Los mercados caen y luego rebotan

Las cambiantes perspectivas del crecimiento y de la política monetaria en las principales economías fueron el factor determinante de la evolución de los mercados durante el periodo analizado[1]. En diciembre, la preocupación de los inversores por la posibilidad de que la política monetaria continuara endureciéndose pese a la pérdida de fuerza de la economía mundial desembocó en una acusada caída de los precios de los activos de riesgo. A partir de enero, un giro acomodaticio de la política y la mejora de los datos económicos en Estados Unidos propiciaron un repunte de esos precios.

En la recta final de 2018, la preocupación por el crecimiento y la renovada atención suscitada por la incertidumbre de la política monetaria hicieron cundir el nerviosismo en los mercados internacionales, lo que provocó un repliegue hacia activos seguros. Las cotizaciones bursátiles cayeron y los diferenciales de la deuda corporativa se ampliaron en todo el mundo. Los rendimientos de la deuda soberana retrocedieron y las curvas se aplanaron ligeramente al reducirse las primas por plazo. Aunque la corrección de precios fue general, los activos estadounidenses salieron especialmente mal parados. En cambio, las economías de mercado emergentes (EME) se mantuvieron relativamente estables pese a la desaceleración continuada de la economía china. Dos indicios del endurecimiento de las condiciones financieras fueron las fuertes salidas de capital de los fondos de renta fija corporativa de alta rentabilidad y la contracción de la emisión de bonos y préstamos de baja calificación.

Los mercados financieros se recuperaron en enero, después de que varios bancos centrales reiteraran que la política monetaria se ajustaría en función de los riesgos para la economía mundial. La Reserva Federal insistió en que las decisiones sobre las tasas de interés y el balance dependerían de la evolución de los datos, y mantuvo las tasas oficiales sin cambios, aduciendo su preocupación por la economía mundial y las reducidas expectativas de inflación. El BCE hizo hincapié en los crecientes riesgos a los que se enfrenta el crecimiento en la zona del euro y subrayó su disposición a utilizar todas las herramientas de política en caso necesario. El Banco Popular de China inyectó abundante liquidez en el sistema bancario e introdujo nuevas herramientas de política, en el marco de una iniciativa con varios frentes destinada a estimular una economía que flaquea y a reforzar el préstamo bancario.

[1] Del 5 de diciembre de 2018 al 19 de febrero de 2019.

En enero y febrero, los mercados mundiales se recuperaron, impulsados por las decisiones de política monetaria y un renovado optimismo. Justo cuando los inversores se convencieron de que la política monetaria estadounidense continuaría siendo acomodaticia, la publicación de indicadores macroeconómicos más favorables de lo esperado en Estados Unidos contribuyó a alimentar un repunte de los activos de riesgo. Las acciones y los bonos corporativos recuperaron las pérdidas anteriores, y lo hicieron mostrando una correlación relativamente elevada entre países. Los precios del petróleo y de los metales industriales repuntaron. En las EME, la caída inicial del dólar contribuyó a la entrada sostenida de capital a fondos de renta fija y renta variable, y los rendimientos de la deuda pública retrocedieron tras mantenerse estables en los últimos compases del año. La entrada de capital continuó durante el periodo analizado, pero a un ritmo más lento a causa de la apreciación del dólar.

La evolución de la coyuntura en Europa divergió en ocasiones de la moderada mejora del clima a escala mundial. Las vulnerabilidades de los emisores soberanos europeos se redujeron en un primer momento, pero aumentaron más avanzado el periodo analizado. En un contexto de debilidad persistente de la economía, los diferenciales de la deuda pública italiana cayeron durante el mes de enero, para luego volver a subir ligeramente en febrero, mientras que los rendimientos de los *bunds* alemanes siguieron bajando hasta su nivel más bajo desde hace más de dos años. Aunque el resultado de las negociaciones del Brexit es cada vez más incierto, la libra esterlina y los diferenciales de la deuda pública del Reino Unido no registraron grandes variaciones, y la renta variable británica incluso subió.

Primera fase: los mercados caen al aumentar la preocupación por la desaceleración

Las expectativas de una nueva desaceleración de la economía mundial, unidas a la preocupación por la posibilidad de que la política monetaria continuara endureciéndose en las economías avanzadas (EA), generaron debilidad y volatilidad en los mercados en la primera parte del periodo analizado. Como consecuencia, se inició una fase de repliegue hacia activos seguros.

