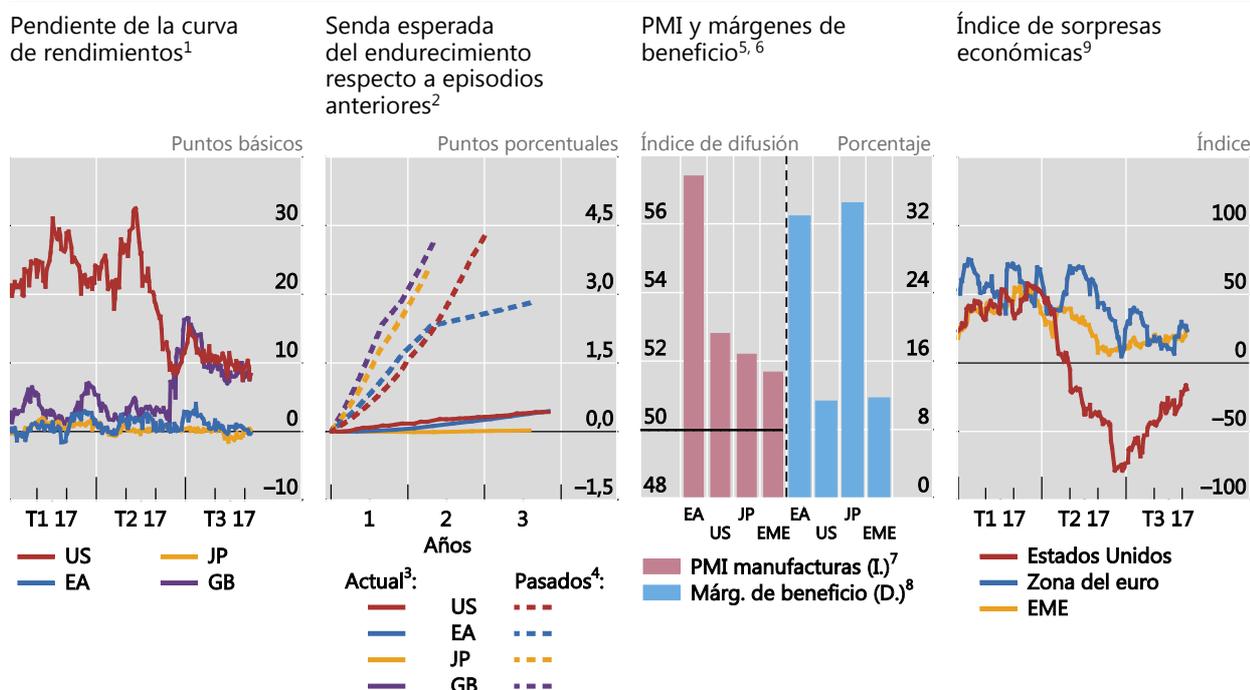
Los rendimientos a largo plazo se incrementaron en todo el mundo en previsión del fin de las políticas monetarias excepcionalmente laxas en las principales economías avanzadas, como ya había ocurrido en Estados Unidos. La posibilidad de que se produjese un endurecimiento simultáneo sacudió los mercados.

El ascenso de los rendimientos mundiales se interrumpió cuando los inversores tomaron nota de las nuevas declaraciones de los bancos centrales y la subida de la inflación no llegó a materializarse. La contención de las presiones salariales a pesar del afianzamiento de los mercados laborales contribuyó a mantener bajas las tasas de inflación general en Estados Unidos y la zona del euro, en el 1,7% y el 1,3%, respectivamente, en julio. La escasa inflación se tradujo en expectativas de inflación también reducidas (Gráfico 1, panel derecho), que en Estados Unidos cayeron aún más al desvanecerse las perspectivas de grandes estímulos fiscales. En Japón, la inflación se mantuvo cercana a cero y las expectativas de inflación cambiaron poco a partir del 20 de julio, fecha en la que el Banco de Japón amplió el plazo para alcanzar su objetivo de inflación.

Con este trasfondo, los participantes del mercado esperaban un endurecimiento más gradual, sobre todo en Estados Unidos. A pesar del ligero repunte observado tras las declaraciones del Presidente del BCE, las expectativas de subidas de las tasas

## Menores expectativas de endurecimiento de la política monetaria pese a las buenas perspectivas

Gráfico 2



<sup>1</sup> Diferencia entre las tasas de interés a un año y a un mes de los *swaps* sobre índices a un día. <sup>2</sup> En Estados Unidos, futuro a treinta días de los fondos federales; en la zona del euro (EA), Euribor a tres meses; en Japón, euroyen Tibor a tres meses; en Reino Unido, tasa de interés GBP a 90 días. <sup>3</sup> A 6 de septiembre de 2017. <sup>4</sup> Desde el inicio del endurecimiento de la política monetaria. Episodios de normalización (promedio de episodios, cuando proceda): en la zona del euro (EA), 1999–2000 y 2005–08; en Japón, 1989–90; en Reino Unido, 1988–89, 2003–04 y 2006–07; en Estados Unidos, 1987–89, 1994–95, 2004–06 y 2015–17. <sup>5</sup> Un valor de 50 indica que el número de sociedades que declaran un crecimiento de su negocio es igual al de sociedades que declaran una contracción; un valor superior a 50 indica una expansión. <sup>6</sup> Valores correspondientes a julio de 2017. <sup>7</sup> Para las EME, medias ponderadas por el PIB y tipos de cambio PPA de BR, CN, IN, MX, RU y TR. <sup>8</sup> Crecimiento de los márgenes de beneficio entre julio de 2016 y julio de 2017. Para las EME, países incluidos en el índice MSCI EM. <sup>9</sup> Índice Citi Economic Surprise.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

de interés en la zona del euro y Japón siguieron siendo mínimas (Gráfico 2, primer panel). En junio, los precios de mercado ya habían anticipado un ritmo de endurecimiento mucho más gradual que el de otros episodios en Estados Unidos y el Reino Unido (Gráfico 2, segundo panel). Aunque los acontecimientos de finales de junio impulsaron ligeramente al alza las expectativas de subidas de las tasas de interés, la ausencia de inflación volvió a aplanar las curvas de rendimientos. Así, la probabilidad implícita en el mercado de que se produjese como mínimo una subida de las tasas de interés en Estados Unidos en el plazo de un año disminuyó del 60% a principios de julio hasta aproximadamente el 30% a principios de septiembre. Los rendimientos de la deuda a largo plazo cayeron de forma constante, en el caso de Estados Unidos hasta niveles que no se veían desde noviembre de 2016.

A pesar de la atonía de la inflación en las economías avanzadas, las perspectivas macroeconómicas mundiales eran optimistas. Los comentaristas del mercado denominan a este tipo de coyuntura «escenario Ricitos de Oro», puesto que la economía «no está ni demasiado caliente, ni demasiado fría, sino en su punto».

El índice de directores de compras (PMI), un indicador adelantado de la actividad económica, señalaba una expansión sostenida en las economías avanzadas (Gráfico 2, tercer panel). En Japón, los márgenes de beneficio aumentaron rápidamente. La economía creció en el segundo trimestre a un ritmo anualizado del 4%, el más rápido en más de dos años, superando ampliamente las expectativas.

Las perspectivas económicas de la zona del euro eran especialmente halagüeñas. Coincidiendo con la menor tasa de desempleo de los últimos nueve años, el índice PMI manufacturero alcanzó su nivel más alto desde 2011. La confianza económica en la zona del euro rebasó incluso niveles de antes de la crisis. Los márgenes de beneficio de las empresas europeas también crecieron con fuerza (Gráfico 2, tercer panel), aunque su rentabilidad global se mantuvo por debajo de la de las compañías estadounidenses o de EME. Las buenas perspectivas se vieron respaldadas también por los avances en el saneamiento de los balances bancarios (Recuadro A) y la disminución de la incertidumbre en torno a la política económica tras las elecciones presidenciales y parlamentarias en Francia.

