

Nuevos baches en la senda de la normalización

Durante el periodo analizado, que empezó a mediados de septiembre, los mercados financieros experimentaron fuertes oscilaciones, que en última instancia resultaron en una acusada corrección. Los precios de los activos cayeron de forma generalizada, y los rendimientos de la deuda pública estadounidense subieron en octubre para luego ceder todo lo ganado y continuar bajando cuando se generalizaron las ventas masivas de activos de riesgo. La volatilidad y las primas por plazo se dispararon. En diciembre, otra ronda de turbulencias, esta vez acompañada por rendimientos más bajos, sacudió a los mercados. El reajuste de los precios se produjo en un contexto caracterizado por las dispares señales de la actividad económica mundial y por el endurecimiento gradual pero persistente de las condiciones financieras. También reflejó los vaivenes de las constantes tensiones comerciales y la mayor incertidumbre política en la zona del euro. Estos baches actuaron como recordatorio del estrecho camino por el que avanzan los bancos centrales en pos de la normalización de su política monetaria, en un contexto generalmente complicado para las políticas económicas.

Las condiciones financieras se endurecieron ligeramente en Estados Unidos. En octubre, los rendimientos de la deuda pública estadounidense a 10 años se negociaron sistemáticamente por encima del umbral del 3% que había sido su límite máximo durante los últimos 12 meses. Los rendimientos siguieron elevados durante la mayor parte de noviembre, impulsados por los rendimientos reales, pero cayeron por debajo del 3% a principios de diciembre. Las primas de riesgo, incluida la prima por plazo, se anotaron avances, y la búsqueda de rentabilidad perdió intensidad. Las valoraciones de las acciones estadounidenses, con el sector tecnológico a la cabeza, se desplomaron en octubre, a pesar de los buenos beneficios trimestrales publicados. Los precios de las acciones se mostraron volátiles en noviembre y volvieron a caer en diciembre. Los inversores parecían nerviosos por la escasa visibilidad de los resultados, en un entorno caracterizado por las tensiones comerciales, el deterioro de las condiciones en todo el mundo y la voluntad de la Reserva Federal de continuar avanzando en la progresiva normalización de su política monetaria. Los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa se ampliaron, en particular en los segmentos de menor calidad crediticia.

El reajuste de los precios de los activos de riesgo tuvo carácter global. Los mercados bursátiles estadounidenses arrastraron en su caída a los de otras economías avanzadas y de mercado emergentes, en lo que acabó siendo un desplome generalizado de las bolsas. En Europa, los diferenciales de la deuda corporativa también se ampliaron considerablemente, sobre todo los de empresas

financieras. En particular, las cotizaciones de los bancos sufrieron nuevas presiones al aumentar la incertidumbre política, especialmente la relativa a los presupuestos italianos y, en menor medida, al Brexit.

En las economías de mercado emergentes (EME), tras un verano marcado por las salidas de capitales y las tensiones en algunas jurisdicciones, las condiciones financieras continuaron siendo restrictivas pero relativamente estables. Las monedas volvieron a despreciarse frente al dólar estadounidense al principio del periodo, reflejando las expectativas de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. Pero la fuerte caída de los precios del crudo supuso cierto alivio para los países importadores de petróleo, tras un inusual periodo de fortalecimiento simultáneo del crudo y del dólar. Las salidas de inversión de cartera en renta fija de EME disminuyeron en general y los diferenciales de la deuda en moneda local se estrecharon.

Fuerte ascenso de los rendimientos reales y las primas por plazo en Estados Unidos

Los precios cayeron en muchas clases de activos durante el periodo analizado¹. El ajuste obedeció a los avances graduales de los principales bancos centrales por la senda de la normalización de la política monetaria, así como a las divergentes señales procedentes de la economía real y la intensificación de los riesgos políticos.

Los bancos centrales de las grandes economías avanzadas (EA) mantuvieron el rumbo que habían marcado en fechas anteriores del año. Aprovechando los buenos datos económicos, en septiembre la Reserva Federal aprobó una subida, ampliamente esperada, de 25 puntos básicos en el intervalo de la tasa objetivo para los fondos federales y continuó reduciendo su balance al ritmo previamente anunciado. Aunque el «diagrama de puntos» sugería otra serie de alzas de la tasa de interés oficial hasta 2020, los mercados de futuros apuntaban a un número menor de ascensos. Como había anticipado el pasado mes de junio, el BCE redujo el ritmo mensual de sus compras netas de activos de 30 000 a 15 000 millones de euros a partir de octubre y dejó entrever que seguía esperando poner fin a los programas en diciembre. Su Consejo de Gobierno reiteró también la orientación de expectativas (*forward guidance*) con respecto a la trayectoria a corto plazo de las tasas de interés oficiales y la política de reinversión tras el final de las compras netas de activos. El Banco de Japón mantuvo prácticamente inalterada la orientación de su política monetaria.

Pese a todo ello, a principios de octubre los mercados se desplomaron, ya que los inversores comenzaron a preocuparse por el giro aparentemente más restrictivo de la orientación de la política monetaria de la Reserva Federal. La caída siguió a la publicación de excelentes valores de los indicadores económicos clave de Estados Unidos y a un discurso de Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, que los inversores interpretaron como una señal de que las tasas de interés oficiales seguirían una trayectoria de ascenso más pronunciada. A diferencia de lo ocurrido en otros episodios recientes de tensiones en los mercados, los precios cayeron en todas las clases de activos, incluida la deuda pública estadounidense, que con frecuencia se considera un refugio para los inversores. Las tasas de interés reales a largo plazo,

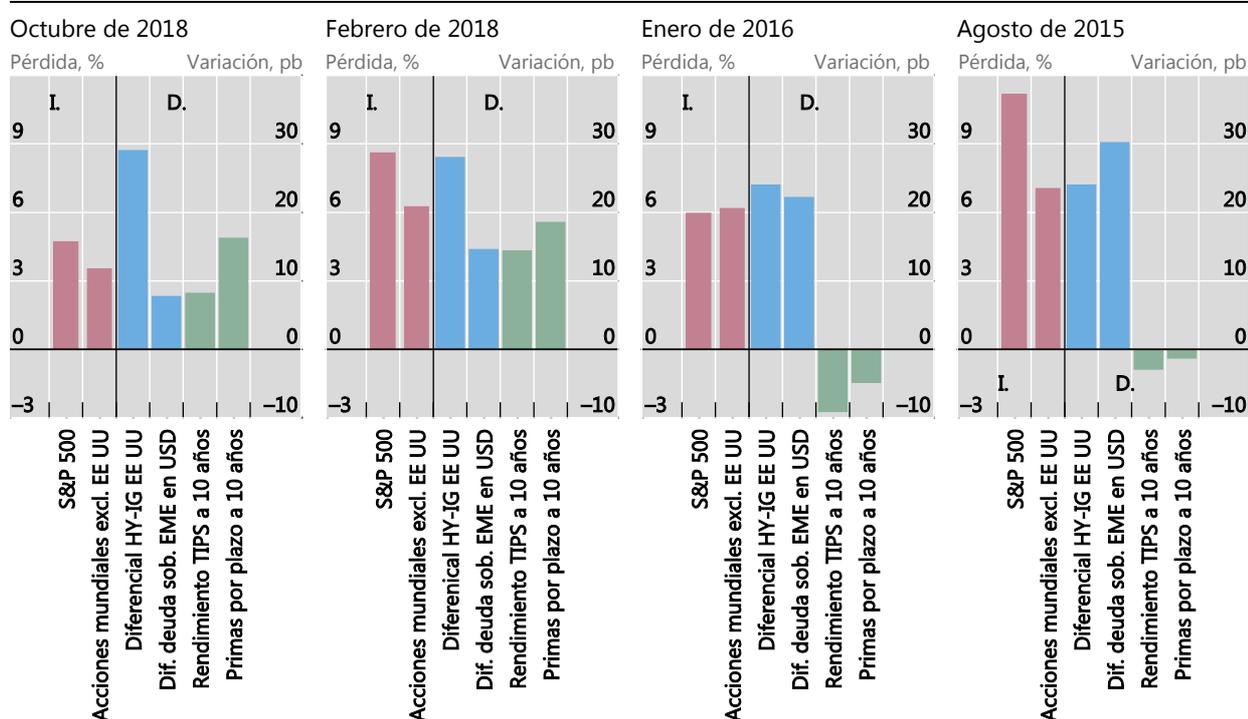
¹ Del 12 de septiembre al 5 de diciembre de 2018.

medidas por el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense ligados a la inflación (TIPS) a 10 años, subieron casi 10 puntos básicos durante los primeros días de negociación de octubre; paralelamente, las cotizaciones bursátiles se hundieron y las primas por riesgo de incumplimiento se dispararon (Gráfico 1, primer panel). Esta evolución se asemejó mucho a los movimientos de primeros de febrero, cuando un informe más favorable de lo previsto sobre el mercado laboral estadounidense también causó una pronunciada caída en los mercados, ante la inquietud de los inversores sobre la política de la Reserva Federal (segundo panel)². Cabe reseñar que la prima por plazo que incorporan los rendimientos de los títulos del Tesoro de EE UU a 10 años repuntó durante esa primera semana de octubre, como había hecho también en la primera semana de febrero (última barra de los dos primeros paneles).