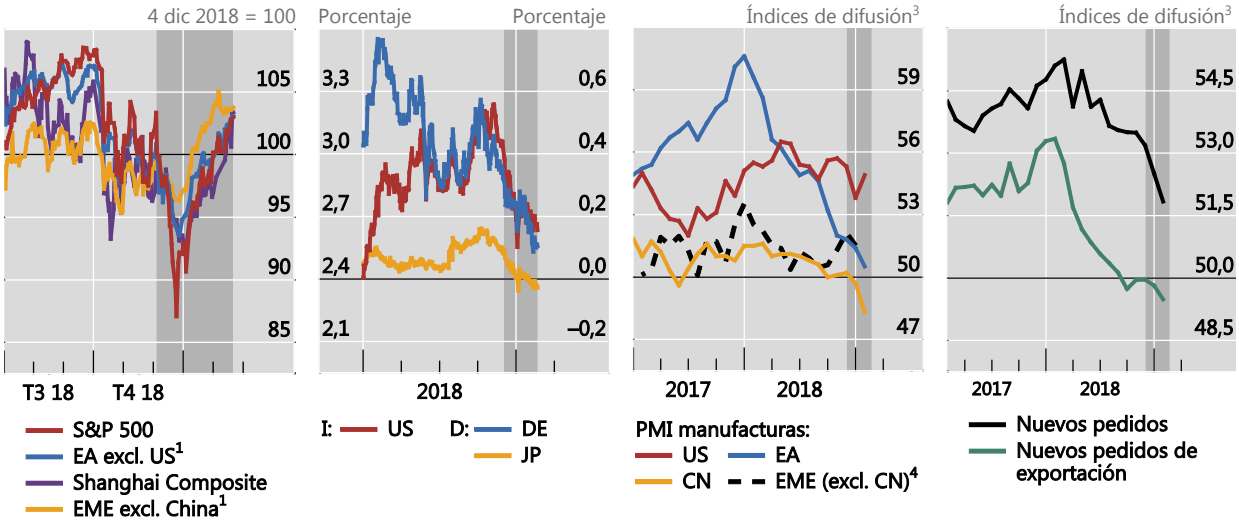
Las acciones sufrieron un fuerte retroceso en todo el mundo y los rendimientos de la deuda soberana de EA cayeron. Las pérdidas acumuladas del índice S&P 500 tocaron techo por encima del 10% en diciembre. Invirtiendo las tendencias divergentes que caracterizaron a la mayor parte de 2018[2], las acciones estadounidenses cedieron más terreno que otras acciones globales, mientras que las EME excluyendo a China tuvieron un comportamiento relativamente bueno (Gráfico 1, primer panel). Los rendimientos soberanos a largo plazo bajaron de forma generalizada, lo que traslucía la preocupación de los inversores por el aumento de los riesgos para el crecimiento mundial y sus consecuencias para la política monetaria. En Alemania y Japón, los rendimientos se situaron en diciembre en su nivel más bajo de 2018. Los rendimientos estadounidenses bajaron más de 20 puntos básicos hasta el final del año (segundo panel), a pesar de que las posiciones del sector oficial en títulos del Tesoro continuaron reduciéndose y la emisión neta siguió siendo vigorosa.

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

El crecimiento mantuvo su pujanza en Estados Unidos, pero el aumento de las dificultades económicas en Europa y China realzó los riesgos de deterioro de la economía mundial. En diciembre, los índices de directores de compras (PMI) del sector manufacturero estadounidense apuntaron a una expansión continuada. Los participantes en los mercados parecían cada vez más preocupados por la posibilidad de que, pese a las buenas condiciones nacionales, la economía estadounidense pudiera acabar acusando la fragilidad del resto del mundo. Las lecturas de final de año de los PMI para el sector manufacturero señalaron una contracción en China y un estancamiento de la actividad en la zona del euro (Gráfico 1, tercer panel). Pese a que los nuevos aranceles que China y Estados Unidos han impuesto a sus respectivas exportaciones quedaron en suspenso hasta marzo de 2019, la persistente debilidad de los nuevos pedidos de exportación acentuó la inquietud de los inversores (cuarto panel).

Ante la mayor vulnerabilidad de las perspectivas, las expectativas de inflación implícitas en el mercado cayeron, las primas por plazo se comprimieron y las curvas de rendimientos soberanos se aplanaron. Las expectativas de inflación, que no habían dejado de aumentar en Estados Unidos durante la mayor parte de 2018, registraron un descenso considerable entre primeros de diciembre y el final del año. La tasa de

Volatilidad en los mercados al aumentar los riesgos para la economía mundial — Gráfico 1



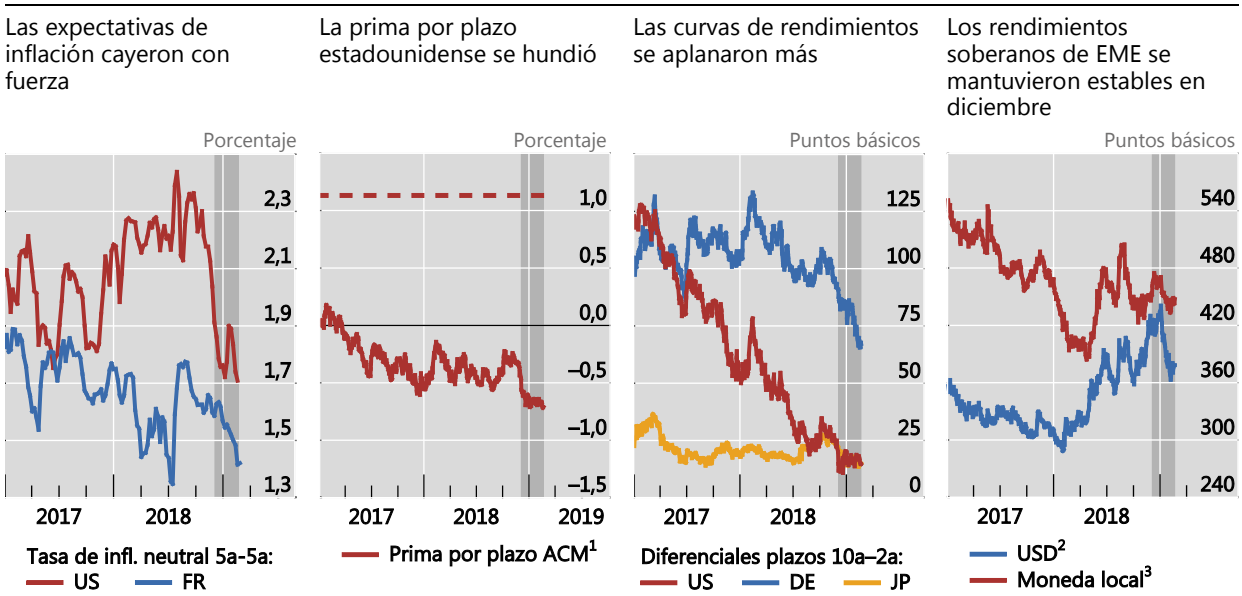
Las zonas sombreadas indican el periodo analizado (del 5 de diciembre de 2018 al 19 de febrero de 2019).