Los datos macroeconómicos de Estados Unidos fueron fuertes, pero los resultados de la economía estadounidense no estuvieron a la altura de las expectativas de los mercados. En julio, la tasa de desempleo de Estados Unidos disminuyó hasta niveles no vistos desde 2001. Al mismo tiempo, el índice Citi Economic Surprise marcó su mínimo desde 2011, lo cual indicaba que los datos económicos no eran acordes con las expectativas del mercado (Gráfico 2, cuarto panel). Sin embargo, los márgenes de beneficio, en ascenso y mejores de lo que se esperaba, sustentaron los mercados bursátiles.

Los inversores también se mostraron gratamente sorprendidos por la evolución macroeconómica de las EME. Los márgenes de beneficio empresariales aumentaron y, aunque las perspectivas no eran tan optimistas como las de las economías avanzadas, los índices PMI indicaban una expansión macroeconómica en las principales EME. En China, el crecimiento resistió sorprendentemente bien y se situó en torno al 7% en el segundo trimestre, lo cual espoleó considerablemente la confianza del mercado.

La preocupación de los participantes del mercado por los riesgos para la estabilidad financiera en China también disminuyó. A comienzos del nuevo año, las fuertes salidas de capitales y la rápida caída de las reservas de divisas habían generado nerviosismo en los mercados, en un contexto de persistente crecimiento

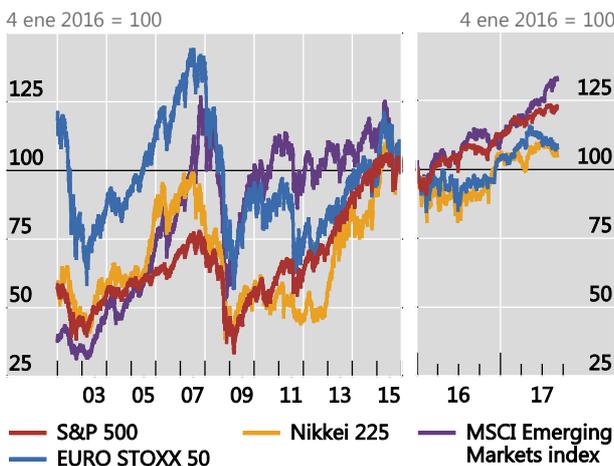
del crédito agregado y elevados coeficientes crédito/PIB<sup>1</sup>. Desde entonces, el crecimiento del crédito se ha ralentizado, si bien los precios de la vivienda siguen subiendo, impulsados en parte por los promotores inmobiliarios (Recuadro B). Las entradas netas de capital en China se han tornado positivas y sus reservas de divisas se han estabilizado<sup>2</sup>.

La sólida coyuntura macroeconómica mundial y las reducidas expectativas de subidas de las tasas de interés en Estados Unidos dieron alas a los mercados de

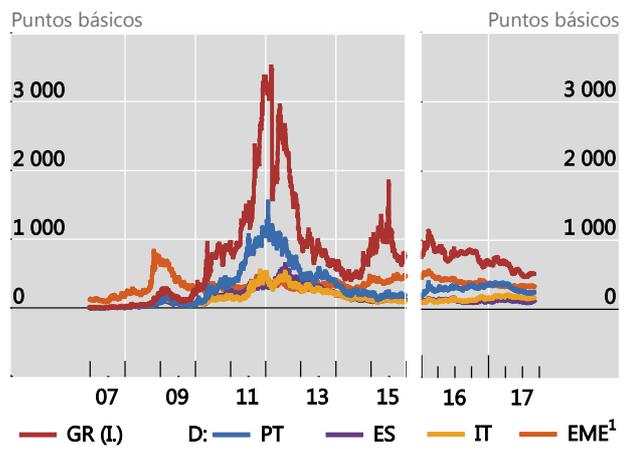
## Mercados alcistas

Gráfico 3

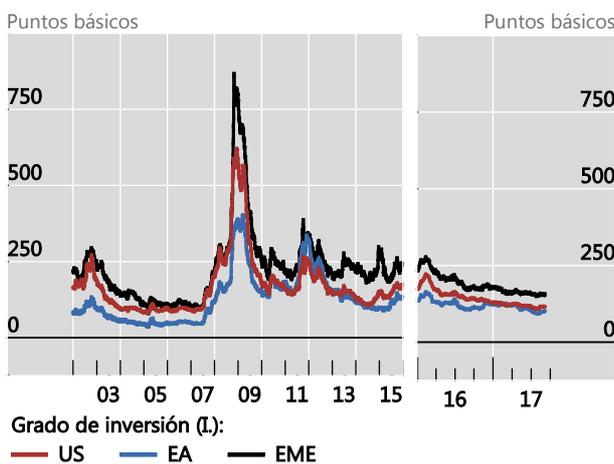
### Cotizaciones bursátiles



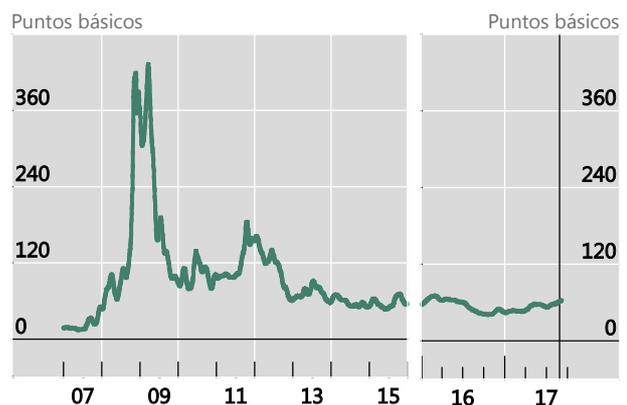
### Diferenciales de deuda soberana



### Diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa<sup>2</sup>



### CDS a 5 años de la República de Corea<sup>3</sup>



La línea vertical del panel inferior derecho señala el 29 de agosto de 2017 (cuando un misil norcoreano sobrevoló Japón).

<sup>1</sup> Índice JPMorgan EMBI Global, *z-spread to worst*. <sup>2</sup> Diferenciales de rendimiento, ajustados de opciones, frente a deuda pública. <sup>3</sup> CDS sobre deuda preferente no garantizada, vencimiento a cinco años.

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

<sup>1</sup> Véase un análisis más detallado de la evolución del crédito y los indicadores de alerta temprana de crisis financieras relativos a China en la sección «Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial» del presente *Informe Trimestral*.

<sup>2</sup> Véase la publicación estadística «BIS international banking statistics at end-March 2017», publicada en julio de 2017.

valores (Gráfico 3, panel superior izquierdo). Los índices bursátiles estadounidenses alcanzaron nuevos máximos a principios de agosto y la renta variable de EME continuó fortaleciéndose. Las bolsas europeas y japonesas se han moderado algo en los últimos meses, pero aun así han ofrecido una rentabilidad del 11% y el 14%, respectivamente, desde principios de septiembre de 2016.

Los mercados crediticios mantuvieron su pujanza. Los diferenciales de la deuda soberana siguieron estrechándose lentamente en la zona del euro. En las EME permanecieron básicamente estables, aunque por debajo del promedio de los cinco años anteriores (Gráfico 3, panel superior derecho). En junio, Argentina aprovechó las favorables condiciones de los mercados para emitir un bono a 100 años denominado en dólares con un rendimiento próximo al 8%. Grecia, por su parte, regresó en julio a los mercados de capitales con la venta de un bono a cinco años denominado en euros con un rendimiento del 4,6%. Otros emisores poco activos o nuevos, como Iraq y Bielorrusia, también recurrieron a los mercados de deuda, mientras que Tayikistán preparó la oferta inaugural de un bono a 10 años denominado en dólares.

