

¿Un endurecimiento paradójico?

Durante el periodo analizado, que comenzó el 1 de septiembre, los mercados y la economía real continuaron disfrutando de la luna de miel que iniciaron hace ya un año. En un contexto de fortalecimiento sincronizado de las economías avanzadas (EA), sólido crecimiento en la mayoría de las economías de mercado emergentes (EME) y, por último pero no menos importante, ausencia general de presiones inflacionistas, los mercados internacionales de activos prolongaron su excelente racha del año en curso sin que se registraran incrementos de la volatilidad. Este escenario «Ricitos de Oro» salió fácilmente indemne de dos devastadores huracanes en Estados Unidos, varias amenazas geopolíticas y las medidas tomadas por algunos de los principales bancos centrales para continuar retirando gradualmente la acomodación monetaria.

En conjunto, las actuaciones de los bancos centrales no inquietaron a los mercados. Sus heterogéneas medidas fueron reflejo de las distintas fases del ciclo de política monetaria en las que se encuentran. En la rueda de prensa posterior a su reunión de septiembre, el Comité para las Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal anunció que su programa de normalización del balance se iniciaría en octubre, tras una cuidadosa y prolongada comunicación con los mercados sobre estrategias y enfoques. Tras 10 años sin intervenir, el Banco de Inglaterra aprobó en su reunión de noviembre una subida de 25 puntos básicos de su tasa de interés oficial, que quedó en el 0,50%, aunque mantuvo sin cambios los programas de compra de bonos —una decisión que los participantes en el mercado tildaron de «subida tímida»—. En octubre, el BCE prorrogó el programa de compra de activos (APP) hasta septiembre de 2018 como mínimo, aunque redujo a la mitad las compras mensuales, con efecto a partir de enero de 2018. El banco central confirmó también que no dudará en volver a ampliar el APP si las condiciones macroeconómicas se deterioran. El Banco de Japón mantuvo inalterada la orientación de su política monetaria.

Paradójicamente, las condiciones financieras continuaron relajándose en Estados Unidos y en el resto del mundo, incluso mientras la Reserva Federal implementaba la retirada gradual de su acomodación monetaria. Solo los tipos de cambio descontaron perceptiblemente el relativo endurecimiento de la orientación de política y las perspectivas de la Reserva Federal, lo que contribuyó a detener e incluso a revertir parcialmente la caída que el dólar venía experimentando durante el último año.

Los rendimientos a largo plazo permanecieron en niveles extremadamente bajos y las valoraciones continuaron siendo elevadas en numerosas clases de activos y jurisdicciones, aunque en distintos grados. La volatilidad implícita a corto plazo siguió marcando mínimos históricos, mientras que inversores y comentaristas se preguntaban cuándo y cómo acabaría la calma. En última instancia, el destino de la práctica totalidad de clases de activos parecía depender de la evolución de los rendimientos de la deuda pública.

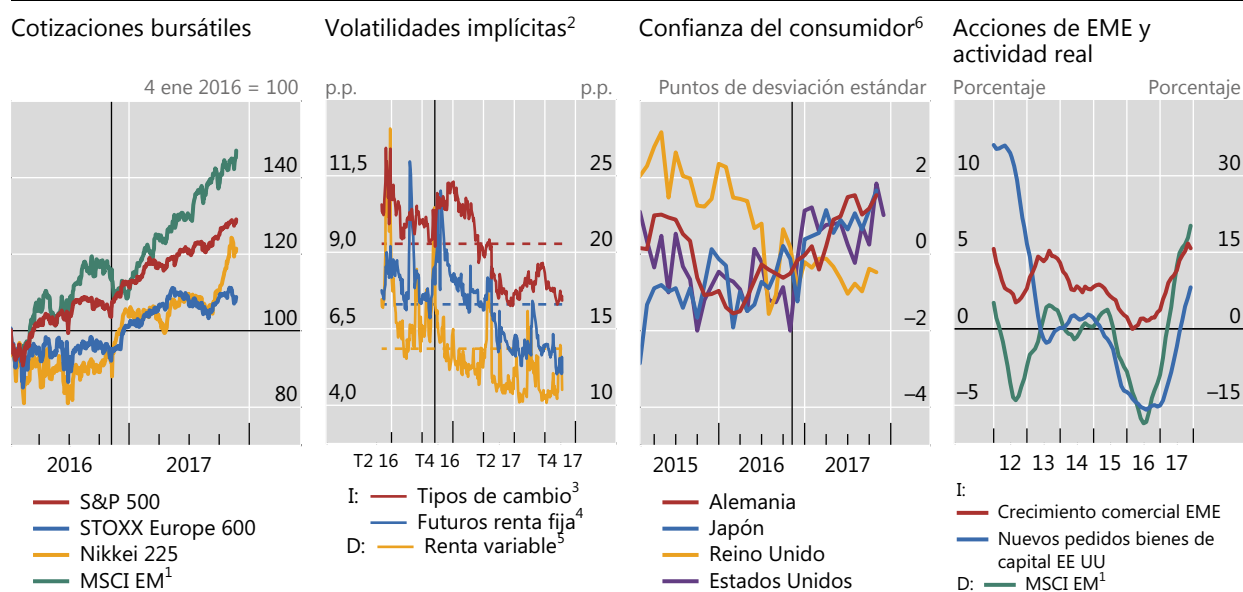
Los mercados, en el punto óptimo

Durante el periodo analizado continuó el fuerte repunte de los mercados bursátiles mundiales que comenzó tras las elecciones presidenciales estadounidenses de noviembre de 2016 (Gráfico 1, primer panel). Las bolsas parecieron acelerar aún más a principios de septiembre, después de la reunión del BCE y de algunos comentarios de miembros de la Reserva Federal recibidos como una confirmación de que en fechas posteriores del mes se anunciaría la normalización del balance. Para finales de noviembre, el índice S&P 500 había subido casi un 14% con respecto a su nivel de principios de año, y más del 5% desde principios de septiembre. Tras retroceder con fuerza a raíz del resultado de las elecciones estadounidenses, la renta variable de EME superó claramente la rentabilidad de las acciones de EA, disparándose casi un 30% en el transcurso del año, y más del 4% en el periodo analizado. La renta variable japonesa protagonizó un ascenso próximo al 15% desde principios de septiembre, mientras que la europea fue la que registró la evolución más moderada, con una subida de casi el 7% en lo que va de año, concentrada fundamentalmente en el cuarto trimestre.

Este exuberante estado de ánimo coincidió con nuevos descensos de la volatilidad implícita de la renta variable, la renta fija y los tipos de cambio (Gráfico 1, segundo panel). Las volatilidades implícitas de los mercados de renta fija y variable en Estados Unidos, la zona del euro, Japón y el Reino Unido se han mantenido durante todo el año significativamente por debajo de los promedios desde la Gran Crisis Financiera (GCF). De hecho, han igualado los mínimos históricos que se alcanzaron brevemente a mediados de 2014 y en el preludio de la crisis a mediados de 2007. La volatilidad implícita en los mercados cambiarios también es exigua y se acerca a sus mínimos del verano de 2014. Las elecciones presidenciales estadounidenses de 2016 parecen haber sido el punto de inflexión para todas estas series.

Esta extraordinaria evolución ha vuelto a fundamentarse en la solidez de los datos económicos. La confianza de los consumidores alcanzó nuevos máximos en Alemania, Japón y Estados Unidos y se estabilizó en el Reino Unido (Gráfico 1, tercer panel). El crecimiento siguió igualando o superando las expectativas tanto en EA como en EME y se caracterizó por su amplia base. Se publicaron excelentes cifras de consumo y el gasto en inversión se recuperó. En las EME, la reactivación del comercio contribuyó al repunte de los mercados bursátiles que venía produciéndose desde mediados de 2016 (cuarto panel). Los mercados laborales continuaron fortaleciéndose en las EA, favorecidos por la expansión sostenida tanto de las manufacturas como de los servicios (Gráfico 2, panel izquierdo). La actividad manufacturera también fue sólida en las EME, aunque no tan boyante.

A pesar del fortalecimiento de la actividad, las presiones inflacionistas permanecieron notablemente contenidas en la mayoría de las EA. La inflación



La línea vertical indica el 8 de noviembre de 2016 (elecciones presidenciales en Estados Unidos).