[1] Media simple de índices bursátiles nacionales en moneda local. [2] Basado en los rendimientos de la deuda pública a 10 años. [3] Un valor de 50 indica que el número de sociedades que declaran una expansión empresarial es igual al de sociedades que declaran una contracción; un valor superior a 50 indica una expansión de la actividad económica. [4] Para las EME, media ponderada por el PIB y tipos de cambio PPA de BR, IN, MX, RU y TR.

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

Los bonos soberanos reflejaron la debilidad global

Gráfico 2



Las zonas sombreadas indican el periodo analizado (del 5 de diciembre de 2018 al 19 de febrero de 2019). La línea discontinua del segundo panel indica la media simple del periodo 2010–14 (expansión del balance de la Reserva Federal).

[1] Basado en los rendimientos de la deuda pública a 10 años. [2] Índice JPMorgan EMBI Global (deuda soberana); diferencial neto de garantías. [3] Índice JPMorgan GBI; diferencial sobre títulos del Tesoro de EE UU a siete años.

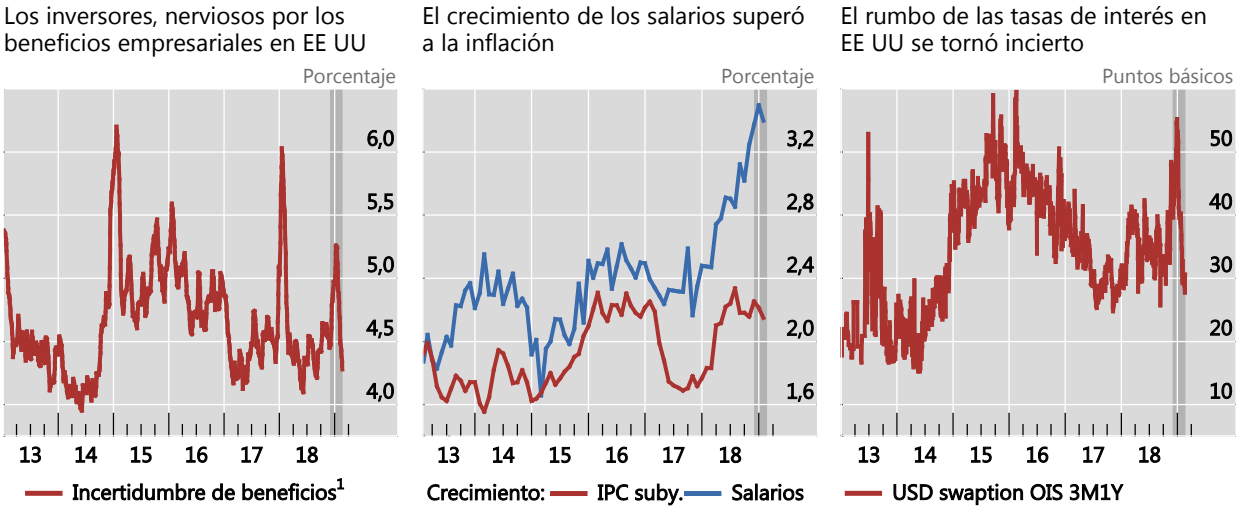
Fuentes: T. Adrian, R. Crump y E. Moench, «Pricing the term structure with linear regressions», *Journal of Financial Economics*, octubre de 2013, pp. 110–38; www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term_premia.html; Bloomberg; JPMorgan Chase; datos nacionales; cálculos del BPI.

inflación neutral también retrocedió ligeramente en la zona del euro, prolongando su trayectoria de descenso continuado (Gráfico 2, primer panel). La prima por plazo de Estados Unidos se redujo en unos 40 puntos básicos desde finales de noviembre hasta diciembre, con lo que continuó internándose en terreno negativo y cerró 2018 al nivel más bajo registrado desde 2016 (segundo panel). Las curvas de rendimientos de la deuda soberana se habían aplanado ligeramente en términos netos al cierre del año (tercer panel). A diferencia de lo ocurrido en las EA y reflejando una resiliencia más general, los rendimientos soberanos de las EME se mantuvieron en gran medida estables (cuarto panel).

La existencia de señales económicas contradictorias agravó la incertidumbre sobre la sostenibilidad de los beneficios empresariales y la trayectoria futura de la política monetaria. La mayor vulnerabilidad de la economía global y la fortaleza relativa del dólar estadounidense empañaron las perspectivas de crecimiento de los beneficios en Estados Unidos. La incertidumbre sobre los beneficios aumentó rápidamente al final del año hasta alcanzar los niveles que se registraron en la antesala de las turbulencias del mercado de febrero de 2018 (Gráfico 3, panel izquierdo). A pesar de la debilidad de los indicadores económicos en la zona del euro y de la preocupación por un posible contagio a Estados Unidos, el crecimiento de los salarios fue rápido y superó a la inflación subyacente, lo que apunta a un posible traslado de las presiones salariales a la tasa general de inflación futura (panel central). Como consecuencia de todo ello, las medidas de incertidumbre de la política monetaria implícitas en el mercado se dispararon a finales de diciembre, alcanzando niveles similares a los del episodio del *taper tantrum* de 2013 (panel derecho).