Este patrón de comportamiento compartido por los mercados no es el habitual en episodios de aversión al riesgo. Resulta instructivo comparar los patrones de los precios de los activos y las primas de riesgo en los dos episodios de tensión en los mercados de febrero y octubre con los observados en enero de 2016 y agosto de 2015 (Gráfico 1, tercer y cuarto panel, respectivamente). Los activos de riesgo

Los rendimientos reales y las primas por plazo se disparan al hundirse los activos de riesgo en octubre¹

Gráfico 1



¹ Las variaciones se calculan para los siguientes periodos (del primer al cuarto panel): Del 2 al 10 de octubre de 2018; del 31 de enero al 8 de febrero de 2018; del 31 de diciembre de 2015 al 8 de enero de 2016; del 17 al 25 de agosto de 2015. Las variaciones de la prima por plazo se calculan sobre medias móviles de cinco días.

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; Bloomberg; Datastream; índices ICE BofAML; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

² En febrero, los movimientos del mercado bursátil se vieron agudizados por factores técnicos relacionados con el cierre de posiciones unidireccionales desproporcionadas que algunos inversores habían utilizado para apostar por una reducida volatilidad. Véase «Vuelve la volatilidad», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2018.

cedieron terreno en todos los casos, tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo, con caídas de los precios de las acciones (las dos barras rojas de cada panel) y ampliaciones de los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad estadounidense y de los títulos de EME (las dos barras azules). Sin embargo, el comportamiento de las tasas de interés reales y de las primas por plazo (las dos barras verdes) presentó ostensibles diferencias entre los cuatro episodios. A diferencia de lo observado en octubre y febrero de 2018, las tasas de interés reales habían caído en agosto de 2015 y enero de 2016, al desplazar los inversores posiciones en activos arriesgados a otros más seguros. De forma similar, la prima por plazo estimada de los títulos del Tesoro estadounidense se redujo ligeramente tanto en el episodio de 2015 como en el de 2016. Desde esta perspectiva, en los dos episodios de 2018 las valoraciones se vieron bajo presión como consecuencia de un fuerte ascenso de los rendimientos reales de la deuda del Tesoro estadounidense y la ampliación de las primas por plazo, que se tradujeron en tasas de descuento más altas y una revaluación general del riesgo³.

El ascenso de las tasas de interés reales a largo plazo causó una subida de los rendimientos nominales de los títulos del Tesoro estadounidense al comienzo del periodo analizado. El rendimiento del TIPS a 10 años, que, como se ha indicado, es representativo de las tasas reales a largo plazo, avanzó unos 30 puntos básicos entre mediados de septiembre y principios de noviembre (Gráfico 2, panel izquierdo)⁴. Por su parte, los rendimientos nominales de los títulos del Tesoro a 10 años subieron algo

Los rendimientos reales impulsan el ascenso de los rendimientos estadounidenses a largo plazo

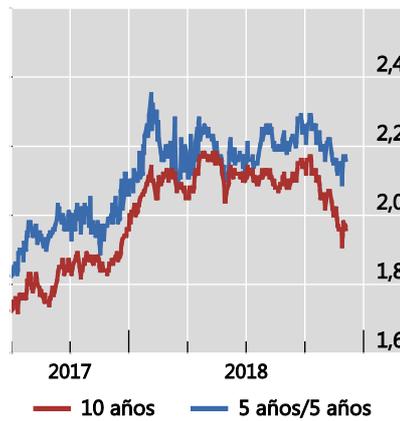
Porcentaje

Gráfico 2

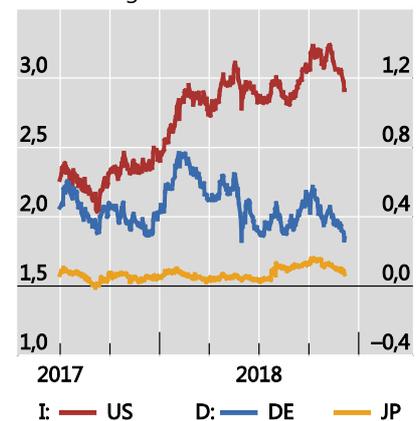
Los rendimientos de los TIPS se aceleran



La compensación por inflación cae en EE UU¹



Los rendimientos de la deuda estadounidense a largo plazo ceden el terreno ganado²



Las zonas sombreadas del panel izquierdo indican los periodos del 31 de enero al 8 de febrero de 2018 y del 2 al 10 de octubre de 2018.

¹ Tasas de inflación neutrales. ² Basado en los rendimientos de la deuda pública a 10 años.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de St. Louis (FRED); Bloomberg.

³ Para una introducción al concepto y la medición de la prima por plazo, véase B. Cohen, P. Hördahl y D. Xia, «Primas por plazo: modelos y algunos hechos estilizados», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2018.

⁴ Véase «Vuelve la volatilidad», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2018.

menos en el mismo periodo, al reducirse las medidas de compensación por inflación, posiblemente en respuesta a las nuevas expectativas de los inversores sobre una trayectoria más restrictiva de la política monetaria (panel central). No obstante, los rendimientos nominales de los títulos del Tesoro a 10 años superaron sistemáticamente el 3% por primera vez desde mediados de 2011. El rendimiento del título de referencia solo se situó por debajo del 3% a principios de diciembre, a resultas de varias declaraciones de responsables de la política monetaria de la Reserva Federal que los inversores interpretaron como una moderación del tono restrictivo de octubre, y de la creciente incertidumbre sobre las perspectivas de una rebaja de las tensiones comerciales (panel derecho).

Cambios tanto en la oferta como en la demanda han contribuido al ascenso de los rendimientos estadounidenses a lo largo del año. Por el lado de la oferta y en parte reflejando el recorte fiscal aprobado en diciembre de 2017, la emisión neta de títulos del Tesoro estadounidense entre enero y octubre se aproximó al 4% del PIB retardado, un 2% más que en el mismo periodo de 2017 y el nivel más alto desde 2012. Por el lado de la demanda, las posiciones en títulos del Tesoro estadounidense en manos de la Reserva Federal y de inversores extranjeros clave continuaron reduciéndose. Conforme la política de contracción del balance de la Reserva Federal fue cobrando impulso, sus posiciones en títulos del Tesoro estadounidense cayeron más de 2 puntos porcentuales, hasta el 15% del total de valores negociables, unos 5 puntos porcentuales por debajo del máximo de 2014. Por su parte, entidades extranjeras del sector público (fundamentalmente gestoras de reservas de bancos centrales) también redujeron en 2018 sus posiciones en títulos del Tesoro estadounidense en casi 2 puntos porcentuales, hasta dejarlas en el 26% del importe vigente, aproximadamente 8 puntos porcentuales por debajo de los niveles de 2014.

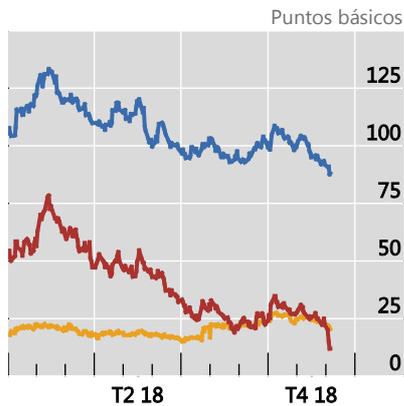
La pendiente de la curva de rendimientos estadounidense aumentó transitoriamente a principios de octubre, al subir con fuerza los rendimientos de los títulos del Tesoro a largo plazo. Luego la curva reanudó su tendencia de aplanamiento que había comenzado en febrero, en una trayectoria que reprodujeron casi exactamente los rendimientos de los *bunds* alemanes a 10 años y, en menor medida, los de la deuda pública japonesa (Gráfico 3, panel izquierdo). A principios de diciembre, mientras los parqués bursátiles volvían a desplomarse, la curva se invirtió en el tramo a medio plazo, donde los rendimientos a 5 años cayeron por debajo de los de los títulos con vencimiento a 2 y 3 años. El continuo aplanamiento de la curva de rendimientos estadounidense mermó el atractivo de los títulos del Tesoro para los inversores japoneses y, sobre todo, de la zona del euro, ya que la pendiente de las curvas de ambas jurisdicciones era tanto o más pronunciada. El ascenso de los costes de cobertura de divisas debilitó aún más el apetito por el riesgo de los inversores que cubren sus posiciones. Estos costes reflejan la acción combinada de dos factores. Por una parte, la dependencia de instrumentos a corto plazo con fines de cobertura; por otra, la ampliación del diferencial de rendimiento entre el mercado de dinero y el mercado de *swaps* de divisas (*cross-currency basis*) en el extremo corto de este último mercado (Gráfico 3, panel derecho)⁵. Una ampliación del diferencial Libor-OIS, posiblemente relacionada con las tensiones en el sector bancario de la zona del euro

⁵ El *cross-currency basis* aumentó rápidamente en cuanto los vencimientos de los contratos de *swaps* a 3 meses comenzaron a rebasar el final del año. El repunte pudo haber reflejado la demanda de financiación en dólares con cobertura más allá del final del año, en vista de diversos requerimientos reguladores, relativos, entre otras cosas, a la divulgación de información sobre los balances.