Los diferenciales de la deuda corporativa eran ajustados y tendían a la baja. A mediados de agosto, registraron los niveles más bajos desde comienzos de 2008, o se situaron a pocos puntos básicos de estos. Sin embargo, se mantuvieron muy por encima de los niveles imperantes antes de la Gran Crisis Financiera (Gráfico 3, panel inferior izquierdo).

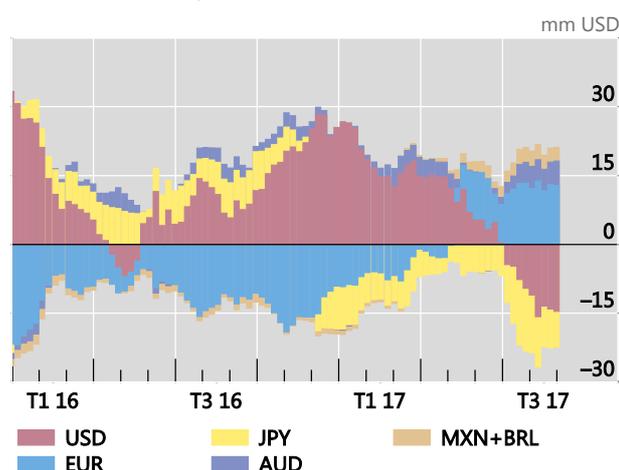
La confianza en los mercados, en general positiva, se vio afectada a partir de mediados de agosto por acontecimientos políticos. Sin embargo, aunque la política copó los titulares, no repercutió en exceso en los mercados. En un primer momento, las bolsas cayeron desde sus máximos históricos, en un contexto de aumento de los riesgos políticos en Estados Unidos y crecientes tensiones geopolíticas relacionadas con Corea del Norte. No obstante, los efectos fueron pasajeros. De hecho, los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) surcoreanos se mantuvieron prácticamente sin cambios y el valor del won coreano frente al dólar osciló muy poco después de que Corea del Norte lanzara un misil de largo alcance que sobrevoló territorio japonés y, pocos días después, realizara el mayor ensayo nuclear de su historia (Gráfico 3, panel inferior derecho).

## El viraje de las perspectivas mundiales repercute en los mercados de divisas

La evolución de las expectativas sobre las trayectorias futuras de la política monetaria y los cambios en las perspectivas macroeconómicas relativas en las principales regiones económicas, unidos a los riesgos políticos, ejercieron una fuerte presión sobre el dólar estadounidense. Coincidiendo con el cambio de tendencia a la baja de la senda esperada de las futuras subidas de tasas por la Reserva Federal y con un rendimiento de la economía estadounidense inferior al esperado por los mercados, el dólar se depreció frente a todas las monedas de las principales economías avanzadas (Gráfico 4, panel izquierdo). Las fluctuaciones frente al yen fueron moderadas, puesto que los cambios en las perspectivas de política monetaria del Banco de Japón fueron mínimos. Además, las posiciones especulativas declaradas por la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) en dólares estadounidenses frente a otras monedas pasaron a ser cortas en términos netos al inicio del tercer trimestre

Tipos de cambio nominales<sup>1</sup>

Las posiciones especulativas en dólares estadounidenses pasan a cortas netas



<sup>1</sup> Frente al dólar estadounidense. Un incremento indica apreciación de la moneda local. <sup>2</sup> JPMorgan Emerging Market Currency Index (EMCI).

Fuentes: US Commodity Futures Trading Commission (CFTC); Bloomberg; cálculos del BPI.

(Gráfico 4, panel derecho), lo que indicaba que los inversores esperaban que el billete verde continuase depreciándose.

La depreciación del dólar fue especialmente pronunciada frente al euro, con una caída próxima al 7% desde mediados de junio. La moneda estadounidense cedió terreno sobre todo después de que el Presidente del BCE manifestase en junio que las fuerzas reflacionistas habían regresado a la zona del euro. La depreciación se interrumpió en agosto, en parte debido a la preocupación por los posibles efectos negativos de una moneda única fuerte para la economía de la zona del euro. Sin embargo, el dólar retomó su trayectoria descendente frente al euro a finales de agosto.

El dólar también se depreció frente a la mayoría de las monedas de EME. A excepción de las monedas de Europa central y oriental, que tienden a seguir al euro, los ajustes del tipo de cambio del dólar frente a monedas de EME no fueron especialmente fuertes y la volatilidad fue reducida.

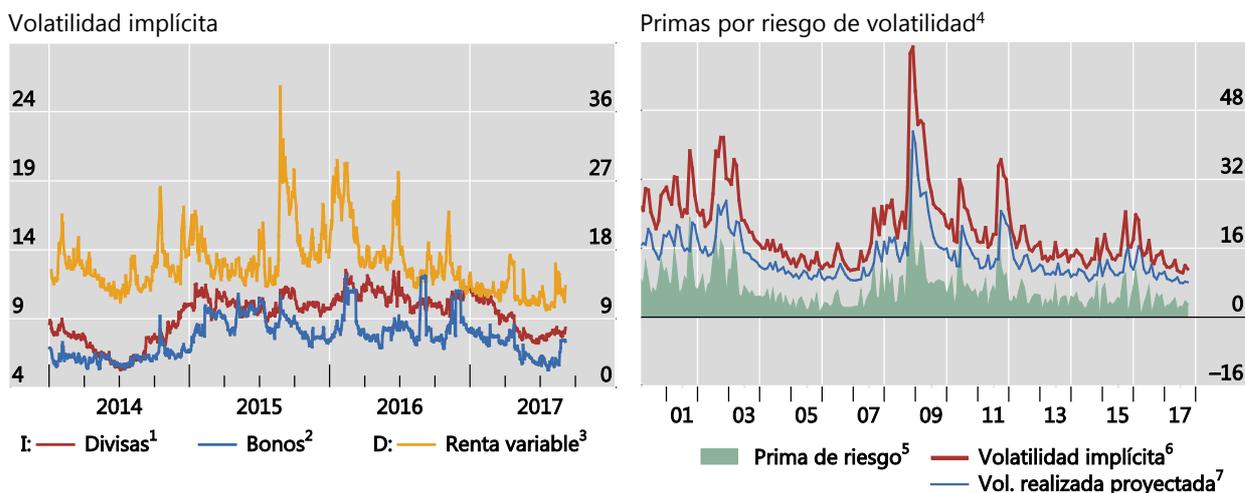
## ¿Está la volatilidad en niveles excepcionalmente bajos?

Los mercados alcistas y la caída del dólar estuvieron acompañados por una escasa volatilidad en todas las clases de activos principales (Gráfico 5, panel izquierdo). La volatilidad en los mercados de deuda de todo el mundo era extremadamente baja. El índice MOVE, una medida de la volatilidad implícita del mercado de deuda estadounidense, cayó hasta mínimos históricos en agosto. Al mismo tiempo, el VIX, que mide la volatilidad implícita de las bolsas estadounidenses, se acercó a los mínimos registrados por última vez en 2005. A pesar de que las tasas de volatilidad siguieron siendo bajas en comparación con las referencias históricas, tendieron ligeramente al alza y experimentaron algunos repuntes tras los acontecimientos políticos de agosto.