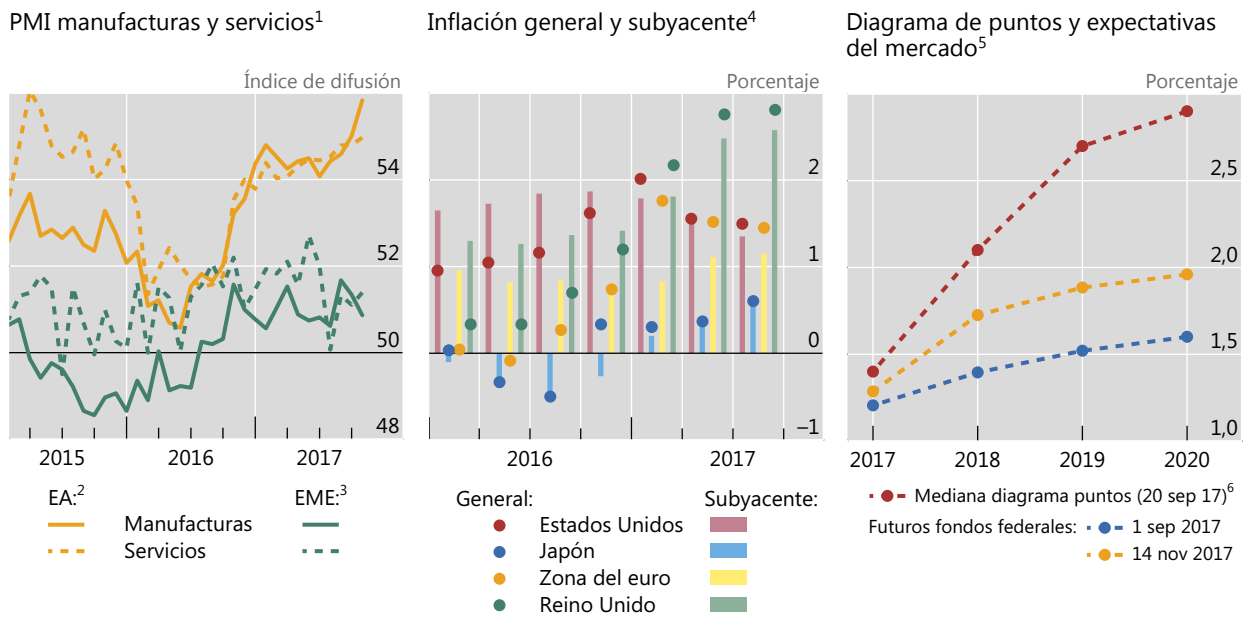
¹ Índice MSCI Emerging Markets, en dólares estadounidenses. ² Para cada serie de volatilidad implícita, las líneas discontinuas representan medias simples del periodo entre 2010 y la actualidad. ³ Índice JPMorgan VXY Global, un índice ponderado por el volumen de contratación de la volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* a tres meses sobre 23 pares de tipos de cambio frente al dólar estadounidense. ⁴ Volatilidad implícita (VI) de las opciones *at-the-money* sobre contratos de futuros sobre bonos a largo plazo de, GB, JP y US; media ponderada por el PIB y los tipos de cambio PPA. ⁵ Volatilidad implícita de los índices S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 y Nikkei 225; media ponderada basada en la capitalización de mercado. ⁶ Datos normalizados, medidos como la diferencia entre el indicador y su promedio histórico (desde enero de 2016).

Fuentes: Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

continuó creciendo por encima del objetivo en el Reino Unido tras la gran depreciación de la libra del año pasado, y se recuperó ligeramente en Japón, donde permanece no obstante bastante por debajo del objetivo (Gráfico 2, panel central). La inflación subyacente siguió débil en la zona del euro, pese a que la general se acercó al objetivo. En Estados Unidos, la variación del gasto de consumo personal general permaneció cerca del 2%, aunque la cifra subyacente fue perdiendo fuerza conforme avanzaba el año.

En este contexto, la Reserva Federal decidió en su reunión de septiembre comenzar a aplicar a partir de octubre el plan de normalización del balance que había anunciado en junio. A raíz de esa decisión, los mercados de futuros apuntaron casi con certeza a una nueva subida de la tasa de interés oficial para el mes de diciembre. Al mismo tiempo, parecía que los inversores seguían siendo escépticos sobre la disposición de la Reserva Federal a subir la tasa de interés oficial al ritmo que se desprendía de la mediana de las previsiones de los miembros del FOMC que conforman el llamado «diagrama de puntos». Con todo, la brecha entre estas previsiones y las expectativas del mercado se estrechó (Gráfico 2, panel derecho).

El comienzo de la normalización del balance, unido a la consolidación de las expectativas de rebajas del impuesto de sociedades estadounidense, pareció detener un año de caídas del dólar estadounidense. La moneda se apreció casi un 2% en términos ponderados comercialmente entre principios de septiembre y finales de noviembre (Gráfico 3, panel izquierdo). Los avances del dólar fueron más sostenidos



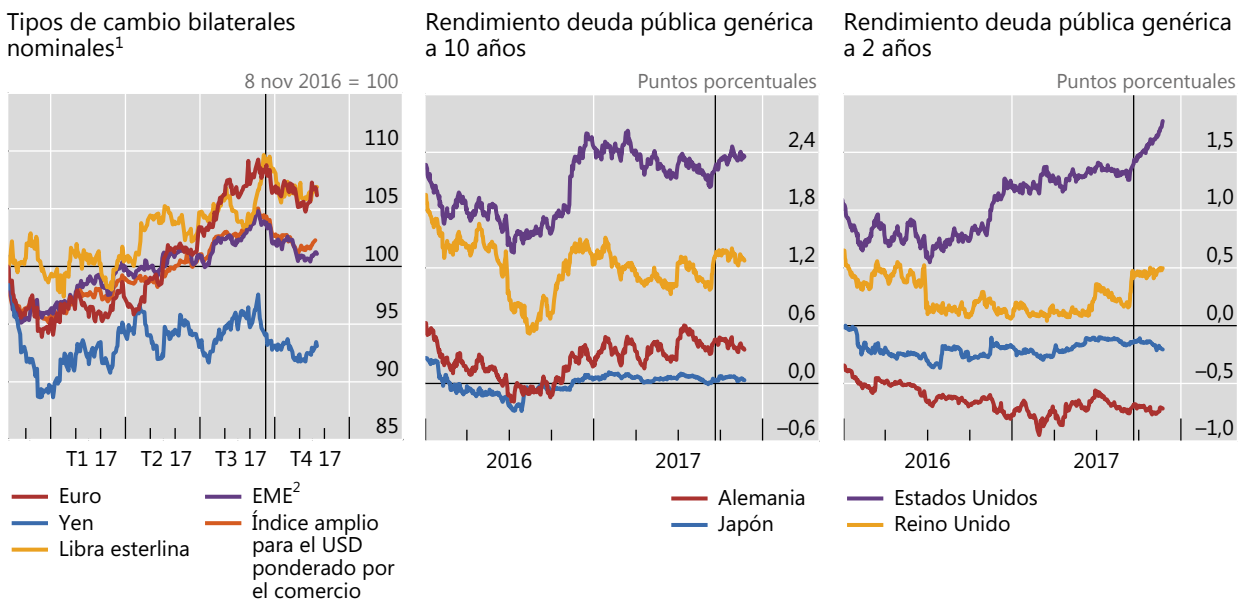
¹ Índices de directores de compras. Un valor de 50 indica que el número de sociedades que declaran una expansión del negocio es igual al de sociedades que declaran una contracción; un valor superior a 50 indica una expansión de la actividad económica. Media ponderada por el PIB y los tipos de cambio PPA de las economías citadas. ² EA, GB, JP y US. ³ AR, BR, CL, CN, CZ, HK, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PL, RU, SG, TH, TR y ZA. ⁴ Basada en índices de precios de consumo; para Estados Unidos, basada en el gasto de consumo personal. ⁵ Para las expectativas del mercado, tasa implícita en los futuros a 30 días sobre los fondos federales; para 2017, contrato de diciembre de 2017; para 2018, contrato de diciembre de 2018; para 2019, contrato de diciembre de 2019; para 2020, contrato de agosto de 2020. ⁶ Proyecciones económicas de los miembros del Consejo de la Reserva Federal de EE UU y los presidentes de Bancos de la Reserva Federal estadounidense.

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

frente a las monedas de EME, mientras que el resto de las principales divisas experimentaron un ligero repunte a finales del periodo.