Los títulos del Tesoro estadounidense pierden atractivo para inversores no estadounidenses

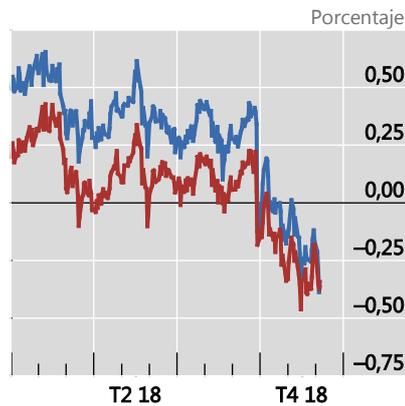
Gráfico 3

La curva de rendimientos estadounidense vuelve a aplanarse



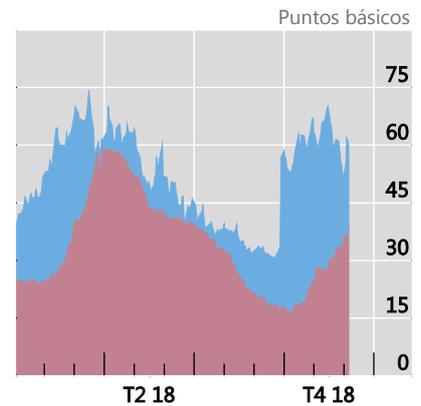
Dif. entre plazos 10 años-2 años:
— US — DE — JP

Los rendimientos de la deuda a largo plazo de EE UU con cobertura se tornan negativos¹



— Con cobertura en EUR
— Con cobertura en JPY

Fuerte ascenso de los costes de financiación en USD²



— Diferencial Libor-OIS
— Cross-currency basis swap³

¹ Rendimientos de la deuda pública a 10 años; costes de cobertura basados en *swaps* de divisas a 3 meses, móviles. ² Basado en plazos de 3 meses. ³ Media de *swaps* cruzados de tasas de interés en EUR, GBP y JPY frente al USD.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

y el rápido ritmo de disminución de las reservas bancarias en Estados Unidos⁶, también contribuyó a mantener altos los costes de cobertura (mismo panel).

Unos mercados inestables tienen dificultades para recuperarse

La subida de las tasas de interés al principio del periodo analizado pareció mitigar la búsqueda de rentabilidad que se había apoderado de los mercados financieros durante un tiempo. Ante la pérdida de apoyo, las acciones fueron las más perjudicadas por el aumento de la incertidumbre sobre la sostenibilidad del crecimiento de los beneficios, lo que acercó las elevadas valoraciones estadounidenses a su promedio histórico. Pero las repercusiones de la evolución del mercado bursátil estadounidense se dejaron notar en varias clases de activos y jurisdicciones. En los primeros días de diciembre, la inestabilidad seguía instalada en los parqués, afectados por la incertidumbre sobre las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

Las bolsas de todo el mundo oscilaron con fuerza durante este periodo. En octubre, el índice S&P 500 perdió casi un 10% de su capitalización, cediendo todas las ganancias que había acumulado desde el comienzo del año. A partir de ese momento se movió sin una dirección clara, con amplias oscilaciones, ya que la confianza de los inversores parecía voluble y dependía ostensiblemente de los datos

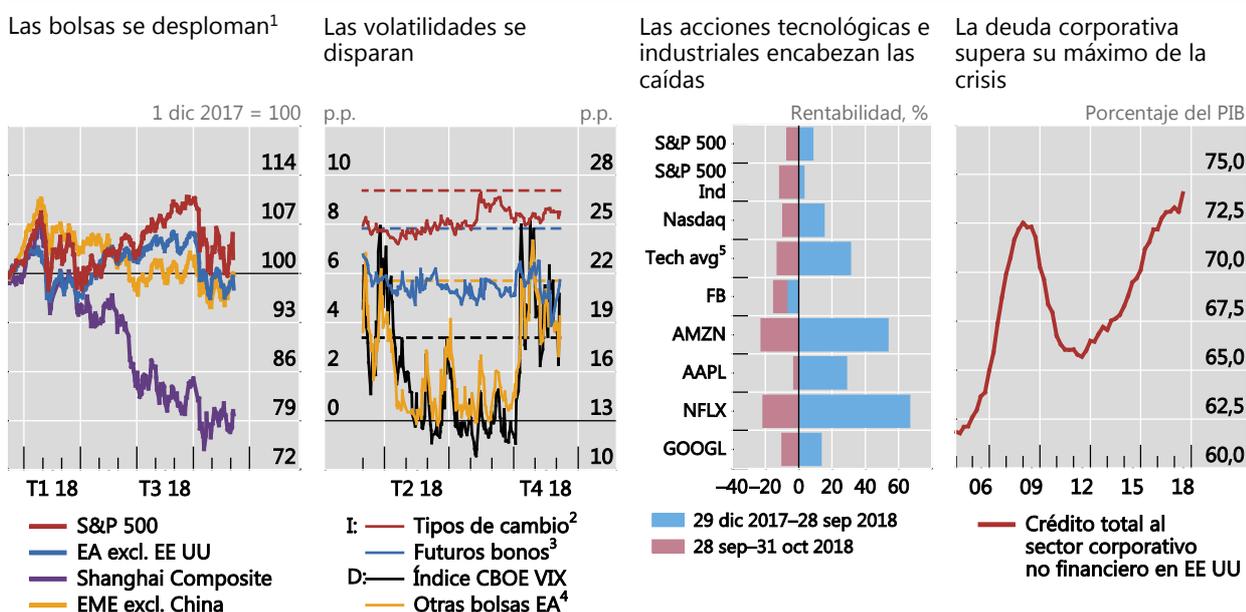
⁶ Los saldos de reservas mantenidos en Bancos de la Reserva Federal han caído un 20% aproximadamente durante 2018.

que se iban conociendo (Gráfico 4, primer panel). Las ventas masivas se propagaron a otros mercados bursátiles de EA y EME, la mayoría de los cuales llevaban ya buena parte de 2018 planos o a la baja. Los mercados no estadounidenses cedieron en promedio un 8% en octubre y el Shanghai Composite se hundió casi un 15%. Para principios de diciembre, tras una tímida recuperación propiciada por las perspectivas de rebaja de las tensiones comerciales, un nuevo brote de volatilidad dejó el índice S&P 500 todavía un 8% por debajo del máximo de todos los tiempos alcanzado el 20 de septiembre.

Las volatilidades implícitas en las cotizaciones de la renta variable se dispararon en octubre hasta niveles no registrados desde el repunte de febrero, tras permanecer contenidas durante buena parte del año (Gráfico 4, segundo panel). El índice VIX alcanzó el 25%, un nivel que, sin ser inusualmente alto en términos históricos, es uno de los más elevados desde finales de 2011⁷. Al cierre del periodo analizado, las volatilidades implícitas en las bolsas de Estados Unidos y otras EA permanecían por encima de las mesetas más moderadas de principios de año. Las volatilidades

Los mercados bursátiles caen en picado en octubre y oscilan ampliamente a partir de entonces

Gráfico 4



S&P 500 Ind = índice S&P 500 industrial; FB = acción de Clase A de Facebook Inc; AMZN = Amazon.com Inc; AAPL = Apple Inc; NFLX = Netflix Inc; GOOGL = Alphabet Inc.

Las líneas discontinuas del segundo panel indican medias simples del periodo comprendido entre el 1 de enero de 2002 y el 31 de diciembre de 2006.

¹ Para EA excepto EE UU y EME excepto CN, media simple de los índices bursátiles de los países en moneda local. ² Índice JPMorgan VXY Global, un índice ponderado por el volumen de contratación de la volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* a 3 meses sobre 23 pares de monedas que incluyen el dólar estadounidense. ³ Volatilidad implícita 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. ⁴ Volatilidad implícita de los índices EURO STOXX 50, FTSE 100 y Nikkei 225; media ponderada basada en la capitalización bursátil. ⁵ Media no ponderada de las compañías tecnológicas indicadas en el gráfico.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales; cálculos del BPI.

⁷ Un valor de cierre de jornada del 25% se sitúa en el percentil 83 de la distribución del VIX entre enero de 1990 y septiembre de 2018, y en el percentil 98 entre enero de 2012 y septiembre de 2018.

implícitas en los mercados de renta fija y divisas fueron más estables (Gráfico 4, segundo panel).

En Estados Unidos, las pérdidas en bolsa fueron especialmente abultadas para las empresas industriales y tecnológicas, y algunos de los principales valores tecnológicos llegaron a dejarse hasta un quinto de su valor de mercado (Gráfico 4, tercer panel). Los anuncios de resultados en octubre pusieron de manifiesto crecientes presiones de costes para las empresas industriales y un deterioro de las perspectivas de la demanda en el caso de las tecnológicas. Las acciones de ambos sectores solo habían recuperado una parte de las pérdidas sufridas en octubre cuando volvieron a caer a principios de diciembre. Incluso tras la corriente de ventas generalizada, la renta variable estadounidense continuó estando relativamente sobrevalorada, mientras que las valoraciones se situaban dentro de los parámetros históricos normales en la mayoría de las EA y EME.