## Las volatilidades implícitas y las primas por riesgo de volatilidad son bajas

Puntos porcentuales

Gráfico 5



<sup>1</sup> Índice JPMorgan VXY Global. <sup>2</sup> Volatilidad implícita (VI) de las opciones *at-the-money* sobre contratos de futuros sobre bonos a largo plazo de DE, GB, JP y US; media ponderada calculada utilizando el PIB y los tipos de cambio PPA. <sup>3</sup> VI de los índices S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 y Nikkei 225; media ponderada por capitalización bursátil. <sup>4</sup> Medias mensuales de datos diarios. <sup>5</sup> Estimación obtenida como la diferencia entre la volatilidad implícita y la volatilidad realizada proyectada; véase G. Bekaert, M. Hoerova y M. Lo Duca, «Risk, uncertainty and monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, nº 7, 2013, pp. 771–88. <sup>6</sup> VIX, Índice de volatilidad implícita del S&P 500 en el Mercado de Opciones de Chicago (CBOE). <sup>7</sup> Estimación prospectiva de la volatilidad realizada; véase T. Anderson, F. Diebold, T. Bollerslev y P. Labys, «Modeling and forecasting realized volatility», *Econometrica*, vol. 71, nº 2, marzo de 2003, pp. 579–625.

Fuentes: Bloomberg; Oxford-Man Institute, <http://realized.oxford-man.ox.ac.uk/>; cálculos del BPI.

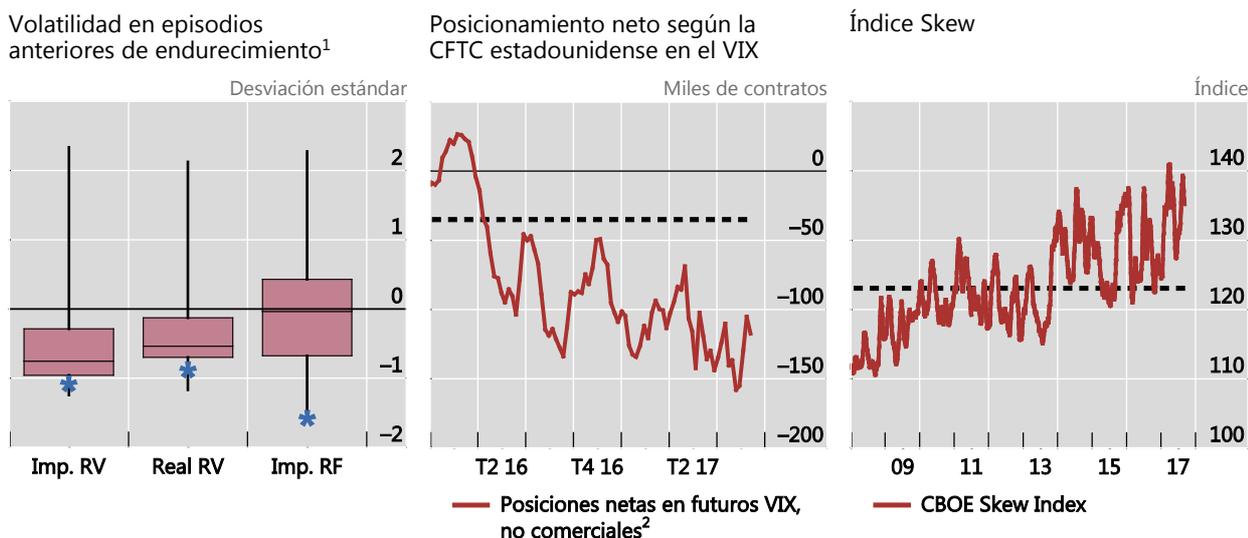
Parece que tanto la escasa volatilidad esperada como la reducida prima de riesgo de volatilidad han contribuido al descenso general del VIX. Esto es lo que sugiere la descomposición del VIX en la varianza condicional de la rentabilidad de las acciones (la volatilidad que se esperaría teniendo en cuenta la volatilidad realizada de la rentabilidad de las acciones en el pasado reciente) y la prima de riesgo de la varianza de la renta variable (el importe adicional que los inversores están dispuestos a pagar para protegerse de la volatilidad) (Gráfico 5, panel derecho)<sup>3</sup>. Estos dos factores, así como el propio VIX, cayeron hasta su nivel más bajo de los últimos años, aunque se mantuvieron por encima de los niveles anteriores a la crisis, muy reducidos en términos históricos.

La baja volatilidad en los mercados bursátiles ha sido habitual en los ciclos de endurecimiento de la política monetaria desde comienzos de la década de 1990. Durante dichos episodios, tanto el VIX como la volatilidad a 30 días realizada en los mercados bursátiles se han situado por lo general entre media y una desviación estándar por debajo de sus promedios de largo plazo (Gráfico 6, panel izquierdo). Esto puede haberse debido en parte al hecho de que la volatilidad tiende a ser menor cuando las bolsas suben, que es precisamente cuando suelen producirse los episodios de endurecimiento. Comparado con estas referencias, el promedio del VIX de los 90 días anteriores al 5 de septiembre no fue tan inusual.

<sup>3</sup> Véase M. Lombardi y A. Schrimpf, «Conceptos de volatilidad y la prima de riesgo», fragmento de la sección «La volatilidad mezclada, los mercados no agitados» del *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2014. Véase la metodología en G. Bekaert, M. Hoerova y M. Lo Duca, «Risk, uncertainty and monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, nº 7, 2013, pp. 771–88.

## La volatilidad durante episodios de endurecimiento monetario suele ser reducida para las acciones pero no para los bonos

Gráfico 6



Las líneas discontinuas horizontales de los paneles central y derecho indican los promedios a largo plazo de las series correspondientes (2007–más reciente).

<sup>1</sup> Los asteriscos azules representan el promedio de los 90 días anteriores al 5 de septiembre de 2017; Imp. RV (volatilidad implícita en la renta variable) = VIX, Real RV (volatilidad real de la renta variable) = S&P 500; Imp. RF (volatilidad implícita en la renta fija) = índice MOVE de Merrill Lynch; los diagramas de caja incluyen tres episodios: febrero 1994–abril 1995, julio 1999–junio 2000 y julio 2004–julio 2006. Los datos se normalizan en base a los promedios históricos y las desviaciones estándar con respecto a 1990. <sup>2</sup> Una cifra negativa indica que los operadores no comerciales mantienen en términos agregados una posición corta neta en futuros sobre el VIX.

Fuentes: US Commodity Futures Trading Commission (CFTC); Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

En cambio, la volatilidad del mercado de deuda en los últimos tiempos ha sido extremadamente reducida en términos históricos, en consonancia con unos rendimientos extraordinariamente bajos de los bonos y las expectativas de una subida gradual de las tasas de interés. El índice MOVE, por ejemplo, se ha mantenido en niveles inusitadamente bajos en los últimos meses, a pesar del ascenso de la tasa de interés objetivo de los fondos federales en junio. Esto contrasta con episodios previos de endurecimiento de la política monetaria, durante los cuales la volatilidad implícita en el mercado de deuda se situó cerca de su promedio a largo plazo (Gráfico 6, panel izquierdo).

Las amplias posiciones cortas netas especulativas en futuros del VIX reflejaban las expectativas de que la volatilidad se mantuviese reducida. Las posiciones netas cortas en futuros del VIX comunicadas por la CFTC estadounidense —que son apuestas en contra del aumento de la volatilidad— alcanzaron récords históricos a finales de julio (Gráfico 6, panel central). En agosto descendieron en consonancia con el ligero ascenso del VIX, pero continuaron triplicando el promedio de los últimos 10 años.

Al mismo tiempo, los mercados trasladaron a los precios el riesgo asociado a un fuerte descenso de los precios de los activos. El índice CBOE Skew, una medida del riesgo de cola del S&P 500, se situó en niveles altos comparados con sus valores históricos (Gráfico 6, panel derecho), lo que indica que los inversores descontaban una probabilidad significativa de un descenso notable del precio de los activos.