Con beneficios inciertos y el mercado laboral fortaleciéndose, la trayectoria de la tasa de interés estadounidense no estaba clara

Gráfico 3



Las zonas sombreadas indican el periodo analizado (del 5 de diciembre de 2018 al 19 de febrero de 2019).

[1] Medias móviles de cinco días de la desviación estándar de estimaciones de beneficios por acción divididas por la estimación media para el índice S&P 500.

Fuente: Banco de la Reserva Federal de St Louis, FRED; Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

La inquietud de los inversores se vio avivada por la impresión de que la política monetaria iba a seguir la trayectoria de endurecimiento prefijada tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. El 19 de diciembre, la Reserva Federal subió la tasa de interés oficial y, aunque dijo esperar un ritmo de subidas más lento en 2019, también afirmó que la reducción del balance continuaría desarrollándose según el plan. En la zona del euro, el programa de compra de activos del BCE terminó en la fecha prevista.

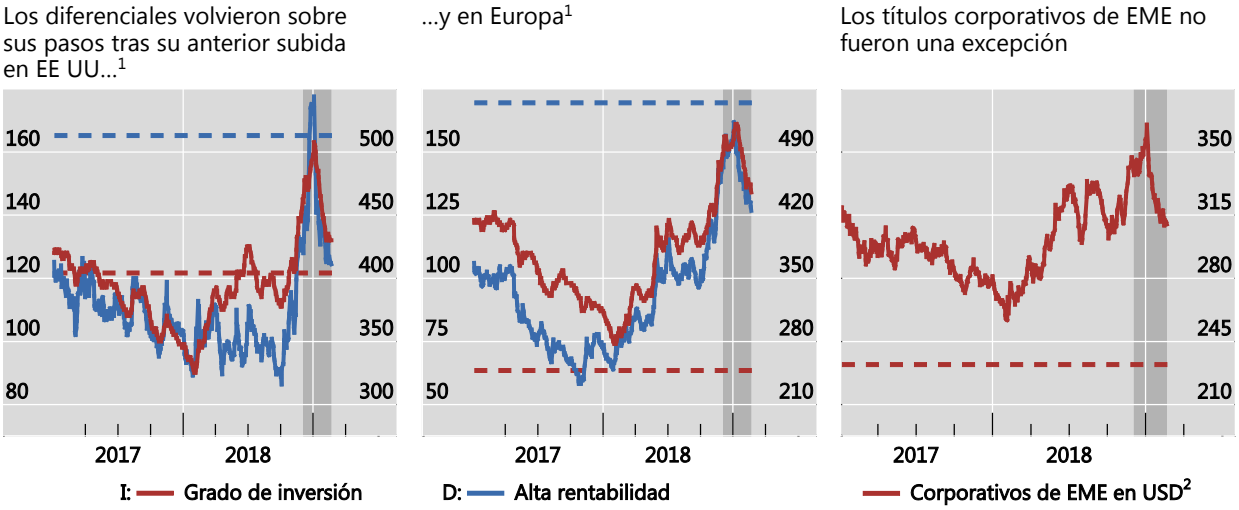
Los crecientes temores sobre las perspectivas de crecimiento también sacudieron a los mercados de bonos corporativos de todo el mundo. Conforme fue avanzando diciembre, los precios de los bonos de empresa sufrieron nuevas presiones generalizadas. Los diferenciales de rendimiento subieron de forma pronunciada en Estados Unidos. Las empresas de alta rentabilidad (HY) fueron las más perjudicadas y sus diferenciales llegaron a superar brevemente el promedio previo a la crisis. Los diferenciales de los títulos con grado de inversión (IG) también se ampliaron, pero en menor medida (Gráfico 4, panel izquierdo). Además, la emisión de bonos corporativos se contrajo. En Europa y en las EME se registraron también subidas de los diferenciales, pero no tan acusadas como las de Estados Unidos (paneles central y derecho).

La tensión en los mercados de préstamos apalancados y bonos de titulización de préstamos garantizados (CLO) también parecía indicar un endurecimiento de las condiciones de financiación para las empresas con calificaciones más bajas. La emisión de préstamos apalancados se redujo considerablemente en Estados Unidos,

Los diferenciales corporativos subieron con fuerza en todo el mundo, pero retornaron rápidamente al nivel anterior

En puntos básicos

Gráfico 4



Las zonas sombreadas indican el periodo analizado (del 5 de diciembre de 2018 al 19 de febrero de 2019). Las líneas discontinuas indican medias simples del periodo 2002–06.

[1] Diferencial de rendimiento, ajustado de opciones. [2] Índice JPMorgan CEMBI; diferencial neto de garantías.

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

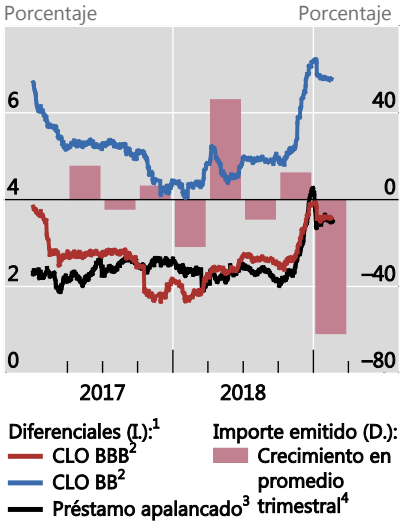
con un descenso superior al 50% en enero (debido al retardo, las cifras de enero reflejaron la desaceleración de diciembre). Los diferenciales de los préstamos apalancados y los CLO se habían ampliado rápidamente desde comienzos del cuarto trimestre y tras el ascenso de diciembre llegaron a doblar, en el caso de los préstamos apalancados, el nivel de los dos últimos años. Los diferenciales de los CLO también aumentaron a gran velocidad en diciembre (Gráfico 5, panel izquierdo).