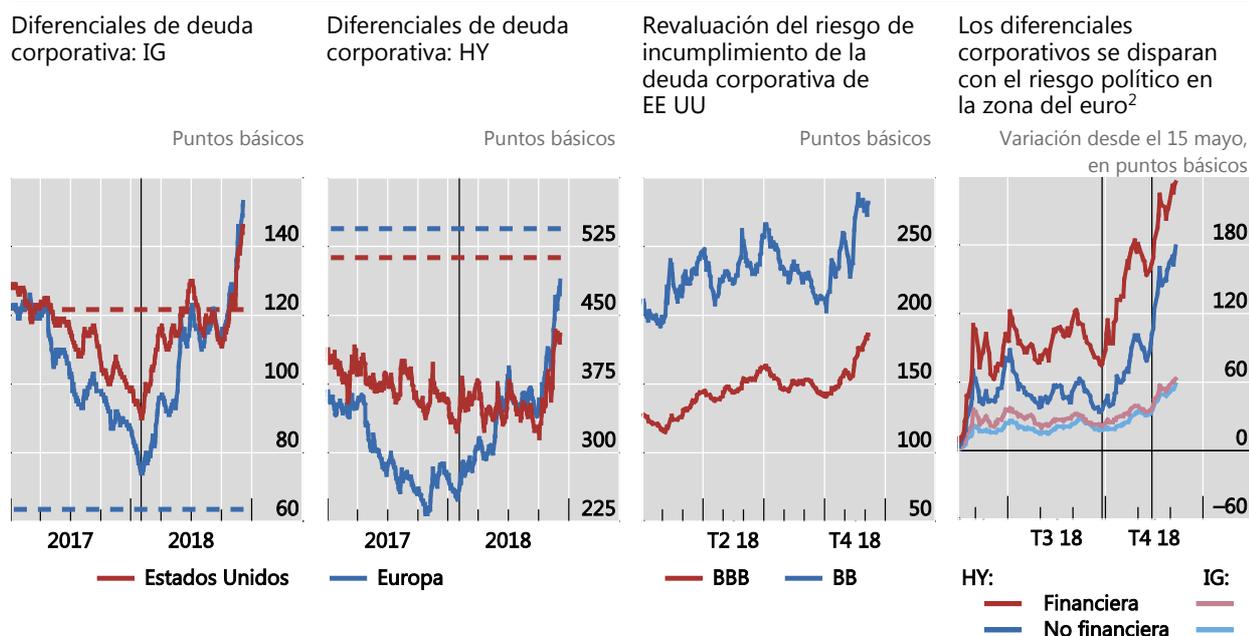
El deterioro de los balances empresariales y el debilitamiento de la protección de los prestamistas en los principales mercados de préstamo pueden haber ahondado la preocupación de los inversores. En Estados Unidos, la deuda corporativa de empresas no financieras en porcentaje del PIB superó su máximo de la Gran Crisis Financiera (GCF) (Gráfico 4, cuarto panel). Un tercio de los bonos vigentes eran títulos con la calificación crediticia más baja del segmento con grado de inversión y, en el acumulado del año, la carga de la deuda aumentó especialmente para las empresas con balances más frágiles⁸. Además, los préstamos con cláusulas laxas, que otorgan menos salvaguardas a los prestamistas, representaron alrededor del 80% del volumen de préstamos apalancados estadounidenses concedidos en 2018⁹.

Así las cosas, los diferenciales de la deuda corporativa estadounidense continuaron ampliándose tanto en el segmento con grado de inversión (IG) como en el de alta rentabilidad (HY). Los diferenciales superaron el promedio anterior a la GCF en el sector con grado de inversión, ascendiendo unos 35 puntos básicos desde el comienzo del cuarto trimestre (Gráfico 5, primer panel, línea roja). Tras tender a la baja durante el año y medio anterior, los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad se anotaron un fuerte ascenso de aproximadamente 100 puntos básicos a partir de octubre, pero se mantuvieron solo ligeramente por encima del nivel de principios de 2017 y claramente por debajo del promedio previo a la GCF (segundo panel, línea roja). En cierta medida, la trayectoria de los precios del petróleo pesó en la evolución de los diferenciales de alta rentabilidad, dada la considerable participación de las empresas extractoras de petróleo de esquisto en este segmento del crédito. Las mayores primas por riesgo se tradujeron en un ascenso de los costes de financiación, especialmente acusado para las empresas con calificaciones crediticias más bajas. Tras estrecharse en el tercer trimestre, el diferencial entre los títulos de deuda corporativa con calificaciones BB y BBB en Estados Unidos comenzó a ampliarse de nuevo a principios de octubre y mantuvo esa tendencia en noviembre (tercer panel). La ampliación coincidió con el ascenso de los rendimientos de los valores del Tesoro y el desplome de las bolsas.

En Europa, los costes de endeudamiento subieron con el auge de la incertidumbre política. Los diferenciales de la deuda europea con grado de inversión,

⁸ Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, *Financial Stability Report*, noviembre de 2018.

⁹ Véase T. Goel, «Auge de los préstamos apalancados: ¿un renacimiento que tiene sus riesgos?», recuadro del capítulo «Las divergencias se amplían en los mercados» del *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2018.



Las líneas discontinuas del primer y el segundo panel indican medias simples del periodo comprendido entre el 1 de enero de 2002 y el 31 de diciembre de 2006.

Las líneas verticales del primer y el segundo panel indican el 2 de febrero de 2018 (el informe del mercado laboral estadounidense desata el nerviosismo en las bolsas). Las líneas verticales del cuarto panel marcan el 27 de septiembre de 2018 (publicación del proyecto de presupuestos italianos para 2019) y el 13 de noviembre de 2018 (en una carta a la UE, el Gobierno italiano se niega a modificar su proyecto de presupuestos).

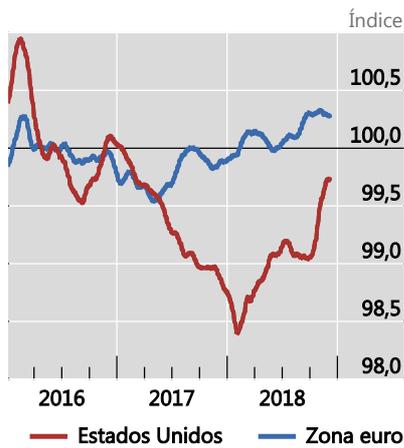
¹ Diferenciales de rendimiento ajustados de opciones. ² El 15 de mayo de 2018 es la fecha en que se filtra el preacuerdo de coalición para el Gobierno de Italia.

Fuentes: Bloomberg; índices ICE BofAML; cálculos del BPI.

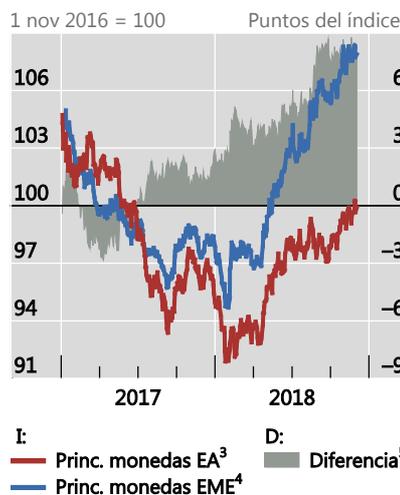
que habían aumentado rápidamente en el primer semestre de 2018, siguieron ampliándose durante el resto del periodo analizado, sobrepasando a los estadounidenses y duplicando con creces su promedio previo a la GCF (Gráfico 5, primer panel, línea azul). En el segmento de alta rentabilidad, los diferenciales europeos crecieron rápidamente hasta diciembre y se mantuvieron por encima de los estadounidenses, acercándose a sus propios promedios de antes de la GCF (segundo panel, línea azul). Los efectos fueron especialmente negativos en el caso de los títulos de deuda de alta rentabilidad de empresas financieras (cuarto panel).

La consecuencia de esta evolución fue un considerable endurecimiento de las condiciones financieras tanto en Estados Unidos como en Europa. Con todo, según algunos indicadores, las condiciones financieras estadounidenses siguieron siendo bastante laxas, y más suaves que a comienzos del pasado año (Gráfico 6, panel izquierdo, línea roja). Una parte significativa del aparente endurecimiento de las condiciones financieras en Estados Unidos reflejaba los efectos de la caída de las bolsas (Recuadro A). En cambio, las condiciones financieras en Europa continuaron endureciéndose con respecto a las de 2017 y buena parte de 2018 (Gráfico 6, panel izquierdo, línea azul).

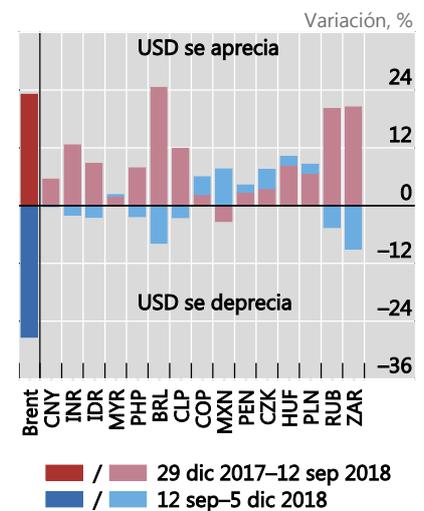
Las condiciones financieras se endurecen¹



El dólar estadounidense sigue apreciándose²



La debilidad de los precios del petróleo contrarresta la mayor fortaleza del dólar



¹ Índice de condiciones financieras de Goldman Sachs; una subida indica un endurecimiento, media móvil de 22 días hábiles. ² Índices del dólar ponderado por el comercio exterior, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; un incremento indica una apreciación. ³ AUD, CAD, CHF, EUR, GBP, JPY y SEK. ⁴ Otros socios comerciales importantes (ARS, BRL, CLP, CNY, COP, HKD, IDR, ILS, INR, KRW, MXN, MYR, PHP, RUB, SAR, SGD, THB y VES). ⁵ Diferencia entre el índice del dólar ponderado por el comercio exterior para otros socios comerciales importantes y las monedas principales.