Las decisiones posteriores de otros bancos centrales reforzaron la buena marcha del dólar. En octubre, el BCE prorrogó el APP hasta septiembre de 2018 y reiteró su previsión de que las tasas de interés oficiales se mantendrán sin cambios hasta mucho después de que terminen las compras de activos. Su Consejo de Gobierno anunció también una reducción del ritmo mensual de compras de activos, de 60 000 millones de euros a 30 000 millones, que será efectiva a partir de enero. En cambio, se abstuvo de fijar una fecha para la conclusión del programa y se reservó la opción de incrementar su tamaño o su duración si las condiciones macroeconómicas se deterioran. Por último, recalcó que las reinversiones continuarán durante un periodo prolongado una vez finalizadas las compras netas. Los mercados recibieron estas decisiones como una señal de la intención del BCE de mantener una orientación acomodaticia en su política monetaria. Como se esperaba, el 2 de noviembre el Banco de Inglaterra subió 25 puntos básicos su tasa de interés oficial, que quedó en el 0,50%. Los analistas del mercado consideraron la medida una señal de pasividad, ya que el banco central revisó a la baja sus perspectivas económicas.

En general, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los principales países cotizaron sin grandes cambios durante el trimestre analizado (Gráfico 3, panel central). El rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años cobró impulso a principios de septiembre, cuando el comienzo de la normalización del balance pareció seguro, pero perdió parte de ese ímpetu conforme avanzaba el trimestre. La reacción fue más acusada en los vencimientos más cortos: el rendimiento del bono



La línea vertical indica el 20 de septiembre de 2017 (cuando la Reserva Federal confirmó que la normalización del balance comenzaría en octubre).

¹ Una subida indica una depreciación del dólar de EE UU. ² Media simple de AE, AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HK, HU, IN, ID, IL, KR, MX, MY, PE, PH, PL, SA, SG, RU, TH, TR y ZA.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de St. Louis; Bloomberg, Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

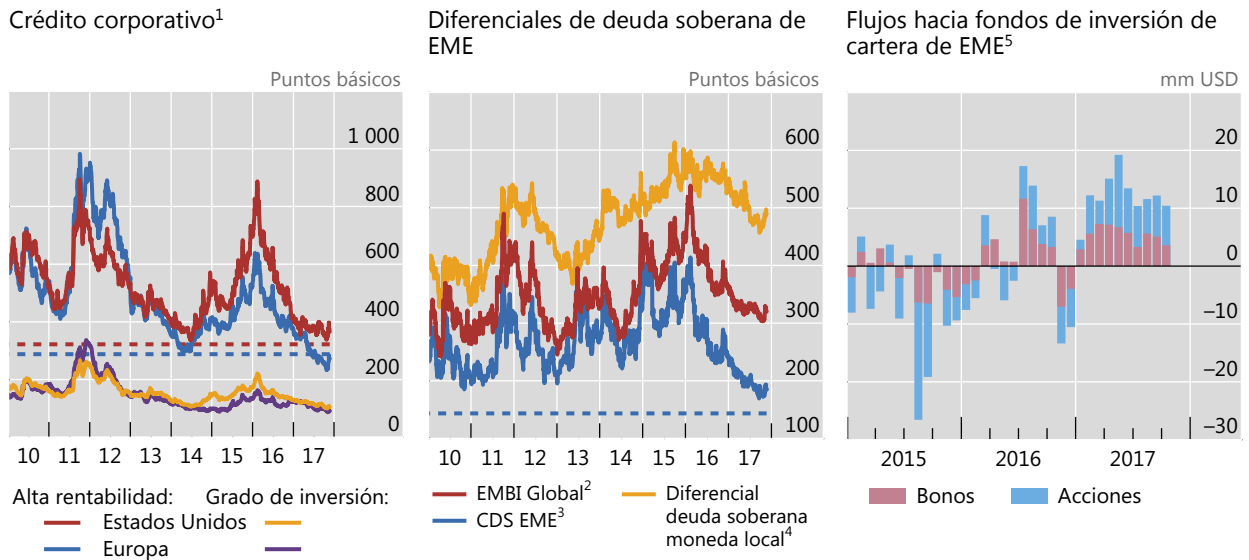
del Tesoro a 2 años subió unos 50 puntos básicos desde primeros de septiembre (panel derecho). En la zona del euro y en Japón, los rendimientos en ambos extremos de la estructura de plazos apenas se movieron, recalcando la estabilidad general de las expectativas sobre la política monetaria. Los únicos rendimientos que subieron considerablemente a finales de septiembre fueron los de la deuda pública británica, aunque los diferenciales entre plazos apenas cambiaron, al evolucionar al unísono los rendimientos a corto y a largo plazo.

Los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa siguieron estrechándose, lo que reforzó el mensaje alcista de los mercados de renta variable. En el caso de la deuda corporativa europea de alta rentabilidad, los diferenciales ampliaron la diferencia negativa con respecto a los diferenciales estadounidenses comparables, favorecidos por el nerviosismo que afectó a mediados de noviembre al segmento en Estados Unidos. Antes de ese momento, el mercado estadounidense de alta rentabilidad había flirteado con diferenciales poco por encima de 300, un mínimo que solo se cruzó en la antesala de la crisis del fondo Long-Term Capital Management en 1998 y de nuevo, casi 10 años después, justo antes del estallido de la GCF. En la otra orilla del Atlántico, los diferenciales de la alta rentabilidad europea solo habían sido más bajos puntualmente en el periodo previo a 2007 (Gráfico 4, panel izquierdo). La compresión de los diferenciales en el segmento de deuda con grado de inversión fue menos pronunciada pero igualmente constante.

Los diferenciales soberanos de EME (Gráfico 4, panel central) también continuaron estrechándose hasta que les asaltaron los mismos temores que afectaron al sector de alta rentabilidad estadounidense a finales del periodo. No obstante, los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de la deuda soberana se situaron en su nivel más bajo desde que concluyó la GCF. A la resiliencia de los

Continúa la caída de los diferenciales en los mercados crediticios de alta rentabilidad y deuda soberana de EME

Gráfico 4



Las líneas discontinuas representan medias simples durante el periodo junio 2005–junio 2007.

¹ Diferenciales de rendimiento, ajustados de opciones, sobre la deuda pública. Para Europa, deuda corporativa denominada en euros emitida en mercados nacionales del euro y en mercados de eurobonos. ² Índice JPMorgan EMBI Global, diferencial neto de garantías. ³ Índice Emerging Market CDX.EM, diferencial medio de los contratos CDS a cinco años más recientes. ⁴ Índices JPMorgan GBI EM; diferencial sobre títulos del Tesoro de EE UU a siete años. ⁵ Sumas mensuales de datos semanales de las principales EME hasta el 30 de octubre de 2017. Los datos incluyen flujos netos de inversión de cartera (ajustados de variaciones de los tipos de cambio) hacia fondos especializados en EME concretas y hacia fondos de EME desagregados por país o región.

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

diferenciales soberanos y la buena marcha de los mercados de renta variable han contribuido durante todo 2017 las entradas sostenidas de capitales (panel derecho).

Paradójicamente, las condiciones financieras mundiales se han relajado en términos generales a pesar del endurecimiento sostenido, aunque cauteloso, de la Reserva Federal. Los diferenciales entre plazos se han aplanado en Estados Unidos, mientras que otros mercados de activos en Estados Unidos y en el resto del mundo han mantenido su pujanza. En la siguiente sección analizamos los posibles motivos de esta evolución.

Un endurecimiento esquivo

Las condiciones financieras se han relajado visiblemente en los mercados estadounidenses durante los últimos 12 meses, a pesar de la retirada gradual de la acomodación monetaria por parte de la Reserva Federal. Después de que el banco central estadounidense subiera la tasa de interés de los fondos federales en diciembre de 2015 por primera vez en casi un decenio, el FOMC ha dado varios pasos más en esa dirección. Desde diciembre pasado, ha vuelto a subir el intervalo objetivo en tres ocasiones, un total de 75 puntos básicos. Finalmente, en octubre puso en marcha el proceso para reducir su balance, que actualmente asciende a 4,5 billones de dólares, un movimiento para el que llevaba preparando a los mercados financieros como mínimo desde su reunión de marzo.

Sin embargo, los inversores prácticamente no se inmutaron. Los rendimientos del Tesoro estadounidense a 2 años sí han avanzado más de 60 puntos básicos desde diciembre de 2016, pero el rendimiento del título del Tesoro a 10 años ha cotizado lateralmente (Gráfico 5, primer panel)¹. Además, el índice S&P 500 se ha disparado más de un 18% desde diciembre pasado, y los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa han llegado incluso a bajar, en algunos casos notablemente. En conjunto, el índice de condiciones financieras nacionales de la Reserva Federal de Chicago (NFCI) describió una trayectoria descendente hasta alcanzar su mínimo de 24 años, en consonancia con otros indicadores de las condiciones financieras.