El repunte de los diferenciales de la deuda corporativa estadounidense reflejó en gran medida los cambios en las condiciones de los mercados de financiación y probablemente también la menor liquidez disponible al final del año (véase el Recuadro A, que analiza los problemas de liquidez de finales de diciembre). En las dos últimas semanas de diciembre, los diferenciales se mostraron especialmente sensibles a las abultadas salidas de capital de fondos de renta fija de alta rentabilidad (Gráfico 5, panel central) —más de lo que cabía esperar dadas las relaciones históricas—. De hecho, la ampliación de los diferenciales de finales de diciembre de 2018 fue mayor que otras registradas en el pasado tras salidas de capital similares (panel derecho). Esta reacción de los precios a las salidas de capital puso de manifiesto la preocupación por la solidez de la liquidez en los mercados de deuda corporativa en épocas de intensas presiones de venta (el Recuadro B analiza una posible causa de ventas excesivas).

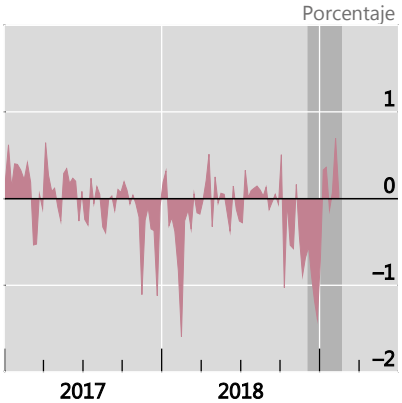
La emisión de préstamos cayó en picado mientras los bonos de alta rentabilidad sufrieron fuertes salidas de capital en diciembre

Gráfico 5

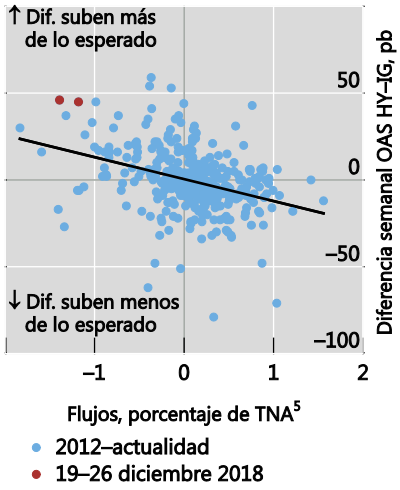
La emisión de préstamos se contrajo y los diferenciales se ampliaron mucho



Fuertes salidas de capital de los bonos de alta rentabilidad en diciembre[5]



La ampliación de los diferenciales fue inusualmente pronunciada



La zona sombreada del panel central indica el periodo analizado (del 5 de diciembre de 2018 al 19 de febrero de 2019).

[1] Diferencial frente al título del Tesoro estadounidense a 10 años. [2] Rendimiento de tramos de CLO del índice Palmer Square CLO Senior por calificación. [3] Indice US Leveraged Loan 100 Index, rendimiento medio ponderado. [4] Promedio trimestral de volúmenes mensuales totales de operaciones de préstamos apalancados en EE UU comunicados por Bloomberg. Para el T1 2019, importe de enero de 2019. Datos consultados por última vez el 6 de febrero de 2019. [5] Flujos semanales hacia fondos que invierten en deuda corporativa de alta rentabilidad (HY) de América del Norte y Europa occidental, en porcentaje de los activos totales netos (TNA).

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

Segunda fase: el ánimo mejora merced a una política monetaria más acomodaticia

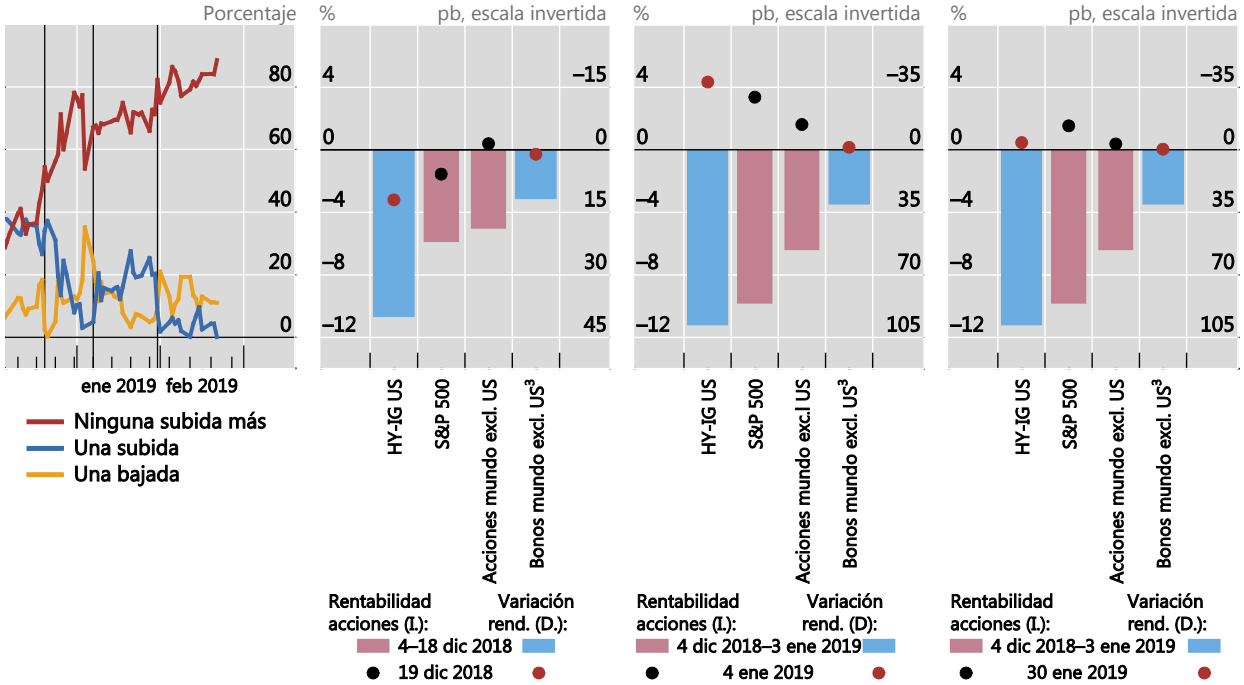
La política monetaria cambió de rumbo en enero, ante las inciertas perspectivas de la economía mundial. Las señales más acomodaticias de los bancos centrales de las principales economías crearon un entorno propicio para que, a partir de enero, el mercado repuntara y recuperara las pérdidas de diciembre. Comenzó entonces una fase de renovado optimismo.