## Una fase de apetito por el riesgo

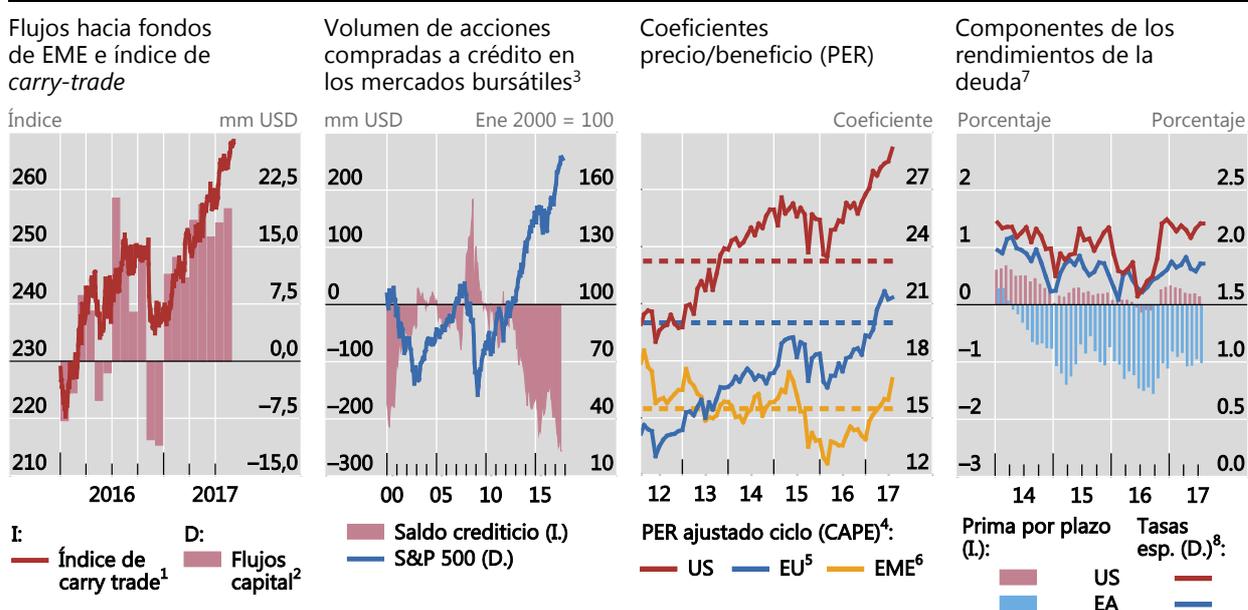
Como suele ser característico de periodos con escasa volatilidad y retrocesos del dólar, se produjo una fase de apetito por el riesgo.

En un contexto de persistentes diferenciales de tasas de interés y depreciación del dólar, la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* se disparó y los fondos de inversión en renta variable y renta fija de EME registraron grandes entradas de capitales en el periodo analizado (Gráfico 7, primer panel). Las posiciones especulativas también sugerían patrones de mayor actividad en operaciones de *carry trade*: cuantiosas posiciones cortas netas en monedas de financiación como el yen y el franco suizo y grandes posiciones largas netas en monedas de EME y en el dólar australiano (Gráfico 4, panel derecho).

En los mercados de renta variable, los inversores recurrieron a un volumen récord de acciones compradas a crédito para reforzar sus inversiones. De hecho, el volumen de acciones compradas a crédito en circulación fue sustancialmente superior al

### Apetito por el riesgo

Gráfico 7



Las líneas discontinuas del tercer panel indican los promedios a largo plazo del coeficiente CAPE (diciembre 1982–más reciente de la UE y EE UU; enero 2012–más reciente de las EME).

<sup>1</sup> El índice EM-8 Carry Trade de Bloomberg mide los rendimientos totales acumulados de una posición de *carry trade* larga mantenida a largo plazo («buy and hold») en ocho monedas de EME (BRL, IDR, INR, HUF, MXP, PLN, TRY y ZAR) financiada en su totalidad con posiciones cortas en dólares estadounidenses. Se presupone que la inversión se efectúa en valores del mercado monetario a tres meses y que cada una de las ocho monedas está equiponderada en la cesta de monedas. <sup>2</sup> Datos mensuales; en agosto de 2017, datos semanales hasta el 30 de agosto (aplicando un factor de ajuste). <sup>3</sup> El saldo crediticio se calcula como la suma del efectivo disponible en cuentas de tesorería y los saldos crediticios en cuentas de margen menos el volumen de acciones compradas a crédito. <sup>4</sup> Para cada país/región, el coeficiente CAPE se calcula como el índice de cotizaciones bursátiles MSCI ajustado por la inflación (en moneda local) dividido por la media móvil a 10 años de los beneficios declarados ajustados por la inflación. <sup>5</sup> Economías europeas avanzadas incluidas en el índice MSCI Europe. <sup>6</sup> Medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA de BR, CN, HK, IN, KR, MX, PL, RU, SG, TR, TW y ZA. <sup>7</sup> Descomposición del rendimiento nominal a 10 años utilizando un modelo de estimación conjunta 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 datos de la deuda pública francesa. <sup>8</sup> Diferencia entre el rendimiento nominal de un bono cupón cero a 10 años y la prima por plazo estimada a 10 años.

Fuentes: Barclays; Bloomberg; Datastream; EPFR; New York Stock Exchange; cálculos del BPI.

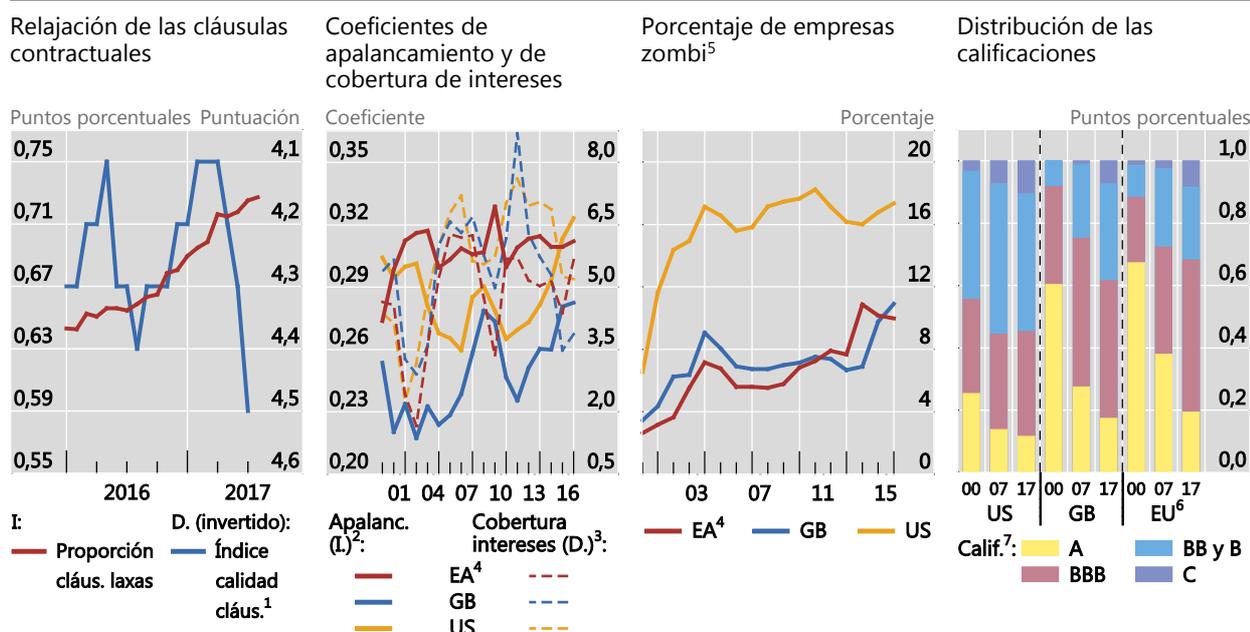
observado durante el auge de las empresas «punto-com» y un 10% mayor que el máximo anterior registrado en 2015 (Gráfico 7, segundo panel).