En muchos aspectos, el actual ciclo de endurecimiento de la política monetaria recuerda, hasta la fecha, al de mediados de la década de 2000. Durante el primer año de aquel ciclo, los mercados bursátiles subieron, mientras que los rendimientos de los valores del Tesoro a largo plazo y los diferenciales de rendimiento bajaron ante medidas ligeramente más contundentes de la Reserva Federal (Gráfico 5, segundo panel). Con todo, en aquella ocasión el NFCI sí registró cierto endurecimiento. El entonces presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, tildó de «enigma» la caída de los rendimientos a largo plazo.

La experiencia de estos dos episodios contrasta ostensiblemente con la de ciclos de endurecimiento anteriores. En 1994, por ejemplo, las medidas de la Reserva Federal desencadenaron un acusado ascenso de los rendimientos a largo plazo, pérdidas moderadas en las plazas bursátiles, una ampliación de los diferenciales de rendimiento y la consiguiente subida del NFCI, todos ellos coherentes con un endurecimiento significativo de las condiciones financieras (Gráfico 5, tercer panel).

La respuesta actual de los mercados de EME también se ha asemejado más a la del episodio de mediados de la década de 2000 que a la de 1994. Esta vez, las condiciones financieras han permanecido estables en las EME después de que la Reserva Federal comenzara a retirar su acomodación. A partir de diciembre de 2016, los diferenciales soberanos de las EME (medidos en este caso por el índice EMBI) se estrecharon y las monedas de estas economías registraron en general una apreciación moderada frente al dólar estadounidense (Gráfico 5, cuarto panel). Durante el primer año del ciclo de endurecimiento de mediados de 2000 también se observaron patrones similares (quinto panel). En 1994, en cambio, el diferencial medido por el EMBI se amplió casi 800 puntos básicos y se produjo una desmedida depreciación de las monedas de EME (sexto panel).

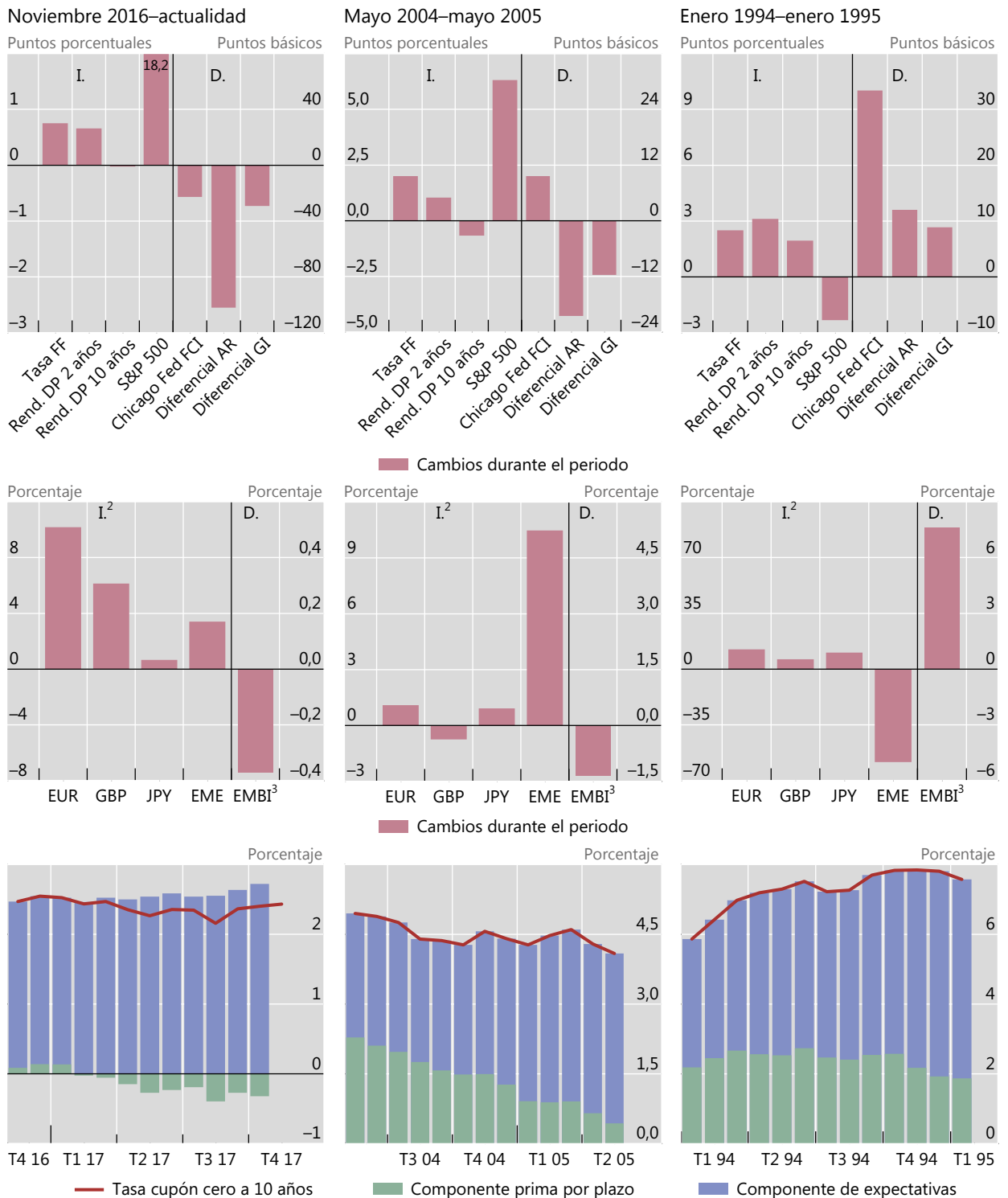
En los tres casos, el dólar se depreció frente a las principales monedas de EA, reflejando la evolución en Estados Unidos en comparación con la de otras EA. En el episodio más reciente, su retroceso se ha prolongado durante la mayor parte de 2017 al mejorar las perspectivas económicas en otras regiones (sobre todo en la zona del euro), para luego recuperar parte de las pérdidas durante las últimas semanas.

La evolución de la prima por plazo subyace a las diferencias en los comportamientos de los mercados durante episodios de endurecimiento. Una descomposición de los rendimientos del Tesoro estadounidense a 10 años en un componente de expectativas sobre las tasas de interés futuras y una prima por plazo

¹ De hecho, a partir de la subida de las tasas aprobada por la Reserva Federal en diciembre y durante buena parte de 2017, el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense a 10 años se había ido alejando lentamente del nivel que alcanzó después de las elecciones en Estados Unidos, en parte como consecuencia del desvanecimiento de las expectativas de estímulos fiscales. La reacción ante el comienzo previsto de la contracción del balance invirtió en cierto modo ese descenso.

Los desplazamientos del mercado tras las últimas medidas de la Fed recuerdan al «enigma» de 2004–05¹

Gráfico 5



¹ Todas las fechas mensuales se refieren al final del periodo; «actualidad» se refiere al 21 de noviembre de 2017. ² Un valor positivo indica una depreciación del dólar de EE UU. ³ Para los paneles cuarto y quinto, JP Morgan EMBI Plus; para el sexto panel, JPMorgan EMBI.

Fuentes: T. Adrian, R. Crump y E. Moench, «Pricing the term structure with linear regressions», *Journal of Financial Economics*, octubre de 2013, pp. 110–38; www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term_premia.html; Barclays; Bloomberg; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

parece apuntar a la caída de las primas por plazo como la causa del descenso de las tasas a largo plazo tanto en el episodio actual como en el «enigmático» episodio de mediados de la década de 2000. En ambos casos, el descenso de las primas por plazo estimadas contrarrestó con creces la revisión al alza de las expectativas sobre la senda futura de las tasas de interés a corto plazo (Gráfico 5, paneles séptimo y octavo). En cambio, en 1994 la prima por plazo subió muy rápidamente en un primer momento, antes de estabilizarse y descender gradualmente en fechas posteriores del año. No obstante, predominó el componente de expectativas de subidas de las tasas de interés (noveno panel). El reciente descenso de las primas por plazo resulta aún más desconcertante ahora que en 2005, ya que el proceso de normalización del balance actualmente en curso tiene el objetivo específico de descomprimir las primas por plazo tras la contracción causada por las compras de activos a gran escala.