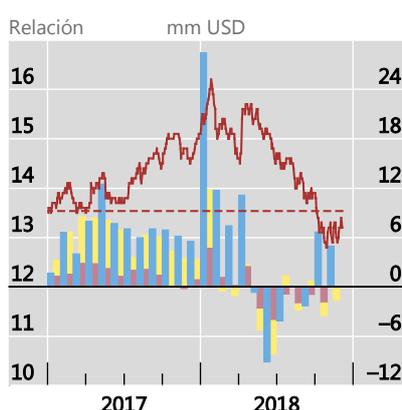
Fuentes: Banco de la Reserva Federal de St. Louis (FRED); Bloomberg; datos nacionales; cálculos del BPI.

Las EME se estabilizaron, pero afrontan dificultades

El endurecimiento de las condiciones financieras también afectó a las EME, especialmente a través de la nueva apreciación del dólar estadounidense. El billete verde avanzó frente a monedas tanto de EA como de EME (Gráfico 6, panel central). Sin embargo, en comparación con fechas anteriores del año, la incidencia de la apreciación del dólar fue más moderada, en parte por la magnitud de los efectos sufridos por las EME en el trimestre anterior. Además, algunas EME se vieron favorecidas por la súbita caída de los precios del petróleo. Este abaratamiento del crudo puede haberles proporcionado cierto alivio tras el doble impacto de la subida del dólar y el encarecimiento del petróleo, un escenario poco habitual que se dio durante los tres primeros trimestres del año (panel derecho). Según fue avanzando el trimestre, algunas monedas de EME recuperaron parte de sus anteriores pérdidas.

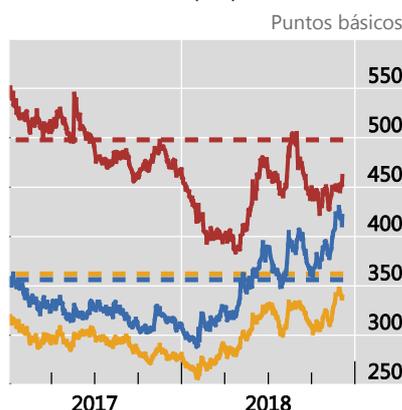
La evolución de los flujos de inversión de cartera y los precios de los activos fue más heterogénea. Las salidas de capitales se tornaron en entradas en el caso de los fondos de renta variable de EME, ya que el fuerte descenso de los precios de las acciones en el acumulado del año se tradujo en una caída de los múltiplos de valoración hasta niveles atractivos, algo por debajo de sus promedios de largo plazo (Gráfico 7, panel izquierdo). Las condiciones permanecieron por lo general estables en los mercados secundarios de bonos soberanos en moneda local. Los diferenciales cayeron en los primeros compases del periodo analizado, para luego avanzar sin dirección clara antes de registrar un repunte a principios de diciembre. No obstante, los diferenciales de la deuda soberana en moneda local se mantuvieron muy por debajo de sus promedios desde la GCF, pero por encima del mínimo que marcaron

Las salidas de capital de fondos de EME se reducen¹



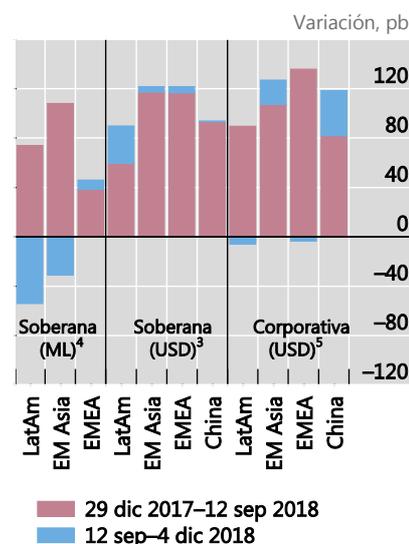
I: PER bolsas EME
D: Renta variable
Fondos renta fija: Moneda local, Moneda fuerte y mixtos²

Los diferenciales de la deuda de EME en moneda local (ML) se estrechan



Soberana: USD³, Corporativa: USD⁵, Moneda local⁴

Los rendimientos de la deuda en USD suben en las EME⁶



La línea discontinua del panel izquierdo indica la media simple del periodo del 2 de enero de 1995 al 5 de diciembre de 2018. Las líneas discontinuas del panel central indican medias simples del periodo del 1 de enero de 2012 al 31 de diciembre de 2017.

¹ Sumas mensuales de datos semanales hasta el 28 de noviembre de 2018. ² Los fondos mixtos invierten en deuda denominada tanto en moneda local como en monedas fuertes. ³ Índice JPMorgan EMBI Global (deuda soberana); diferencial neto de garantías. ⁴ Índice JPMorgan GBI; diferencial sobre títulos del Tesoro de EE UU a siete años. ⁵ Índice JPMorgan CEMBI; diferencial neto de garantías. ⁶ Cambios en la tasa interna de retorno de cada índice durante los periodos indicados; los agregados regionales son medias ponderadas por el valor de mercado. LatAm = América Latina excepto Argentina; EM Asia = Asia emergente excepto China; EMEA=Europa emergente, Oriente Medio y África excepto Turquía.

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

antes de la intensificación de las tensiones comerciales en abril (panel central, línea roja).

Las condiciones fueron menos benignas en el segmento de la deuda denominada en dólares. Los fondos de renta fija en moneda fuerte continuaron experimentando salidas de capitales moderadas. Los diferenciales de la deuda soberana y corporativa se ampliaron acusadamente a finales de noviembre, para caer luego ligeramente ante la aparente rebaja de las tensiones comerciales tras la Cumbre de los líderes del G-20 en Buenos Aires (Gráfico 7, panel central, líneas azul y amarilla). Concretamente, emisores soberanos latinoamericanos y emisores corporativos chinos se vieron obligados a ofrecer rendimientos considerablemente más altos en sus títulos denominados en dólares durante el periodo analizado (panel derecho, barras azules). En conjunto, el coste de la deuda denominada en dólares ha aumentado 100 puntos básicos o más para la mayoría de las EME desde que comenzó el año (panel derecho, barras rojas más barras azules). Las nuevas emisiones de títulos soberanos y corporativos se ralentizaron en 2018. Sin embargo, las EME van a enfrentarse a considerables necesidades de financiación en los próximos años.

Las perspectivas económicas de China continuaron siendo motivo de preocupación, especialmente para las EME asiáticas. La economía china se desaceleró gradualmente a lo largo del año, conforme las autoridades seguían aplicando una política de desalancamiento encaminada a mantener a raya los riesgos para la estabilidad financiera. La pronunciada caída de los precios de las acciones, que se

agudizó en octubre, endureció aún más las condiciones financieras a través de su impacto en los préstamos con pignoración de acciones como garantía (Recuadro B). En este contexto, la depreciación del renminbi, que ha sido considerable incluso frente a otras monedas de EME, ha incrementado la presión sobre otras monedas asiáticas y las monedas de productores de materias primas.

La incertidumbre política continuó perjudicando a los bancos de la zona del euro

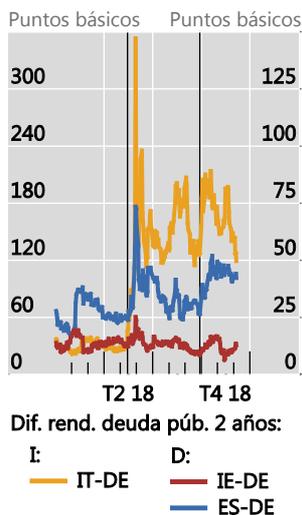
Los bancos de la zona del euro sufrieron nuevas caídas en bolsa durante el periodo analizado. El aumento del riesgo político fue clave en el último desplome bursátil, ya que el enfrentamiento entre la Unión Europea y el Gobierno italiano sobre el proyecto de presupuestos presentado por este para 2019 se fue tensando, y las perspectivas de un Brexit sin contratiempos continuaron siendo inciertas.