Aunque el volumen de acciones compradas a crédito batió nuevos récords, las referencias de valoración tradicionales, como los promedios a largo plazo de las relaciones precio/beneficio (PER), indicaban que las cotizaciones bursátiles podrían ser extremas. La reciente evolución de los mercados situó los PER ajustados por el ciclo para el mercado estadounidense bastante por encima de sus promedios a largo plazo. Los PER ajustados por el ciclo también superaron este nivel de referencia para Europa y las EME, aunque por una diferencia menor (Gráfico 7, tercer panel). Ahora bien, habida cuenta de los rendimientos inusualmente bajos de los bonos, es posible que las valoraciones no sean disonantes si se analizan con modelos de descuento de dividendos. De hecho, las estimaciones de las primas por plazo del rendimiento de los bonos siguieron siendo inusualmente bajas, muy por debajo de los promedios históricos en Estados Unidos, y se adentraron aún más en territorio negativo en la zona del euro (Gráfico 7, cuarto panel). Esto indica que los mercados de renta variable siguen siendo vulnerables al riesgo de reversión brusca en los mercados de bonos si las primas por plazo vuelven a situarse en niveles más normales.

También se observaron algunos indicios de búsqueda de rentabilidad en los mercados de deuda: los volúmenes emitidos de préstamos apalancados y bonos de alta rentabilidad aumentaron, coincidiendo con una relajación de las cláusulas contractuales. El volumen mundial de préstamos apalancados en circulación, según

## Apetito por el riesgo en los mercados de deuda

Gráfico 8



<sup>1</sup> Media móvil de tres meses; cuanto mayor es la puntuación, más laxas son las cláusulas. <sup>2</sup> Calculado como pasivos agregados a corto y largo plazo divididos por los activos totales agregados. <sup>3</sup> Calculada como resultados antes de intereses e impuestos (EBIT) agregados divididos por los gastos por intereses agregados. <sup>4</sup> BE, DE, ES, FR, IT y NL. <sup>5</sup> Las «empresas zombi» se definen como empresas cotizadas con un coeficiente de EBIT sobre gastos inferior a 1 y con un mínimo de diez años de antigüedad. <sup>6</sup> AT, BE, DE, DK, ES, EE, FI, FR, GR, IE, IT, LU, NL y PT. <sup>7</sup> A = Aaa–A3; BBB = Baa1–Baa3; BB and B = Ba1–B3; C = Caa1–C.

Fuentes: Bloomberg; Moody's Analytics CreditEdge; S&P Global Market Intelligence; <https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2017-07-13/junk-bonds-work-with-less-of-a-safety-net-for-investors>; cálculos del BPI.

los registros de S&P Global Market Intelligence, alcanzó nuevos máximos y se situó por encima del billón de dólares. A la vez, la proporción de emisiones con cláusulas laxas se incrementó hasta el 75%, frente al 65% de un año antes (Gráfico 8, panel izquierdo). Los préstamos con cláusulas laxas no imponen prácticamente restricción alguna a la actuación de los prestatarios y, por tanto, podrían reflejar una actitud menos selectiva por parte de los prestamistas, lo que podría fomentar una excesiva asunción de riesgo por parte de los primeros. Según Moody's, la proporción de instrumentos con cláusulas laxas en el mercado de bonos de alta rentabilidad también aumentó, mientras que la calidad de las cláusulas disminuyó hasta situarse en los niveles más bajos desde que Moody's comenzase a registrar estos valores, en 2011.

Mientras los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa se reducían, los balances corporativos iban deteriorándose. El apalancamiento de las sociedades no financieras de Estados Unidos, el Reino Unido y, en menor medida, Europa ha aumentado de forma incesante en los últimos años (Gráfico 8, primer panel). Incluso teniendo en cuenta los cuantiosos saldos en efectivo, el nivel de apalancamiento en Estados Unidos es el más elevado desde el principio del milenio y parecido al de comienzo de los años 1990, cuando los coeficientes de endeudamiento de las empresas reflejaban el legado del auge de las adquisiciones apalancadas de finales de la década anterior. Además, a pesar de las tasas de interés extremadamente bajas, el coeficiente de cobertura de intereses ha disminuido significativamente. Aunque en términos agregados este coeficiente se mantuvo muy por encima de tres, una proporción cada vez mayor de empresas debe afrontar gastos por intereses superiores a sus resultados antes de intereses e impuestos (las llamadas «empresas zombi») (Gráfico 8, tercer panel)<sup>4</sup>. El porcentaje de dichas empresas ha aumentado de forma especialmente acusada en la zona del euro y en el Reino Unido. Al mismo tiempo, la distribución de calificaciones ha empeorado (Gráfico 8, cuarto panel). Entre 2000 y 2017, la proporción de empresas con calificación de grado de inversión ha caído 10 puntos porcentuales en Estados Unidos, 20 en la zona del euro y 30 en el Reino Unido<sup>5</sup>. El número relativo de empresas con calificación A o superior se ha reducido de forma especialmente brusca, mientras que la proporción de las que reciben las peores calificaciones (C o inferior) se ha incrementado. En conjunto, esto indica que, en caso de que se produzca una desaceleración o un ajuste al alza de las tasas de interés, los elevados pagos en concepto de servicio de la deuda y el riesgo de impago podrían plantear dificultades a las empresas, generando así vientos desfavorables para el crecimiento del PIB.

<sup>4</sup> Ante la falta de información financiera, en particular de las empresas pequeñas, no puede calcularse la proporción de empresas «zombi» correspondiente al año 2016.

<sup>5</sup> Las empresas con calificación de grado de inversión son aquellas con calificación BBB o superior.

## ¿Cómo reaccionaron los mercados a las dificultades de los bancos en Europa?

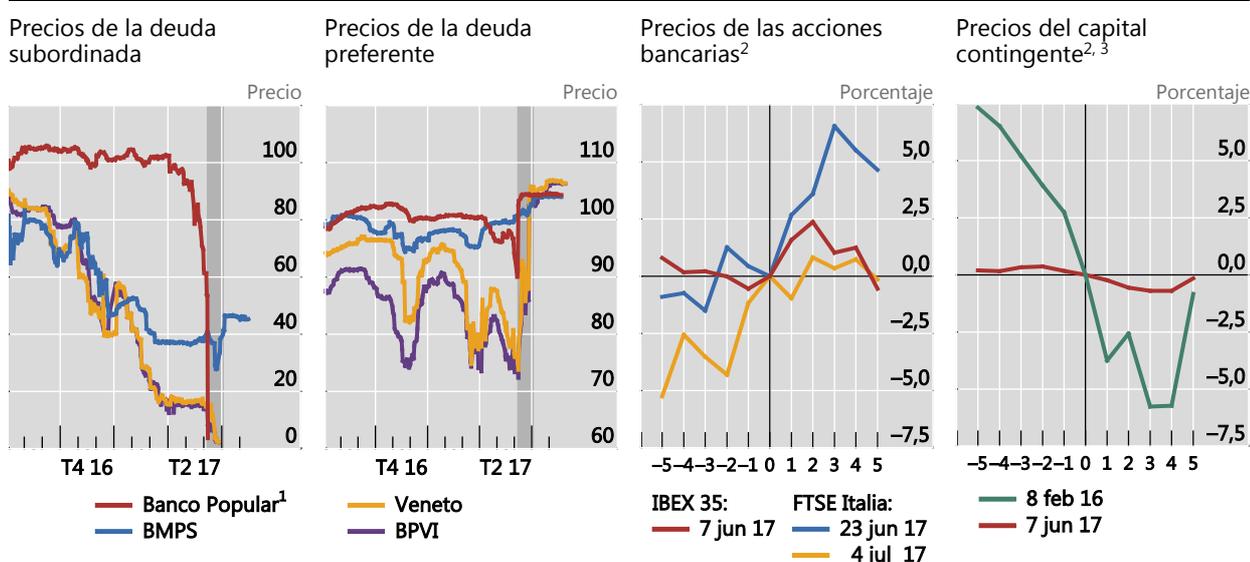
*Bilyana Bogdanova y Mathias Drehmann*

Cuatro entidades bancarias de Italia y España se consideraron inviables o fueron recapitalizadas en junio y julio. El presente recuadro analiza más exhaustivamente estos acontecimientos y sus repercusiones en las condiciones del mercado para los bancos en Europa.