La diferencia entre los dos últimos episodios y el de 1994 refleja la adopción de estrategias de endurecimiento cada vez más graduales y predecibles por parte de la Reserva Federal. En 1994, las medidas de la Reserva Federal fueron bruscas y no se comunicaron tan exhaustivamente a los mercados, mientras que el actual ciclo de endurecimiento se ha caracterizado por su gradualidad y previsibilidad en lo que respecta tanto a la tasa de interés oficial como al ajuste del balance.

Desde diciembre de 2016, los participantes en los mercados han esperado en promedio subidas de 40 puntos básicos de las tasas de interés a lo largo de los 12 meses siguientes (Gráfico 6, barras amarillas del panel izquierdo). El ciclo de subidas de mediados de la década de 2000 también se caracterizó por expectativas de subidas de tasas graduales, pero el endurecimiento de 1994 fue bastante agresivo. En promedio, el mercado esperaba que la Reserva Federal subiera las tasas de interés a un ritmo de 100 puntos básicos al año a partir de 2004 y de 160 puntos básicos en 1994.

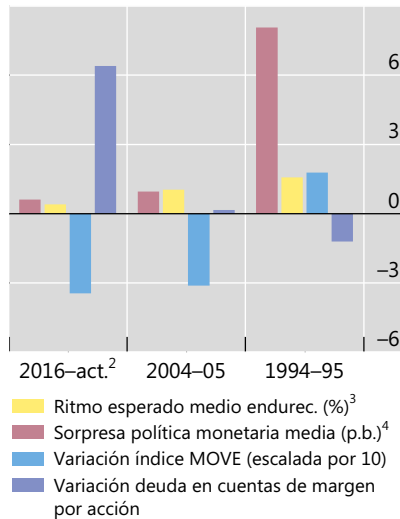
La gradualidad es también la característica definitoria del programa anunciado en junio de este año para la normalización del balance. Se prevé reducir la cartera de títulos del Tesoro de la Reserva Federal en menos de 18 000 millones de dólares al mes en promedio hasta el final de 2018. Por lo tanto, previsiblemente el ritmo de reducción de las posiciones será notablemente más lento que el ritmo de las compras netas de títulos del Tesoro durante los programas de compra de activos a gran escala, que osciló entre los 45 000 millones y los 75 000 millones de dólares mensuales (Gráfico 7, panel izquierdo). Los inversores también esperaban que el consiguiente incremento de la duración proporcionada al sector privado fuera modesto, al menos en un primer momento. Algunos participantes en el mercado han estimado que los instrumentos emitidos por el Tesoro para compensar la reducción de inversiones de la Reserva Federal tendrán vencimientos más cortos que los que el programa de compras de activos a gran escala sacó del mercado (panel central)². Además, existe un creciente consenso en los mercados sobre el objetivo último de la Reserva Federal en cuanto al tamaño de su balance, que se espera sea mucho mayor que antes de la GCF. Por ejemplo, los intermediarios en el mercado primario encuestados en junio por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York preveían un tamaño del balance

² El reciente anuncio del Tesoro de que mantendrá el tamaño de sus subastas de bonos y pagará hasta el final del primer trimestre de 2018 pareció confirmar esas expectativas. Para compensar la pérdida de financiación que supondrá la reducción de las reinversiones por parte de la Reserva Federal, el Tesoro modificaría los volúmenes subastados de sus letras del Tesoro o *cash management bills*, con vencimientos máximos de un año.

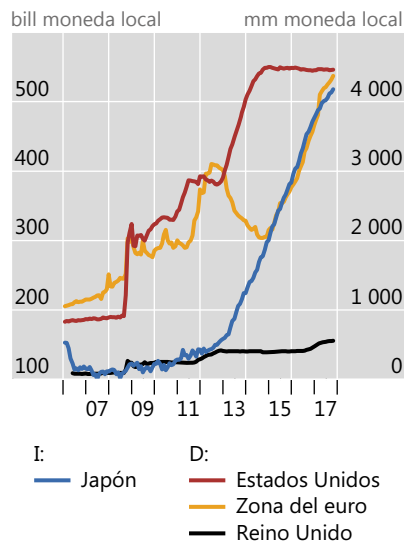
Reacción del mercado forjada por gradualidad, previsibilidad y divergencia de políticas

Gráfico 6

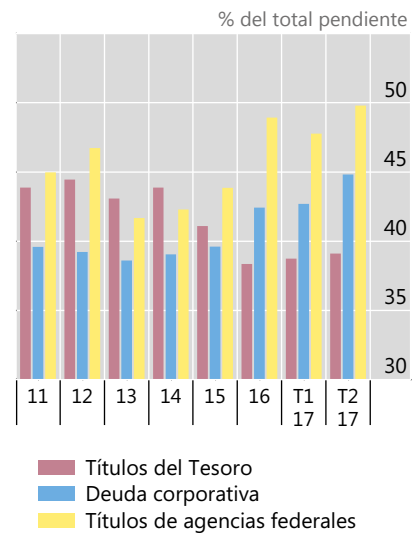
Cambios de expectativas¹



Activos totales de bancos centrales



Posiciones extranjeras en valores estadounidenses a largo plazo



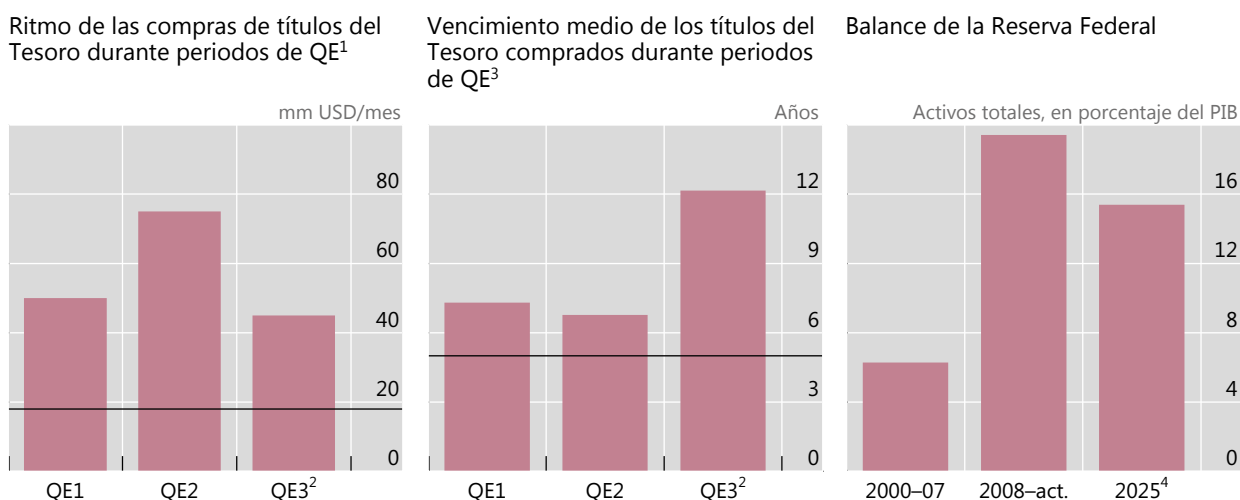
¹ Los periodos son noviembre 2016–actualidad, mayo 2004–mayo 2005 y enero 1994–enero 1995, respectivamente. ² Noviembre de 2017; para la deuda en cuentas de margen por acción, septiembre de 2017. ³ Basado en futuros sobre eurodólares. ⁴ Valor medio absoluto de la variación de la tasa de *swaps* sobre índices a un día (OIS) en las fechas de las reuniones; basado en la tasa OIS a un mes. Para 1994–95, tasa Libor a un mes con ajustes cuando la tasa OIS no está disponible.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de Filadelfia; Departamento del Tesoro de EE UU; Bloomberg, Datastream; SIFMA; datos nacionales; cálculos del BPI.

próximo al 15% del PIB a partir de 2025, frente al 6% de antes de la crisis (panel derecho)³.

Las decisiones de política monetaria del actual ciclo no solo se han percibido como graduales, sino que además se han comunicado con suficiente antelación. Las decisiones sobre las tasas de interés en sí han transmitido muy poca o ninguna información adicional a los mercados. La sorpresa, medida por el valor absoluto de la variación diaria de las tasas de interés a corto plazo en los días en los que se tomaron tales decisiones, ha sido inferior a 1 punto básico en promedio (Gráfico 6, barras rojas del panel izquierdo). Como cabía esperar en vista de ese indicador, la incertidumbre sobre las tasas de interés futuras, que mide el índice MOVE, se ha mantenido en niveles muy bajos y de hecho se ha reducido durante el proceso de endurecimiento (barras azules en el panel izquierdo). La política relativa al balance también se ha comunicado meticulosa y extensivamente. Por ejemplo, antes de que la Reserva Federal anunciara el comienzo efectivo del proceso de normalización en la reunión de septiembre de 2017 del FOMC, el 87% de los intermediarios en el mercado primario que respondieron a la encuesta de septiembre de la Reserva Federal de Nueva York preveían ya ese anuncio.