La preocupación por la coyuntura política volvió a perjudicar a los mercados italianos de bonos. Los diferenciales soberanos frente a los *bunds* alemanes, que habían subido a mediados de mayo¹⁰, volvieron a hacerlo a finales de septiembre cuando se conoció el proyecto de presupuestos italiano (Gráfico 8, primer panel). Los

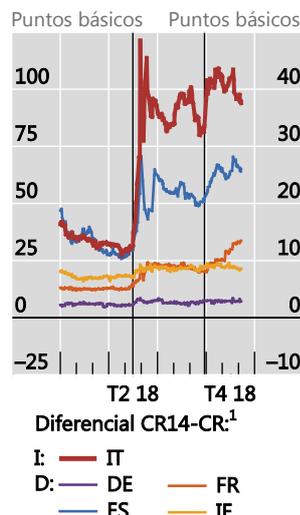
Las valoraciones de las acciones europeas siguen cayendo en medio de tensiones políticas

Gráfico 8

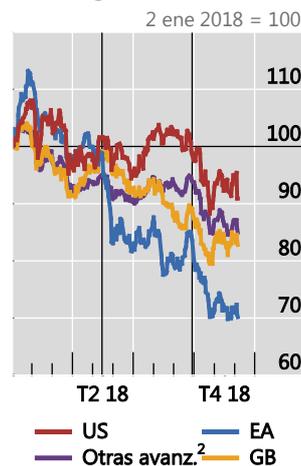
Los diferenciales soberanos de Italia fluctúan ampliamente



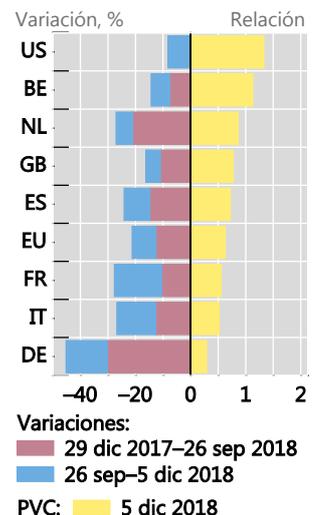
La compensación por el riesgo de redenominación se dispara



Las acciones de bancos de la zona del euro se comportan peor que las de otras regiones



Relaciones precio/valor contable bancarias (PVC)



Las líneas verticales de los paneles primero, segundo y tercero indican el 15 de mayo de 2018 (filtración del borrador de acuerdo de coalición en Italia) y el 27 de septiembre de 2018 (presentación de la propuesta de presupuestos para 2019 del Gobierno italiano).

¹ Basado en los *swaps* de incumplimiento crediticio a cinco años sobre deuda preferente no garantizada en USD, con reestructuración completa (CR). CR14 se refiere a las normas de la ISDA de 2014, que incluyen la redenominación como evento de incumplimiento. ² Media ponderada de AU, CA, CH, DK, JP, NO y SE, basada en la capitalización bursátil.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; Markit; datos nacionales; cálculos de BPI.

¹⁰ Véase «Las divergencias se amplían en los mercados», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2018.

diferenciales se estrecharon progresivamente a lo largo de las siguientes semanas, pero volvieron a dispararse a mediados de noviembre, cuando el Gobierno italiano se negó a modificar dicho proyecto, que la UE había rechazado a finales de octubre. Se observaron indicios de que los inversores percibían una mayor probabilidad de redenominación de la deuda soberana italiana: el coste de los contratos de *swap* de incumplimiento crediticio que incluían esta contingencia se elevó frente al de los contratos que la excluían (segundo panel). No obstante, pese a que subieron bastante, los distintos diferenciales no alcanzaron el máximo de mayo. Además, aunque se observó cierto contagio a otros rendimientos soberanos de la periferia de la zona del euro, este contagio fue más limitado.

Las cotizaciones bursátiles de los bancos de la zona del euro volvieron a caer tras estos acontecimientos. Entre mediados de mayo y principios de diciembre, los bancos de la zona del euro perdieron casi el 30% de su capitalización bursátil (Gráfico 8, tercer panel), y la mitad de esa caída se produjo después de que el Gobierno italiano diera a conocer su proyecto de presupuestos en septiembre. Las pérdidas superaron por un amplio margen a las que sufrieron las entidades bancarias de otras economías avanzadas. Además, cuando las tensiones políticas se relajaron a finales de noviembre, las acciones de bancos europeos no se recuperaron, ni siquiera tras el estrechamiento de los diferenciales de la deuda soberana italiana.

Como consecuencia, las relaciones precio-valor contable, un indicador habitual de la valoración de los bancos, cayeron considerablemente y permanecieron notablemente reducidas. Para principios de diciembre, las relaciones correspondientes a los bancos franceses, alemanes e italianos se habían hundido más de un 10% con respecto a su nivel de septiembre, y más del 25% desde el comienzo del año (Gráfico 8, lado izquierdo del cuarto panel). Los bancos de la mayoría de las jurisdicciones europeas tienen relaciones precio-valor contable inferiores a 1 (lado derecho del cuarto panel) y en ocasiones claramente por debajo de esa marca, lo que parece reflejar la continua preocupación de los inversores por las perspectivas de beneficios y, en algunos casos, la calidad de los activos¹¹.

¹¹ Véase B. Bogdanova, I. Fender y E. Takats, «El ABC de las relaciones precio/valor contable de los bancos», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2018.

Índices de condiciones financieras: el papel de los mercados de renta variable

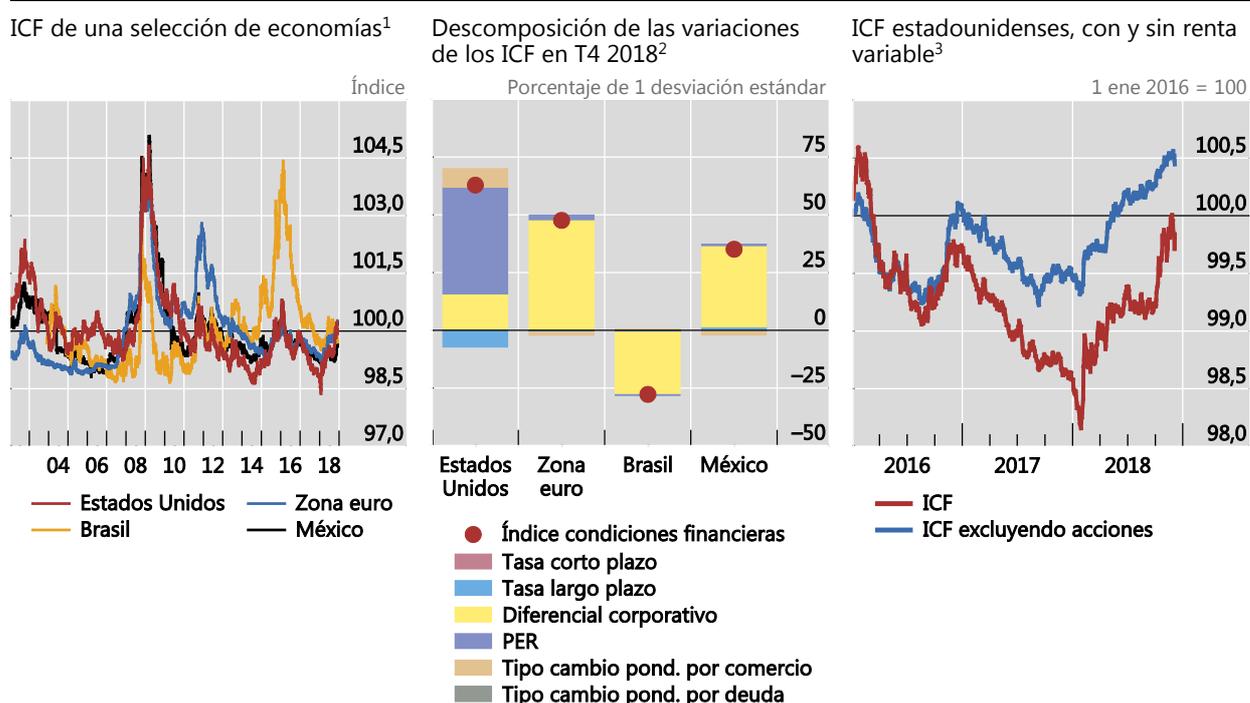
Anna Zabai*

Los cambios en las condiciones financieras se consideran con frecuencia un importante canal de transmisión de la política monetaria. Por esta razón, investigadores y analistas de mercados han construido índices de condiciones financieras (ICF) para distintas economías, por lo general utilizando la media ponderada de varias variables clave, con el objetivo de efectuar un seguimiento de estos efectos y estudiarlos¹. El presente recuadro examina la evolución reciente de los ICF en una selección de economías y sostiene que dichos índices son sensibles a variables volátiles, incluso si estas tienen una ponderación reducida en su composición. Este análisis ilustra la cuestión examinando cómo han respondido los ICF de Estados Unidos a la reciente evolución de los mercados de renta variable de ese país.