Las perspectivas de política monetaria cambiaron en enero. El día 4, el presidente de la Reserva Federal recalcó que tanto las tasas de interés como el balance se ajustarían con flexibilidad, teniendo en cuenta los datos que fueran conociéndose. Once días después, el presidente del BCE hizo hincapié en los riesgos a la baja para la economía y subrayó que todos los instrumentos de política monetaria seguían estando disponibles. El 23 de enero, el Banco de Japón revisó a la baja su previsión de inflación y reiteró su compromiso de adquirir bonos de deuda pública para mantener el rendimiento de la deuda a 10 años en el nivel fijado como objetivo. Durante las declaraciones ante la prensa que siguieron a la reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) del 30 de enero, el presidente de la Reserva Federal repitió el mensaje principal sobre la flexibilidad del balance que ya había transmitido el día 4.

Los participantes en los mercados respondieron a estas señales de los responsables de la política monetaria retomando posiciones de mayor riesgo. Una comparación entre el comportamiento de los mercados el 19 de diciembre y el 4 de enero ilustra el cambio de clima. El 19 de diciembre, los inversores reaccionaron con un repliegue de posiciones de riesgo a la declaración de política del FOMC, ya que, pese a reducir de tres a dos el número de subidas de tasas previstas, la Reserva Federal elevó las tasas de interés conforme a lo previsto e indicó que los ajustes del balance continuarían «en piloto automático». Ese día, aunque los inversores comenzaron a descontar la probabilidad de una subida de tasas en el futuro, las acciones y los bonos corporativos ahondaron en sus pérdidas anteriores, sobre todo en Estados Unidos (Gráfico 6, paneles primero y segundo). Más avanzado el mes de

Las perspectivas de una política monetaria acomodaticia contribuyeron al ascenso de los precios de los activos

Gráfico 6



[1] Probabilidad implícita en los futuros sobre fondos federales de una subida o bajada de tasas de interés de 25 puntos básicos para 2019; contrato de diciembre de 2019; durante el periodo analizado (del 5 de diciembre de 2018 al 19 de febrero de 2019). [2] 19 de diciembre de 2018. [3] Media simple de variaciones de diferenciales de rendimiento HY-IG para índices JPMorgan CEMBI e índices europeos de Merrill Lynch. [4] El presidente de la Reserva Federal reiteró que la normalización del balance sería flexible si era necesario. [5] 30 de enero de 2019.

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

diciembre, los inversores comenzaron a considerar más probable una bajada de tipos que una subida. En cambio, el 4 de enero, cuando la Reserva Federal indicó que la contracción del balance sería tan flexible como fuera necesario, los precios de los activos recuperaron parte de sus pérdidas, siendo los que más habían caído en diciembre los que mayores ascensos registraron (tercer panel)[3]. Aunque la Reserva Federal ofreció más detalles sobre sus previsiones para el balance el 30 de enero, la reacción a esta reunión del FOMC fue más moderada (cuarto panel).

El deterioro de las condiciones financieras, con sus posibles efectos sobre la economía real, contribuyó al cambio de la orientación de la política monetaria, como quedó patente en las declaraciones a los medios de comunicación tras las dos reuniones del FOMC. El 19 de diciembre, el presidente de la Reserva Federal había manifestado que el empeoramiento de las condiciones financieras —que reflejaba la evolución general de las tasas de interés, los diferenciales de la deuda corporativa y los mercados de divisas y bursátiles, entre otros— no había alterado en lo fundamental las perspectivas para la economía estadounidense[4]. El 30 de enero, el presidente recalcó que el deterioro sostenido de las condiciones financieras, junto con el creciente riesgo de contagio de la fragilidad del crecimiento mundial a Estados Unidos, había sido uno de los determinantes de la decisión de hacer una pausa en la normalización de la política monetaria adoptada en la reunión del FOMC de enero[5].