³ El tamaño previsto está condicionado a que no se vuelva a alcanzar el límite inferior cero (ZLB) de las tasas de interés en ningún momento entre el actual y finales de 2025. Habida cuenta de las posibilidades nada despreciables de volver al ZLB según la percepción de los intermediarios en el mercado primario, el tamaño previsto no condicionado será probablemente aún mayor.



¹ La línea horizontal indica 18 000 m USD/mes, el importe medio máximo de reducción de las posiciones en títulos del Tesoro entre octubre de 2017 y diciembre de 2018. La reducción real será probablemente menor. ² Antes del repliegue. ³ La línea horizontal indica cinco años, el vencimiento medio de las emisiones adicionales de títulos del Tesoro estimadas por algunos participantes en el mercado. ⁴ Proyección basada en las respuestas a la encuesta *Survey of Primary Dealers* del Banco de la Reserva Federal de Nueva York en junio de 2017.

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

En 2004, las subidas de las tasas de interés fueron igualmente previsibles, pero en 1994 la Reserva Federal sorprendió totalmente a los mercados. En el episodio de 2004, las tasas de interés a corto plazo experimentaron cambios próximos a 1 punto básico en promedio en las fechas en que la Reserva Federal subió la tasa de interés oficial. El descenso del índice MOVE fue acorde con esa evolución. En cambio, cuando la Reserva Federal endureció su política monetaria en 1994, las tasas de interés a corto plazo se desplazaron más de 8 puntos básicos en las fechas de las decisiones y la subida del índice MOVE fue mayor.

La gradualidad y la previsibilidad pueden haber contribuido a la relajación de las condiciones financieras. En ausencia de presiones inflacionistas inminentes, como las que existían en 1994, el planteamiento gradual aplicado por la Reserva Federal en los dos últimos episodios puede haber reforzado la creencia de los inversores de que el banco central no se arriesgaría a frenar el crecimiento y dañar las valoraciones. Es posible que esto haya comprimido las primas de riesgo al reducir los riesgos a la baja percibidos. Además, diversos estudios han investigado las distintas formas en que la actuación previsible de los bancos centrales puede fomentar el apalancamiento y la toma de riesgos al suprimir la incertidumbre sobre el futuro⁴. Efectivamente, mientras que los inversores recortaron la deuda en cuentas de margen en 1994 y no lo modificaron en 2004, este volumen ha crecido de forma considerable en el episodio actual (Gráfico 6, barras moradas en el panel izquierdo).

La orientación relativamente acomodaticia de otros bancos centrales importantes también puede haber propiciado la mejora de las condiciones financieras en el ciclo actual. Los balances de los bancos centrales han continuado

⁴ Véanse C. Borio y H. Zhu, «Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism», *Journal of Financial Stability*, vol. 8, issue 4, diciembre de 2012, p. 236-51 y V. Bruno y H. S. Shin, «Cross-border banking and global liquidity», *Review of Economic Studies*, vol. 82, abril de 2015, pp. 535-64.

expandiéndose, mientras los rendimientos y las primas por plazo han permanecido en niveles bajos en la mayoría de las EA principales (Gráfico 6, panel central). Como consecuencia, y a pesar de las medidas de endurecimiento monetario adoptadas por la Reserva Federal, la búsqueda de rentabilidad en todo el mundo ha favorecido unos elevados precios de los activos en Estados Unidos. Por ejemplo, el aumento del porcentaje de títulos estadounidenses a largo plazo en manos de extranjeros, sobre todo deuda corporativa y títulos de agencias federales, se aceleró en el segundo trimestre de 2017, tras una breve pausa en el primero (panel derecho).

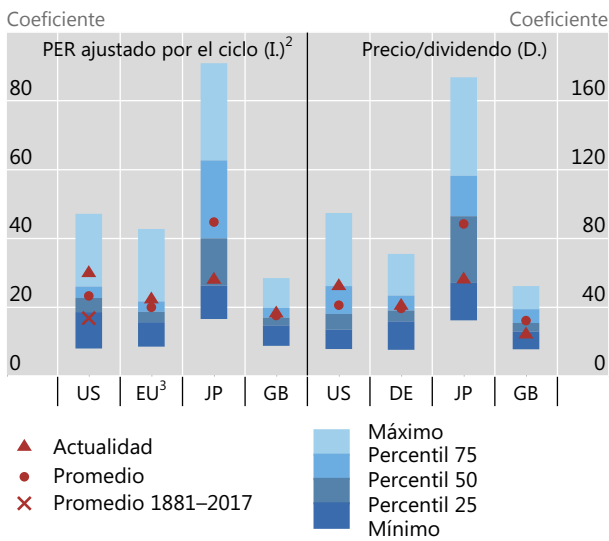
Valoraciones elevadas: ¿complacencia de los mercados?

Los incipientes avances hacia la normalización de la política monetaria han reactivado antiguos temores sobre las valoraciones de los activos. La atención de los analistas se ha ido centrando en el grado de inflación de precios de los activos que las políticas monetarias no convencionales pueden haber insuflado a las distintas clases de activos. Las cotizaciones bursátiles han sido objeto de un escrutinio especialmente intenso. Como ilustraron las ventas generalizadas de mediados de noviembre, los diferenciales de la deuda corporativa de alta rentabilidad y de los bonos soberanos de EME también se han mostrado más vulnerables a oscilaciones bruscas del sentir de los mercados. En el origen de esta incertidumbre están las dudas sobre cómo puede afectar la compresión de las primas por plazo en los mercados centrales de deuda soberana a las valoraciones de otros activos. También es considerable la incertidumbre sobre los niveles que alcanzarán esos rendimientos una vez normalizadas las políticas monetarias de las jurisdicciones centrales.

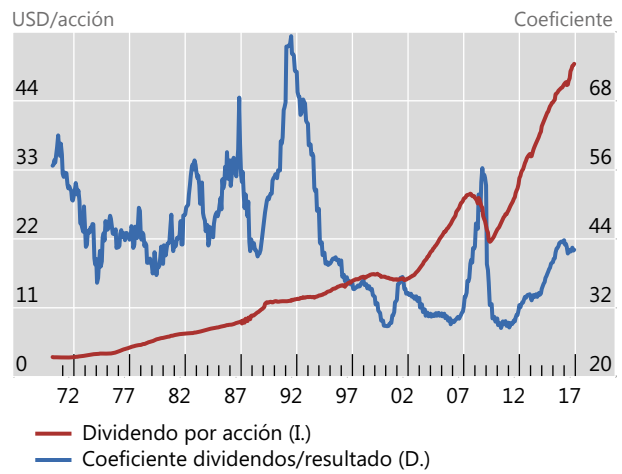
Algunos mercados bursátiles sí parecen inmersos en una burbuja si nos atenemos a los criterios de valoración tradicionales, que adoptan una perspectiva a largo plazo. Por encima de 30 en los últimos tiempos, la relación precio/beneficios ajustada por el ciclo (CAPE) del mercado de valores estadounidense supera casi en un 25% su promedio desde 1982, lo que la enmarca claramente en el cuartil más alto de la distribución (Gráfico 8, panel superior izquierdo). Es cierto que sigue lejos del extraordinario máximo de 45 que alcanzó durante la burbuja de las empresas «punto.com» de finales de la década de 1990. Sin embargo, prácticamente dobla el promedio a largo plazo calculado para el periodo 1881–2017. Aunque las series disponibles para la renta variable europea y británica no se remontan tan atrás en el tiempo, sus coeficientes CAPE se sitúan en su promedio desde 1982. Por su parte, el CAPE de las acciones japonesas es menos de la mitad de su promedio a largo plazo. Los coeficientes precio/dividendos transmiten un mensaje muy parecido.