El panel izquierdo del Gráfico A muestra ICF «sintéticos» para Estados Unidos, la zona del euro, Brasil y México. Los ICF se han construido utilizando un enfoque similar al que emplea Goldman Sachs —incluyendo la elección de las

Pese a su reducida ponderación, en los últimos tiempos la renta variable ha tenido un peso considerable en la evolución de los ICF

Gráfico A



¹ Cada índice de condiciones financieras (ICF) se construye como la *z score* de la media ponderada de los componentes subyacentes, centrada en torno al 100 (es decir, la media ponderada menos su media a largo plazo sobre su desviación estándar a largo plazo, más 100). Por lo tanto, un valor del índice de 101 indica que las condiciones financieras se encuentran 1 desviación estándar por encima de su media a largo plazo (que es igual a 100). ² Contribución de cada componente a la variación del índice entre el 1 de octubre y el 4 de diciembre de 2018, expresada como un porcentaje de 1 desviación estándar del índice. Los componentes del índice son las tasas de interés a corto y a largo plazo, los diferenciales de la deuda corporativa, la renta variable y el tipo de cambio ponderado por el comercio exterior para las EA. En el caso de las EME, los ICF incluyen los cinco componentes citados más el tipo de cambio ponderado por la deuda, con el fin de reflejar descalces cambiarios. Las tasas de interés a corto plazo son las tasas de interés oficiales para las EA y el rendimiento de la deuda pública a 3 meses para las EME. ³ El ICF sin la renta variable se calcula excluyendo la renta variable y redistribuyendo la ponderación correspondiente entre los otros cuatro componentes del índice. La redistribución mantiene las mismas proporciones entre las ponderaciones de las variables incluidas que en el índice principal.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; Dealogic; Euroclear; índices ICE BofAML; JPMorgan Chase; Goldman Sachs; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; estadísticas bancarias territoriales del BPI; datos nacionales; cálculos del BPI.

ponderaciones, que se seleccionan utilizando estimaciones de los efectos relativos de los cambios de los componentes sobre el crecimiento del PIB²—. Los componentes de los índices son las tasas de interés (a corto y largo plazo), los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa, las valoraciones de mercado de las acciones (relaciones precio/beneficio, o PER) y el tipo de cambio (ponderado por el comercio exterior y por la deuda externa). Las ponderaciones de estas variables reflejan las características estructurales de cada economía. Las variables se integran en el índice de tal forma que un incremento del componente refleje un endurecimiento de las condiciones (es decir, una menor disponibilidad de financiación)³.

Estos ICF sugieren que las condiciones financieras en Estados Unidos, la zona del euro y México han sido ampliamente acomodaticias durante varios años, ya que los respectivos índices han permanecido muy por debajo de sus promedios de largo plazo en el periodo desde 2013⁴. El ICF se ha mostrado más volátil en Brasil, que sufrió una profunda recesión en 2016–17. No obstante, las condiciones financieras en Estados Unidos y en la zona del euro se tornaron menos acomodaticias durante el pasado año.

En el cuarto trimestre de 2018, en particular, el ICF estadounidense subió casi tres cuartos de 1 desviación estándar, mientras que los índices de la zona del euro y México apuntan a un endurecimiento de media desviación estándar y casi un tercio de 1 desviación estándar, respectivamente (Gráfico A, panel central). En cambio, las condiciones financieras se relajaron en Brasil. Mientras que en la zona del euro, Brasil y México, los cambios recientes en las condiciones financieras se debieron sobre todo a los diferenciales de la deuda corporativa, el ICF estadounidense subió principalmente por una corrección de las cotizaciones de las acciones.

De hecho, parece que los mercados de renta variable han sido los causantes de gran parte de la relajación de las condiciones financieras en Estados Unidos que han registrado estos índices en los últimos años, así como del último episodio de relajación. Un ICF calculado excluyendo las acciones habría señalado condiciones financieras significativamente más restrictivas en Estados Unidos en los dos últimos años (panel derecho). Esta divergencia se produce porque, pese a la ponderación relativamente reducida de la renta variable (5% en el caso del ICF de Estados Unidos), las acciones son relativamente más volátiles que el resto de los componentes del índice.

La elevada sensibilidad de los ICF a las valoraciones de las acciones cuando se usa esta metodología pone de relieve la importancia de fijar correctamente las correspondientes ponderaciones. La inclusión de la renta variable en los ICF parece justificada por cierto grado de dependencia de la financiación de mercado para financiar la actividad económica, así como por la tendencia de las empresas a tener en cuenta las señales de los mercados de renta variable en sus decisiones de inversión. Sin embargo, la relevancia macroeconómica a corto plazo de la evolución de las bolsas podría sobrevalorarse si la elección de las ponderaciones no tiene debidamente en cuenta consideraciones relacionadas con las distribuciones. Las posiciones en renta variable se concentran en hogares enmarcados en el tramo superior de las distribuciones por ingresos y patrimonio, que suelen tener una propensión marginal al consumo relativamente baja. Como consecuencia, un índice construido sin atender a estas diferencias puede dar una ponderación excesiva a las valoraciones de las acciones, posiblemente sobreestimando el auge de la actividad propiciado por una relajación de las condiciones financieras.

* La autora desea expresar su agradecimiento a Nick Fawcett de Goldman Sachs y, sobre todo, a Katie Craig, Markus Petersen y Seth Searls del Banco de la Reserva Federal de Nueva York por sus útiles comentarios. ¹ Otra posibilidad es utilizar un enfoque de componente principal. Véase J. Hatzius, P. Hooper, F. Mishkin, K. Schoenholtz y M. Watson, «Financial conditions indexes: a fresh look after the financial crisis», *NBER Working Papers*, nº 16150, julio de 2010. ² La elección de las ponderaciones se analiza en J. Hatzius, S. Stehn y N. Fawcett, «Financial conditions: a unified approach», *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, septiembre de 2016; y en el análisis complementario de los ICF de Goldman Sachs publicado en la misma publicación. Los ICF del Gráfico A se calculan utilizando las mismas ponderaciones en las que se basan los ICF de Goldman Sachs, con la excepción del ICF de la zona del euro. Mientras que el ICF para la zona del euro de Goldman Sachs incluye una variable de «diferenciales soberanos», en el ICF del Gráfico A no se incluyó esta variable con el fin de mejorar la homogeneidad con el indicador estadounidense. ³ Por ejemplo, dado que unos PER más altos se asocian con una relajación de las condiciones financieras y un impulso de la actividad económica, se incorporan al índice con un signo negativo. De forma similar, el doble efecto de los tipos de cambio sobre la actividad económica —una apreciación tiende a frenar la actividad al deprimir las exportaciones netas, pero también impulsa al reducir el valor real de la deuda denominada en moneda extranjera en manos de hogares y empresas— se tiene en cuenta por medio de la inclusión de los tipos de cambio ponderados por el comercio exterior y los tipos de cambio ponderados por la deuda externa en los ICF de Brasil y México. En el caso de Estados Unidos y la zona del euro, se incluye exclusivamente el tipo de cambio ponderado por el comercio exterior, ya que los hogares y las empresas de estas dos economías no tienen volúmenes significativos de deuda en moneda extranjera. ⁴ Las medias a largo plazo se calcularon para los periodos iniciados el 3 de enero de 2000 para Estados Unidos, el 31 de enero de 2002 para la zona del euro, el 28 de noviembre de 2003 para Brasil y el 2 de enero de 2002 para México y finalizados el 23 de noviembre de 2018 en los cuatro casos.

La financiación con pignoración de acciones como garantía y el mercado bursátil chino

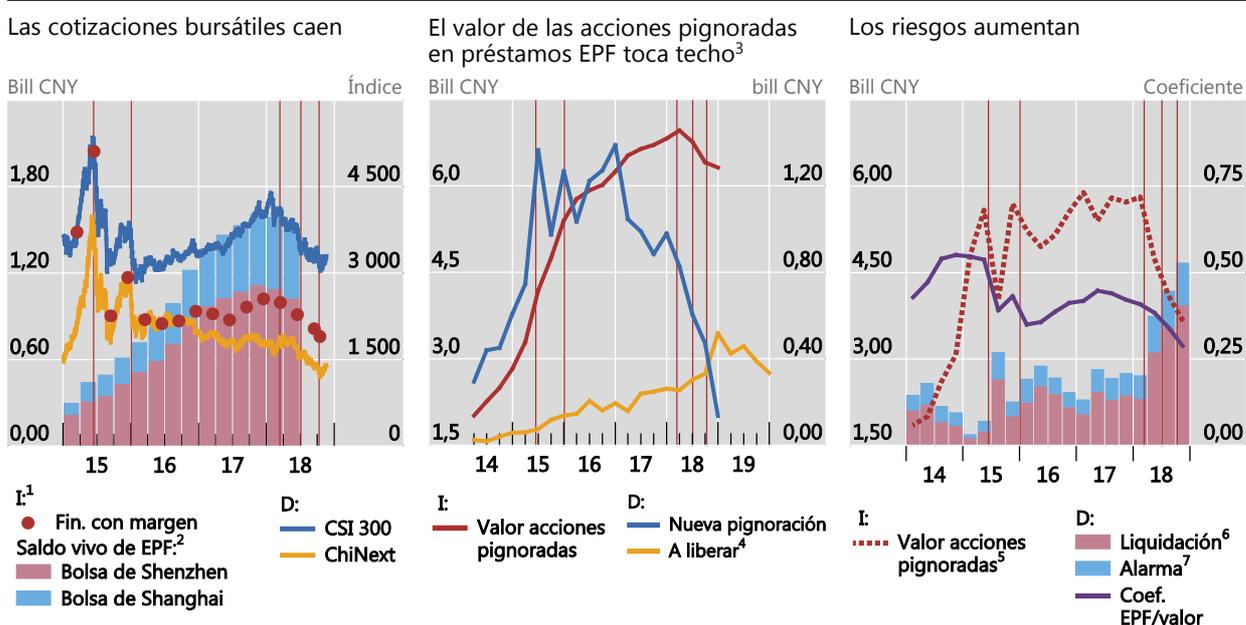
Feng Zhu

Desde marzo de 2017, los reguladores chinos han tomado medidas concertadas encaminadas a reducir el apalancamiento en el sistema financiero y a gestionar los riesgos del sector financiero. Estas medidas han reducido la actividad de crédito informal de forma muy pronunciada desde marzo de 2018, ejerciendo presión sobre la financiación de empresas de titularidad privada y pequeñas y medianas empresas. En una coyuntura de desaceleración de la economía y caída de las cotizaciones bursátiles, se han tomado nuevas medidas para contener los riesgos emergentes derivados de la financiación con pignoración de acciones como garantía (EPF, del inglés *equity pledge financing*), es decir, la concesión de préstamos a accionistas principales o directivos de sociedades cotizadas que pignorán como garantía sus participaciones sociales. El presente recuadro examina la reciente evolución de la EPF, su relación con la última caída del mercado, los riesgos que entraña este tipo de financiación y la reacción de reguladores y empresas.