Al mismo tiempo que la orientación de la política monetaria se tornaba más acomodaticia en las EA, las autoridades chinas emprendieron una iniciativa en varios frentes encaminada a luchar contra una persistente desaceleración. Durante buena parte de 2018, la debilidad de los precios de los activos y los datos macroeconómicos chinos había reflejado, en parte, los esfuerzos de las autoridades para desapalancar la economía sin poner en peligro el crecimiento. Los responsables políticos chinos relajaron la política monetaria y fiscal, mientras al mismo tiempo intentaban alejar el crecimiento del crédito del sector bancario informal (Gráfico 7, panel izquierdo). En enero redoblaron estos esfuerzos. El estímulo monetario se centró en la banca: el Banco Popular de China redujo los requerimientos de encaje bancario, y proporcionó abundante liquidez por medio de operaciones de mercado abierto (panel derecho). Asimismo, puso en marcha un mecanismo de préstamo a plazo destinado a impulsar el crédito a las pequeñas empresas. Los reguladores aprobaron también la emisión de bonos perpetuos por parte de entidades bancarias para reforzar su capital de Nivel 1. Estos bonos pueden permutarse por deuda del banco central, que a su vez puede ser utilizada por sus tenedores como garantía para la obtención de financiación. En el ámbito fiscal, el estímulo se canalizó fundamentalmente a través de «bonos especiales de gobiernos locales», utilizados para financiar proyectos de infraestructuras.

[3] El presidente de la Reserva Federal participó en una mesa de debate entre las 10:15 y las 12:15 horas (hora estándar del Este de Estados Unidos). A las 8:30 se publicó un informe sobre la situación del empleo sorprendentemente positivo. Incluso excluyendo la primera media hora de negociación, durante la que los precios reflejaron la buena noticia macroeconómica, las acciones evolucionaron bien.

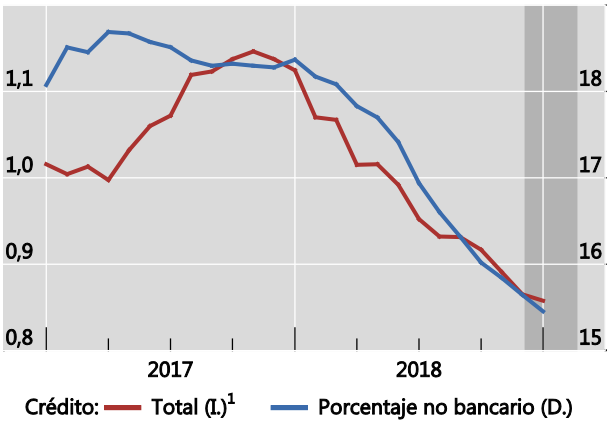
[4] Transcripción de la rueda de prensa del presidente Powell, 19 de diciembre de 2018, pp. 1 y 4, https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20181219.pdf.

[5] Transcripción de la rueda de prensa del presidente Powell, 30 de enero de 2019, pp. 11–12, https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20190130.pdf.

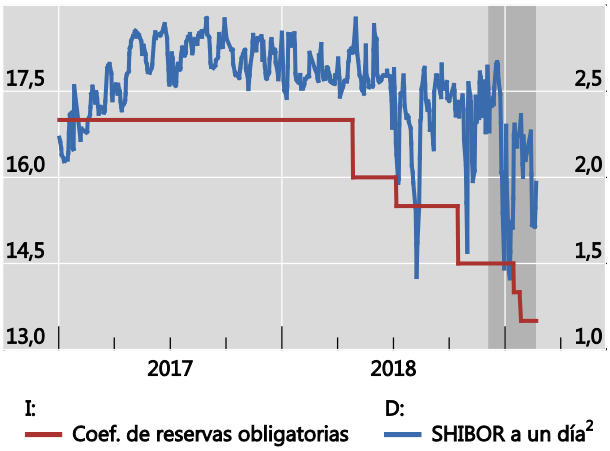
En China, las políticas respondieron a la desaceleración

Porcentaje — Gráfico 7

El crecimiento del crédito se desaceleró al contraerse el sector bancario informal



Continuó la relajación monetaria



Las zonas sombreadas indican el periodo analizado (del 5 de diciembre de 2018 al 19 de febrero de 2019).

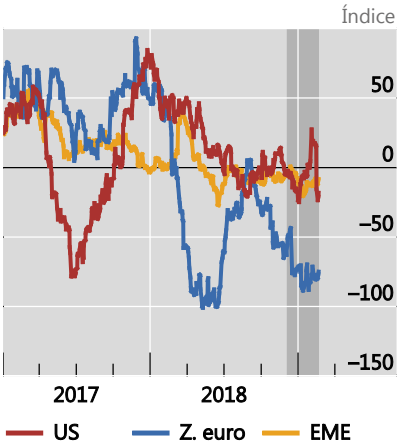
[1] Media móvil de 12 meses de la tasa de crecimiento mensual. [2] Tasa de interés interbancaria a un día de oferta de Shanghai.

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

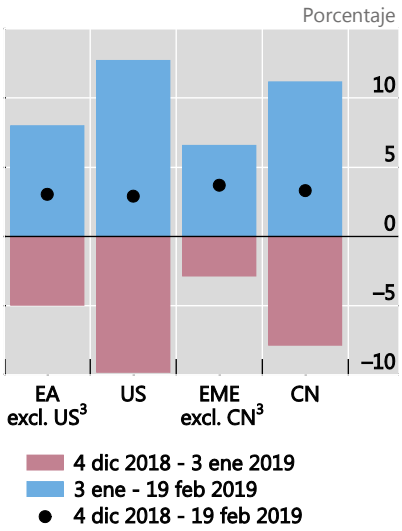
El renovado optimismo en 2019 mejoró el apetito por el riesgo en los mercados mundiales de renta variable