Al mismo tiempo, los dividendos por acción de la renta variable estadounidense llevan creciendo a un ritmo mucho mayor desde la GCF, lo que suscita dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo (Gráfico 8, línea roja del panel superior derecho). El motivo de esos recelos es que el mayor ritmo de crecimiento se ha debido en parte a un cambio significativo en la política de dividendos de las empresas. El porcentaje del resultado neto distribuido como dividendos ha aumentado más de un 50% durante los últimos cinco años (línea azul del panel superior derecho). El porcentaje de reparto de dividendos sobre resultados ha vuelto a los niveles relativamente altos de los años 1970, por lo que es posible que se esté acercando a un techo. La elevada cifra de dividendos por acción se ha visto favorecida también por las recompras de acciones. Excepto por un breve interludio en 2008–09, las recompras de acciones han sido muy voluminosas desde principios de siglo (panel inferior izquierdo). Si las tasas

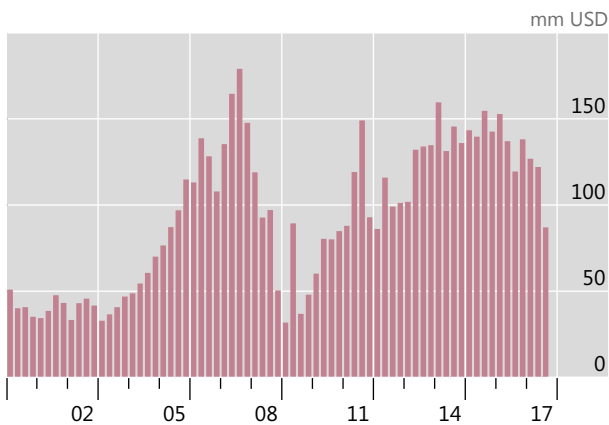
Coefficientes de valoración de las acciones¹



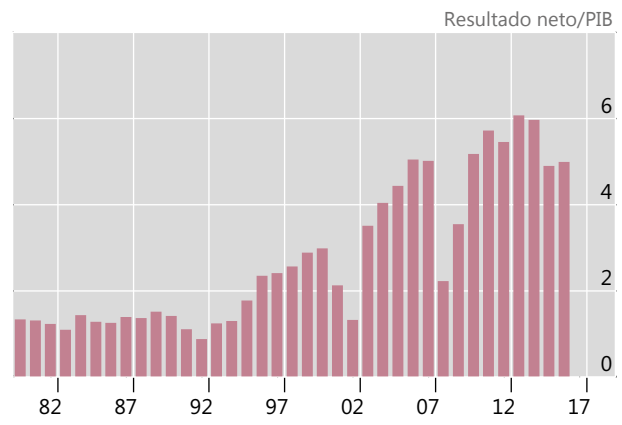
Múltiplos del S&P 500



Recompras de acciones del S&P 500



Beneficios de sociedades cotizadas⁴



¹ Para la relación precio/beneficios ajustada por el ciclo (CAPE), 1982–2017. Para la relación precio/dividendo: para US, diciembre 1970–actualidad; para DE, mayo 1997–actualidad; para JP, mayo 1993–actualidad; para GB, mayo 1993–actualidad. ² 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. ³ Economías europeas avanzadas incluidas en el índice MSCI Europe. ⁴ Resultados netos de sociedades cotizadas; basados en el índice de renta variable estadounidense de Datastream.

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

de interés empiezan a subir, las empresas pueden tener un incentivo para reorientar su estructura de capital hacia la renta variable, o al menos para dejar de recomprar acciones, lo que podría generar nuevas dudas sobre las cotizaciones bursátiles.

Además, el potencial alcista del crecimiento de los dividendos puede ser limitado. Los resultados de las sociedades cotizadas han crecido a gran velocidad, de hecho, mucho más rápido que el PIB estadounidense, desde mediados de la década de 1990: la relación entre los resultados corporativos y el PIB pasó de un promedio del 1,5% en los años 1980 al 5,5% a mediados de la década de 2000, y ha fluctuado alrededor de ese nivel desde entonces (Gráfico 8, panel inferior derecho). Si los resultados netos continuaran creciendo a este ritmo más moderado, acompasado con el del PIB nominal, las empresas no podrían seguir expandiendo sus dividendos a los ritmos actuales y mantener al mismo tiempo constantes los coeficientes de reparto de dividendos sobre resultados.

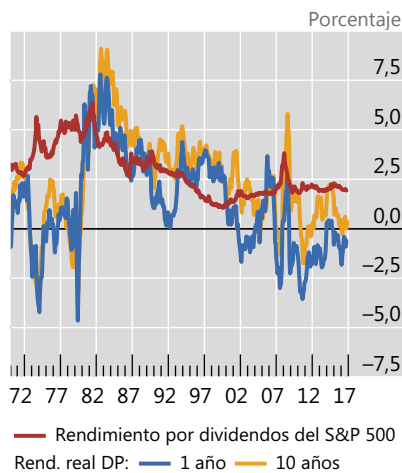
Las valoraciones bursátiles resultan claramente menos excesivas que los rendimientos de la deuda. A lo largo de los últimos 50 años, los rendimientos reales de los títulos del Tesoro a 1 y 10 años se han movido en niveles próximos al rendimiento por dividendos (Gráfico 9, panel izquierdo). Tras haber caído hasta cerca del 1% antes del estallido de la burbuja «punto.com», el rendimiento por dividendos ha aumentado de forma continuada desde entonces, y actualmente fluctúa en torno al 2%. Mientras tanto, desde la GCF los rendimientos reales de los títulos del Tesoro han descendido hasta niveles muy inferiores al rendimiento por dividendos y, de hecho, por lo general han sido negativos. Esta comparación sugeriría que las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos no resultan especialmente caras en comparación con los títulos del Tesoro.

También se aprecian excesos en los mercados de deuda corporativa, incluso en relación con los bonos de deuda soberana de los países centrales. Los diferenciales de rendimiento parecían bastante exiguos, especialmente en el segmento de alta rentabilidad. Si se analizan los últimos 20 años de datos, los diferenciales corporativos del segmento con grado de inversión están por debajo de sus promedios a largo plazo tanto en Estados Unidos como en Europa (Gráfico 9, panel central). En el segmento de alta rentabilidad, los diferenciales europeos prácticamente rozan sus mínimos históricos, mientras que los estadounidenses están a punto de entrar en el cuartil más bajo de la distribución. La brecha entre los diferenciales USD-EUR, de por sí próxima a sus máximos fuera de situaciones de tensión, ha contribuido a la reciente

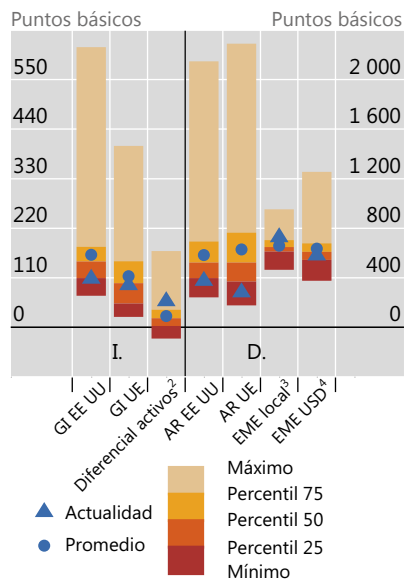
Los inversores son optimistas pese a compresión en los mercados de renta fija

Gráfico 9

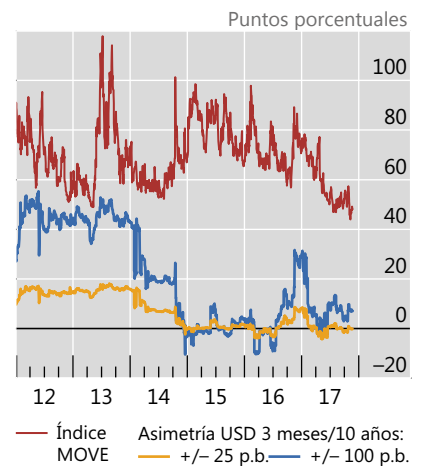
Rendimiento por dividendos y rendimientos reales de los títulos del Tesoro de EE UU



Diferenciales en mercados de crédito y soberanos¹



MOVE y swaption skew



¹ 1998–actualidad; para EME en moneda local y EME en USD, 2002–actualidad. ² Brecha de diferenciales corporativos, EE UU menos zona del euro. ³ Índice JPMorgan GBI-EM, vencimiento a 7–10 años, rendimiento al vencimiento. ⁴ Índice JPMorgan EMBI Global, vencimiento a 7–10 años, rendimiento al vencimiento.

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

expansión de la emisión de deuda denominada en euros por empresas estadounidenses⁵.