La EPF creció muy rápidamente en China a partir de 2014. Aunque sufrió un duro correctivo cuando el mercado se desplomó en el segundo semestre de 2015, esta modalidad de financiación se recuperó con fuerza y los préstamos con garantía prendaria de participaciones sociales vigentes alcanzaron un volumen máximo de 1,6 billones de renminbi en el cuarto trimestre de 2017 (Gráfico B, panel izquierdo). Cabe destacar que el valor de las nuevas acciones

Financiación con pignoración de acciones como garantía en China

Gráfico B



Las líneas verticales rojas indican: las fuertes caídas del mercado bursátil chino el 12 de junio de 2015, el 3 de julio de 2018 y el 11 de octubre de 2018; la introducción de un mecanismo de suspensión automática para todo el mercado el 4 de enero de 2016; y la entrada en vigor de nuevas regulaciones de la EPF el 12 de marzo de 2018.

¹ Préstamos vigentes. ² Estimaciones de Moody's. ³ A precios contractuales. ⁴ Valor de las acciones subyacentes a préstamos EPF que vencen. ⁵ A precios de mercado corrientes. ⁶ Proporción de las acciones pignoradas cuyo valor se sitúa por debajo de la línea de liquidación, es decir, el 140% (estimado) del valor contractual del préstamo EPF asociado más sus costes de financiación. ⁷ Proporción de las acciones pignoradas cuyo valor se sitúa por debajo de la línea de alarma del 160% (estimación), pero por encima de la línea de liquidación del 140% (estimación). Los tenedores de préstamos EPF deben cubrir cualquier déficit por debajo de la línea de alarma con nuevas pignoraciones.

Fuentes: Moody's; Bolsa de Shanghai; Bolsa de Shenzhen; WIND; cálculos del BPI.

pignoradas ya había comenzado a caer acusadamente a partir del primer trimestre de 2017, a pesar de que el importe vigente continuaba aumentando (panel central).

Las bolsas chinas invirtieron su trayectoria en 2018. Desde el máximo alcanzado en enero de 2018, el Índice CSI 300 cayó un 31% hasta el 18 de octubre, antes de registrar una moderada recuperación (Gráfico B, panel izquierdo). Si en las turbulencias de los mercados bursátiles de 2015 tuvo un papel protagonista la financiación con margen (préstamos garantizados con los valores que adquieren los prestatarios), el episodio actual ha puesto de relieve los riesgos de la EPF. La Bolsa de Shenzhen, incluido el mercado tecnológico ChiNext, sufrió caídas de cotizaciones más pronunciadas, ya que las empresas que cotizan en este mercado suelen estar más expuestas a los riesgos derivados de la EPF.

Con todo, esta modalidad de financiación continúa siendo una característica definitoria de las bolsas chinas; al final de octubre de 2018, el valor contractual de las acciones pignoradas se situaba en 6,3 billones de renminbis (Gráfico B, panel central). Según algunas estimaciones, hasta 3 540 empresas cotizadas tienen acciones pignoradas en virtud de préstamos EPF y el 22,5% de ellas tienen pignoradas más del 30% de sus acciones.

La financiación con pignoración de acciones como garantía presenta varios riesgos. En primer lugar, expone a la empresa al riesgo de un cambio no deseado de su estructura accionarial (un nuevo conjunto de accionistas que pueden tener un apetito por el riesgo y un horizonte temporal diferentes) si las acciones pignoradas tienen que liquidarse. En segundo lugar, los prestamistas soportan riesgos de liquidez. Al cierre del tercer trimestre de 2018, más del 50% de los prestamistas eran sociedades de valores. En caso de incumplimiento, las sociedades de valores no pueden liquidar las acciones pignoradas con carácter inmediato, ya que no se permite a los titulares de participaciones superiores al 5% vender más del 1% de su participación en el mercado secundario en un periodo de 90 días consecutivos. Esta norma, junto con las suspensiones de cotización, reduce la liquidez de las acciones pignoradas. En tercer lugar, aunque solo el 20% de los prestamistas directos en esta modalidad eran bancos en el tercer trimestre de 2018, la mayor parte de los préstamos EPF dependían en última instancia de financiación bancaria. El incumplimiento de un préstamo EPF podría debilitar los balances de los bancos. Cuando las cotizaciones bursátiles cayeron en 2018, muchos de estos riesgos aumentaron significativamente. En el cuarto trimestre de 2018, conforme iban venciendo más préstamos EPF, el valor de las acciones pignoradas subyacentes que deberían quedar liberadas alcanzó un total estimado de 517 000 millones de renminbi, lo que podría suponer una amenaza considerable para las valoraciones de mercado.

Las autoridades chinas han endurecido las regulaciones de esta modalidad de financiación desde septiembre de 2017, en el marco de sus continuos esfuerzos para reducir el apalancamiento y el riesgo financieros. En marzo de 2018 entraron en vigor nuevas normas especialmente relevantes, que restringían el coeficiente de EPF sobre el valor (ETV) a un máximo del 60% y limitaban el porcentaje de las acciones de una empresa que pueden pignorarse (tanto en términos globales como a una sociedad de valores concreta o a un determinado producto de gestión de activos).

Esta regulación más estricta y la caída de los precios de las acciones han sido las principales causas de una acusada contracción de la EPF en 2018. El valor de mercado de las acciones pignoradas cayó de 5,8 billones de renminbis al final de marzo de 2018 a 3,7 billones al final de octubre (Gráfico B, panel derecho). Conforme las cotizaciones caían, se produjo un acusado ascenso de la proporción de acciones pignoradas con un valor de mercado actual por debajo de las líneas de «liquidación» y «alarma» (fijadas por los prestamistas con respecto al valor de los préstamos EPF asociados, incluidos los costes de financiación) (Gráfico B, panel derecho, barras rojas y azules). Si el valor de las acciones se sitúa por debajo de la línea de alarma, los prestatarios están obligados a cubrir el déficit de garantías, mientras que si se cruza la línea de liquidación, los prestamistas pueden liquidar las acciones. Por lo tanto, las ventas forzosas de acciones se incrementaron a partir de junio.

Con sus cotizaciones bajo presión, las empresas cotizadas se volcaron en la búsqueda de soluciones. Algunas solicitaron la suspensión de su cotización en bolsa, lo que se tradujo en un significativo incremento de dichas suspensiones en 2018. Casi el 60% de las suspensiones tuvieron como protagonistas a empresas que habían pignorado el 30% o un porcentaje superior de sus acciones. Sin embargo, recurrir a esta solución se tornó más complicado a partir del 6 de noviembre, cuando se publicaron nuevas directrices que disuadían a las empresas cotizadas de solicitar arbitrariamente una suspensión de la cotización o retrasar la reanudación de la cotización sin la debida justificación. Otras empresas con flujos de efectivo potentes optaron por las recompras de acciones, que suben los precios de las acciones y reducen los riesgos derivados de la EPF. Un tercer enfoque es la intervención directa de fondos estatales. Este año, entidades de titularidad pública han invertido mucho dinero en sociedades privadas cotizadas, asumiendo el control de más de 20 de ellas.

Las autoridades chinas han emprendido recientemente nuevas iniciativas para estabilizar el mercado bursátil, promover la financiación a empresas privadas y poner coto a los riesgos asociados con la EPF. Entre estas iniciativas cabe citar medidas específicas del banco central y los reguladores bancarios para promover la financiación para empresas privadas. El Banco Popular de China, por ejemplo, ha promocionado la emisión de fondos en apoyo de empresas privadas y ha utilizado instrumentos de política monetaria para respaldar la concesión de créditos bancarios a empresas privadas. Además, en octubre, los reguladores anunciaron una nueva normativa que permite a las aseguradoras ofrecer productos especiales de gestión de activos a inversores institucionales para la inversión en renta variable y renta fija emitida por sociedades cotizadas y sus accionistas, con el fin de ayudar a los participantes en la EPF y apoyar a las empresas privadas. Bajo los auspicios de la Asociación de Valores de China, 11 sociedades de valores acordaron aportar 25 500 millones de CNY a un plan global de gestión de activos concebido para ayudar a empresas cotizadas con perspectivas de crecimiento pero con dificultades relacionadas con operaciones de EPF. Ya se han emitido dos «bonos especiales de rescate» en el marco de ese plan. Los reguladores también han creado una «herramienta de protección crediticia» piloto para promover la financiación de las empresas privadas por medio de la emisión de bonos. Varios gobiernos locales han dotado fondos para apoyar a las empresas privadas que tienen problemas relacionados con préstamos EPF. Parece que estas medidas han contribuido a frenar los riesgos derivados de esta modalidad de financiación y el coeficiente ETV volvió a situarse por debajo del 30% a finales de octubre.