Los inversores no previeron en toda su magnitud la declaración de inviabilidad de la entidad española, el Banco Popular Español, que el 7 de junio se convirtió en el primer banco objeto de resolución con arreglo a la Directiva de recuperación y resolución bancaria de la Unión Europea. Al día siguiente fue adquirido por el Banco Santander (por un importe simbólico). Los precios de las acciones y de la deuda subordinada de la entidad se habían debilitado en las fechas previas a la intervención. Sin embargo, la deuda subordinada calificada como instrumentos de capital adicional de Nivel 1 (AT1) continuaba cotizando a 70 céntimos por cada euro nominal a finales de mayo, pocos días antes de que comenzara el procedimiento de resolución que liquidó el banco (Gráfico A, primer panel). Los precios de la deuda preferente, por otra parte, bajaron relativamente poco y a partir del 7 de junio incluso subieron (Gráfico A, segundo panel).

### Las quiebras bancarias en Europa no tienen un efecto contagio

Gráfico A



Las zonas sombreadas de los dos primeros paneles indican el periodo entre el 7 de junio y el 4 de julio de 2017.

<sup>1</sup> Para la deuda subordinada, instrumentos de capital contingente AT1. <sup>2</sup> Cambios porcentuales durante el periodo indicado. El cero indica las siguientes fechas y acontecimientos: 8 de febrero de 2016 (declaración de Deutsche Bank sobre su capacidad para hacer frente a los pagos del capital AT1), 7 de junio de 2017 (aprobación por la Junta Única de Resolución (JUR) del plan de resolución para el Banco Popular Español), 23 de junio de 2017 (decisión de la JUR sobre la resolución de Banca Popolare di Vicenza y Veneto Banca) y 4 de julio de 2017 (autorización por la Comisión Europea de una recapitalización preventiva de Banca Monte dei Paschi di Siena). <sup>3</sup> Índice Markit iBoxx USD de capital contingente líquido AT1 de mercados desarrollados.

Fuente: Bloomberg.

En el caso de los bancos italianos, en cambio, los problemas llevaban gestándose varios meses y los mercados ya habían descontado una significativa amortización de la deuda antes de los anuncios oficiales de las intervenciones. El 23 de junio, las autoridades europeas decidieron que Banca Popolare di Vicenza (BPVI) y Veneto Banca se disolvieran con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios italianos, con ayudas estatales para facilitar la salida del mercado. El valor de las acciones y de la deuda subordinada, que ya venían cotizando a niveles muy bajos desde finales de 2016, se redujo hasta cero, mientras que los titulares de bonos preferentes y los depositantes no se vieron

afectados por el procedimiento (Gráfico A, paneles primero y segundo)<sup>①</sup>. El debate sobre la mejor forma de proceder con Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS) estaba en marcha desde finales de diciembre de 2016, cuando el banco no fue capaz de captar capital privado y se suspendió su cotización. Para junio, los titulares de la deuda subordinada ya habían previsto buena parte de las pérdidas que iban a sufrir y los precios de estos valores subieron después de que la Comisión Europea aprobara la recapitalización preventiva el 4 de julio (Gráfico A, primer panel). Los precios de los instrumentos de deuda preferente también se incrementaron desde principios de junio, cuando quedó claro que no se iban a amortizar (Gráfico A, segundo panel).

Después de estos acontecimientos, la disminución de la incertidumbre pareció favorecer las perspectivas de otros bancos en Europa (Gráfico A, tercer panel). Los precios de las acciones de las entidades bancarias españolas subieron ligeramente en los días siguientes al anuncio de la absorción del Banco Popular por el Banco Santander. Mientras que la autorización el 4 de julio de la recapitalización preventiva de BMPS tuvo pocas repercusiones, al entrar dentro de lo previsto por el mercado, las acciones de los bancos italianos subieron notablemente tras la liquidación de Veneto Banca y BPVI. En conjunto, el índice FTSE Italia All Share Banks avanzó un 10% entre comienzos de junio y finales de julio, superando al índice STOXX Europe 600 Banks, que ganó casi un 5%.

Pese a la primera conversión de instrumentos AT1 de la historia, tras la liquidación del Banco Popular no se observaron evidencias de contagio en el mercado de instrumentos convertibles contingentes (Gráfico A, cuarto panel). La reacción del índice de CoCo AT1 de mercados desarrollados fue pequeña en comparación con lo ocurrido a principios de 2016, cuando Deutsche Bank sembró la alarma en los mercados por una posible suspensión del pago de cupones. Tras tender a la baja en la semana de la intervención del Banco Popular, el índice repuntó un 2% entre principios de junio y finales de julio. Además, los bancos europeos continuaron emitiendo instrumentos de capital contingente y lograron vender unos 15 000 millones de euros entre abril y agosto de 2017.

<sup>①</sup> Aunque las pérdidas se cubrieron en los tres casos mediante la amortización de bonos, los titulares minoristas de deuda subordinada pueden solicitar compensaciones si cumplen determinados criterios.

## Los mercados inmobiliarios y las sociedades inmobiliarias

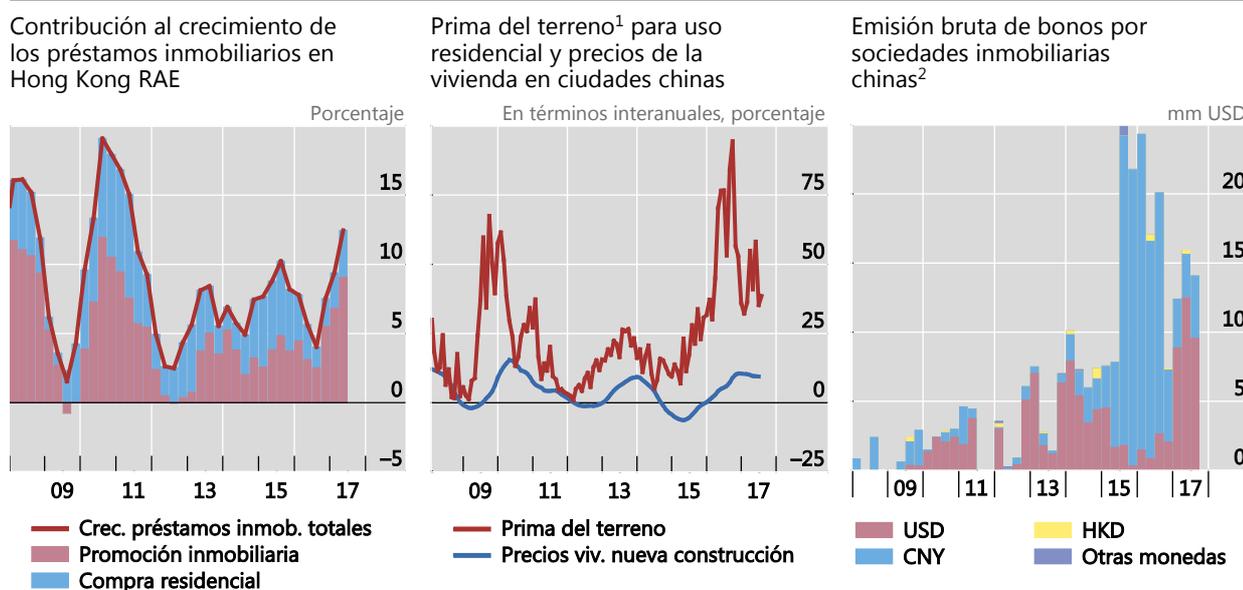
Michael Chui, Anamaria Illes y Christian Upper