En cambio, los mercados de deuda soberana de EME parecen situarse dentro de sus intervalos históricos medios. Los diferenciales tanto en moneda local como en dólares se hallan relativamente próximos a sus promedios históricos, que se remontan a principios de la década de 2000 (Gráfico 9, panel central). De hecho, los diferenciales de la deuda pública denominada en moneda local superan el promedio de los últimos 15 años. La compresión es más evidente en las emisiones denominadas en dólares estadounidenses: los diferenciales del EMBI Global son unos 65 puntos básicos inferiores a la media a largo plazo, enmarcándose en el segundo cuartil más bajo de la distribución. En el pasado, si los diferenciales de la deuda de alto rendimiento estadounidense y los diferenciales de la deuda soberana en dólares de EME eran muy bajos, presagiaban tensiones.

Sin embargo, estas consideraciones no han hecho mella en el optimismo de los inversores en renta fija. El índice MOVE sugiere que se espera una volatilidad muy baja en el mercado de títulos del Tesoro estadounidense, mientras que un *swaption skew* estable para el bono del Tesoro a 10 años trasluce una escasa demanda de cobertura de los riesgos de subida de las tasas de interés, incluso a punto de comenzar la normalización del balance de la Reserva Federal (Gráfico 9, panel derecho). Esto puede dejar a los inversores en una mala posición para afrontar subidas inesperadas de los rendimientos de la deuda.

⁵ Este es uno de los factores que parece subyacer al persistente incumplimiento de la paridad cubierta de tasas de interés. 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.

¿Pueden las entidades de contrapartida central reducir las ineficiencias del mercado de repos?

Iñaki Aldasoro, Torsten Ehlers y Egemen Eren

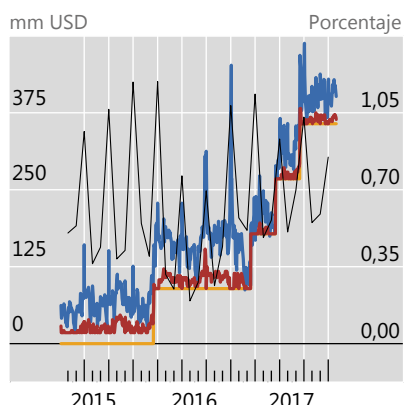
Desde la Gran Crisis Financiera, los mercados de *repos* desempeñan una función cada vez más importante en los mercados monetarios mundiales, habida cuenta de la contracción del endeudamiento no garantizado. Sin embargo, el mercado de *repos* sigue segmentado. En Estados Unidos ha habido un persistente diferencial entre las tasas de interés de la financiación con garantías generales (GCF) y las de los *repos* tripartitos. Los prestamistas últimos sin acceso al mercado tripartito deben hacer frente a costes más elevados. Los fondos del mercado monetario que no pueden acceder a los mercados de entrega contra pago o de financiación con garantías generales para prestar dinero recurren cada vez más al programa de acuerdos con pacto de recompra inversa a un día (ON RRP) de la Reserva Federal, que paga una tasa más baja. Además, la retirada de los intermediarios de los mercados de *repos* al final de cada trimestre provoca bruscos repentes de precios y volúmenes: tanto las tasas de interés de la financiación con garantías generales como la utilización de *repos* por parte de los fondos del mercado monetario en el marco del programa ON RRP se incrementa en las fechas de cierre de trimestre (Gráfico A, panel izquierdo).

En este contexto, un acontecimiento reciente importante ha sido el cambio de las normas de The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) que la Comisión de Valores y Mercados (SEC) aprobó en mayo. Esta modificación permite a la filial de la DTCC, la Fixed Income Clearing Corporation (FICC), ofrecer servicios de compensación en el mercado de *repos* a un conjunto más amplio de inversores institucionales. Gracias a este cambio de la normativa, los

Los *repos* compensados sustituyen a los *repos* a la inversa con la Reserva Federal

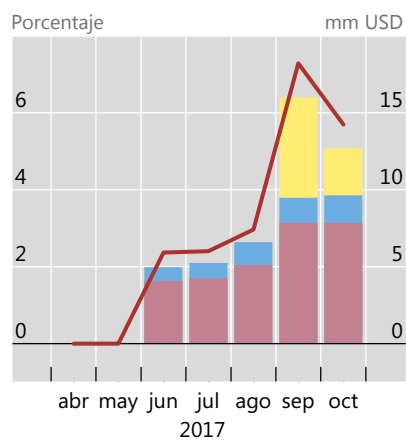
Gráfico A

Evolución reciente de los precios de los *repos*



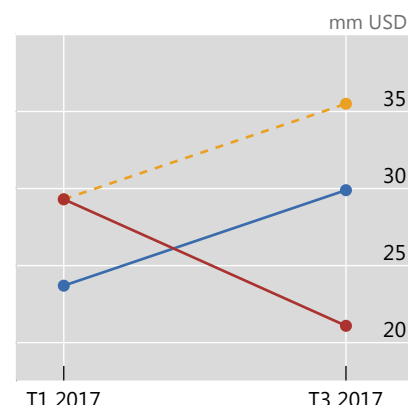
— Total RRP¹ (I) D: — Tripartitos²
— GCF³
— RRP

Aumentan los *repos* compensados de forma centralizada por FMM⁴



I: — Porcentaje CCP⁵
D: — GS⁶ — Federated⁷ — Invesco⁸

Repos a la inversa con la Reserva Federal



● Fondos en CCP⁹
● Fondos no en CCP¹⁰
● Fondos en CCP, estimación contrafáctica¹¹

¹ *Repos* a la inversa. ² Índice Bank of New York Mellon Treasury Tri-Party Repo (Treasury «TRIP»). ³ Índice DTCC GCF Repo Index (Treasury Weighted Average). ⁴ Para las tres principales familias de fondos. Otros volúmenes de *repos* compensados son pequeños. ⁵ Porcentaje de *repos* liquidados a través de una entidad de contrapartida central (CCP). ⁶ Incluye los fondos «Financial Square Government Fund» y «Financial Square Treasury Obligations». ⁷ Incluye los fondos «Federated Government Reserves Fund» y «Federated Capital Reserves Fund». ⁸ Incluye los fondos «Government & Agency Portfolio», «Treasury Portfolio», «Premier U.S. Government Money Portfolio», «INVESCO Money Market Fund» e «INVESCO V.I. Money Market Fund». ⁹ *Repos* a la inversa con la Reserva Federal por parte de fondos que invierten con la FICC (notas al pie 5–7). ¹⁰ *Repos* a la inversa con la Reserva Federal por parte de fondos que pertenecen a las mismas familias de fondos pero que no compensan *repos* con la FICC. ¹¹ Estimación contrafáctica de *repos* a la inversa con la Reserva Federal por parte de fondos que operan con la FICC, calculada como si estos hubieran incrementado sus operaciones con la Reserva Federal de la misma forma que los fondos de las mismas familias que no compensan a través de entidades de contrapartida central.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de San Luis FRED; DTCC; Bank of New York Mellon; Office of Financial Research; cálculos del BPI.

fondos del mercado monetario pueden proporcionar efectivo o valores en el mercado de entrega contra pago a través de un patrocinador de intermediarios.

Algunos fondos del mercado monetario ya han comenzado a compensar repos a través de la FICC. El volumen total de *repos* compensados de forma centralizada ascendía a 13 000 millones de dólares al final de octubre de 2017 (Gráfico A, panel central). Se trata de volúmenes todavía reducidos en comparación con los volúmenes totales del mercado tripartido o incluso con otros fondos de la misma familia, pero han crecido a gran velocidad. Los *repos* con compensación centralizada representan cerca del 6% del volumen total de *repos* de las tres familias de fondos que compensaron este tipo de instrumentos a través de la FICC en octubre de 2017.

La respuesta inicial de los fondos del mercado monetario que compensan *repos* a través de la FICC sugiere que la compensación centralizada podría reducir la segmentación del mercado. Ya se aprecian indicios de convergencia de precios, ya que las operaciones con *repos* que se compensaron de forma centralizada registraron ganancias más de 12 puntos básicos superiores a los del índice de tasas de interés en operaciones tripartitas^①. Además, los fondos que compensaron operaciones a través de la FICC redujeron su utilización del ON RRP al final del trimestre en comparación con el resto de fondos de la misma categoría (Gráfico A, panel derecho). Si estos fondos hubieran optado por incrementar sus acuerdos con pacto de recompra inversa con la Reserva Federal al mismo ritmo que los demás, los acuerdos con pacto de recompra inversa de la Reserva Federal al cierre de septiembre de 2017 habrían sumado unos 35 000 millones de dólares en lugar del volumen actual, mucho más bajo, de 21 000 millones.

① Fuente: formularios N-MFP presentados ante la SEC.