El comienzo de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y el endurecimiento de las medidas macroprudenciales en varios países asiáticos emergentes parecen haber contribuido a ralentizar el crecimiento del crédito en las citadas economías a lo largo del pasado año. Pese a ello, los precios inmobiliarios han seguido altos. En algunas jurisdicciones, como China y Hong Kong RAE, los precios de la vivienda han continuado subiendo, coincidiendo con un repunte del endeudamiento de los promotores inmobiliarios por medio de préstamos bancarios y títulos de deuda<sup>1</sup>. En el presente recuadro se examina la contribución de los promotores al ascenso de los precios inmobiliarios y hasta qué punto sus actividades, en franco ascenso, podrían llegar a ser motivo de preocupación para las autoridades.

Un canal a través del cual los promotores inmobiliarios han impulsado la demanda de vivienda es la oferta de financiación a los posibles compradores. Por ejemplo, a pesar de que entre 2009 y 2015 la Autoridad Monetaria de Hong Kong (HKMA) introdujo siete rondas de medidas macroprudenciales destinadas a endurecer las condiciones de las hipotecas, a lo largo de los últimos dos años los promotores inmobiliarios han ofrecido cada vez más planes de financiación atractivos a los posibles compradores, en un intento por apuntalar las ventas. Con frecuencia, en este tipo de ofertas se ha prescindido de una evaluación de la capacidad de reembolso de los prestatarios, y no se dispone de mucha información sobre cómo se financian exactamente estos planes. Pero los préstamos para financiar promociones inmobiliarias se han convertido en el factor determinante de la aceleración del crecimiento del volumen total de préstamos inmobiliarios durante este periodo (Gráfico B, panel izquierdo)<sup>2</sup>. A fin de proteger la estabilidad del sector bancario, en junio de 2017 la HKMA redujo los importes máximos que las entidades de crédito pueden prestar en función del coste y el valor del terreno de los proyectos de construcción; a partir de agosto, también incrementó progresivamente las ponderaciones de riesgo para exposiciones de crédito aplicables a los promotores inmobiliarios.

### Crecimiento de los préstamos inmobiliarios, prima del terreno y financiación de los promotores inmobiliarios mediante títulos de deuda

Gráfico B



<sup>1</sup> Para las 100 principales ciudades, definida como  $100\% \times (\text{precio de adjudicación} - \text{puja inicial}) / \text{puja inicial}$ . <sup>2</sup> Incluye 106 sociedades de propiedad china cotizadas en las bolsas de Shanghai, Shenzhen y Hong Kong.

Fuentes: Autoridad Monetaria de Hong Kong; Thomson Reuters Eikon; WIND.

Los préstamos a futuros compradores y la feroz competencia entre promotores han causado un ascenso de los precios de los terrenos. Dado que la demanda de vivienda sigue siendo elevada, las empresas pueden permitirse realizar ofertas agresivas por terrenos, conocedoras de que podrán trasladar el sobreprecio a los compradores de las viviendas. La prima del terreno (la diferencia entre el precio de adjudicación y la oferta inicial) pagada por los promotores inmobiliarios por parcelas en las principales ciudades chinas ha sido bastante elevada desde mediados de 2015. En el pasado, esta prima ha sido normalmente un indicador adelantado de la inflación de los precios de la vivienda (Gráfico B, panel central).

La expansión al extranjero de los promotores inmobiliarios podría dotar a este fenómeno de una dimensión internacional. Por ejemplo, Singapur ha comunicado que, en el primer semestre de 2017, promotores inmobiliarios (fundamentalmente de titularidad extranjera) presentaron ofertas muy agresivas en subastas de terrenos. En promedio, estas sociedades pagaron por parcelas residenciales un 29% más de lo abonado por terrenos comparables durante los últimos cinco años. En parte en respuesta a estas generosas ofertas, la Autoridad Monetaria de Singapur advirtió de que «el riesgo de un nuevo auge insostenible de los precios inmobiliarios no es baladí»<sup>③</sup>.

Si finalmente la demanda es menor de lo esperado, los elevados importes de las adjudicaciones podrían allanar el camino para un brusco ajuste de mercado, como consecuencia del cual los márgenes de beneficio de los promotores podrían verse muy reducidos y los propietarios de las viviendas sufrirían cuantiosas pérdidas de valoración. En este contexto, en 2015 un ministro de Singapur alertó a los residentes locales sobre el riesgo de exceso de oferta que correrían quienes invirtieran en los grandes proyectos residenciales que se estaban construyendo en ese momento en la vecina Malasia. Los promotores (dominados por unas pocas empresas chinas) tenían previsto construir un total de 336 000 nuevas viviendas, una cifra ligeramente superior al parque total de viviendas privadas que existían en Singapur en 2015.

Como es lógico, al endeudarse en moneda extranjera, los promotores inmobiliarios que carecían de los correspondientes ingresos podían ser vulnerables a descálces cambiarios, salvo que se cubrieran esos riesgos. Los datos del mercado revelan que entre las 106 sociedades inmobiliarias de titularidad china cotizadas, muchas de las cuales han desarrollado actividad fuera de China, la emisión bruta de títulos de deuda se ha incrementado de forma pronunciada desde 2012, hasta alcanzar un máximo próximo a los 25 000 millones de dólares por trimestre a finales de 2015 y principios de 2016. Desde entonces su emisión de bonos se ha moderado algo (Gráfico B, panel derecho)<sup>④</sup>. El porcentaje de deuda denominada en dólares estadounidenses, que en un primer momento era muy abultado, se redujo notablemente entre 2015 y 2016, pero volvió a aumentar mucho en 2017. Las directrices del Consejo de Estado aprobadas el 18 de agosto de este año, encaminadas a frenar las inversiones aparentemente demasiado ambiciosas de empresas chinas en el exterior en varios sectores que incluyen el inmobiliario, deben entenderse en este contexto.

① En cierta medida, esta situación recuerda al periodo previo a las crisis bancarias en España e Irlanda, en las que el préstamo a promotores inmobiliarios tuvo un notable papel. Véase Banco de España, «Exposición de las entidades de depósito españolas al sector inmobiliario», *Informe de Estabilidad Financiera*, marzo de 2010, y K. Whelan: «Ireland's economic crisis: the good, the bad and the ugly», *Journal of Macroeconomics*, vol. 39, junio de 2013, pp.424–40. ② Según la definición de la HKMA, el préstamo inmobiliario engloba dos categorías principales: (i) préstamos para financiar promociones inmobiliarias y la inversión en inmuebles (incluidos inmuebles no terminados) y (ii) préstamos a particulares para la compra de inmuebles residenciales como vivienda propia o con fines de inversión. ③ Intervención de R. Menon, Director General de la Autoridad Monetaria de Singapur, en la rueda de prensa sobre el Informe Anual de la MAS de 2016/17, Singapur, 29 de junio de 2017. ④ Por ejemplo, en términos de capitalización de mercado, las sociedades inmobiliarias chinas representan aproximadamente el 50% del total sectorial en el índice JPMorgan Chase Corporate Emerging Market Bond.