Gráfico 8

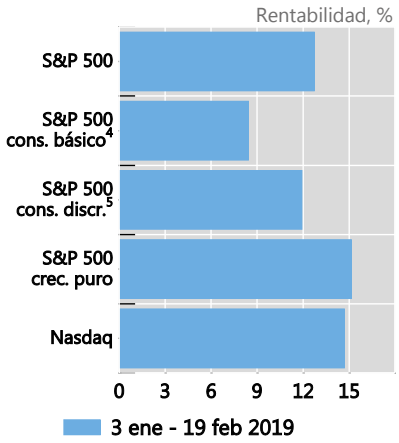
La economía estadounidense sorprendió positivamente[1]



Las acciones recuperaron el terreno perdido en todo el mundo[2]



Las acciones de crecimiento mostraron el mejor comportamiento



[1] Índice Citi Economic Surprise; las zonas sombreadas indican el periodo analizado (del 5 de diciembre de 2018 al 19 de febrero de 2019). [2] La rentabilidad se calcula utilizando el precio de cierre en las fechas indicadas en la leyenda. [3] Media simple de índices bursátiles nacionales en moneda local. [4] Productos básicos de consumo. [5] Productos de consumo discrecional.

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

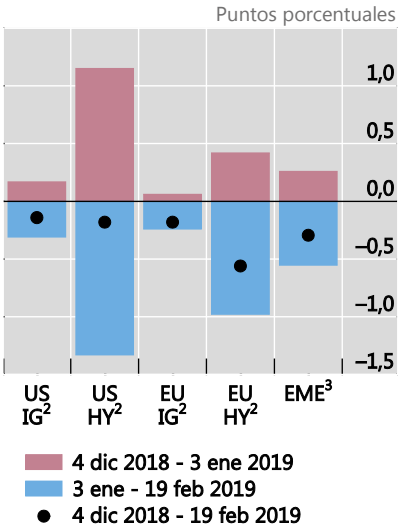
Una política monetaria cada vez más acomodaticia en todo el mundo y la publicación de indicadores más positivos de lo esperado en Estados Unidos insuflaron optimismo a los inversores. En enero, los datos económicos continuaron empeorando en Europa y se mantuvieron en general estables en las EME, pero en Estados Unidos superaron las previsiones pese al prolongado cierre de la administración (Gráfico 8, panel izquierdo). Las acciones subieron con fuerza en todo el mundo y recuperaron el terreno perdido en diciembre, con un comportamiento especialmente destacado de las acciones orientadas al crecimiento (paneles central y derecho). Los diferenciales corporativos se estrecharon en todo el mundo y terminaron el periodo analizado con un descenso en términos netos (Gráfico 9, panel izquierdo). Dado que los activos de riesgo reaccionaron a la evolución de la política monetaria de forma sincronizada, la correlación entre las acciones estadounidenses y los títulos internacionales —tanto acciones como bonos corporativos— aumentó notablemente (panel central).

Los precios de la deuda soberana subieron, excepto en Estados Unidos. Al reducirse las expectativas de inflación, los rendimientos cayeron en términos netos en Alemania y Japón, pero subieron ligeramente en Estados Unidos (Gráfico 9, panel

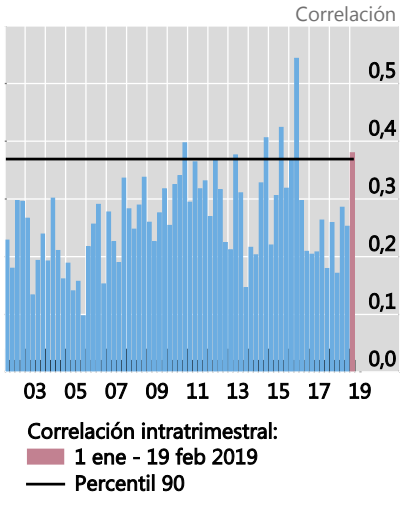
Los diferenciales corporativos se comprimieron al caer los rendimientos de la deuda soberana

Gráfico 9

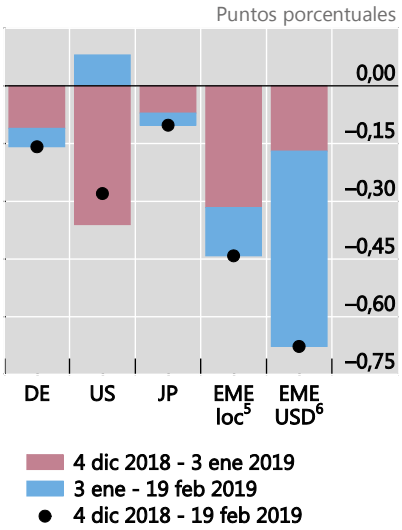
La anterior ampliación de los diferenciales corporativos se invirtió[1]



Las acciones y los bonos corporativos evolucionaron de forma sincronizada entre países[4]



Los rendimientos de la deuda soberana continuaron cayendo, excepto en EE UU[1]



[1] Las variaciones de los rendimientos se calculan utilizando el precio de cierre en las fechas indicadas en la leyenda. [2] Diferencial de rendimiento, ajustado de opciones. [3] Índice JPMorgan CEMBI; diferencial neto de garantías. [4] Promedio de correlaciones cruzadas intratrimestrales (en valor absoluto) entre la rentabilidad del índice S&P 500 y (i) la rentabilidad de las acciones de EA (rentabilidad media de una selección de índices bursátiles de EA); (ii) la rentabilidad de las acciones de EME (índice MSCI Emerging Markets); (iii) las variaciones de los rendimientos de los bonos corporativos estadounidenses (promedio de índices de bonos corporativos con grado de inversión y de alta rentabilidad estadounidenses); (iv) las variaciones de los rendimientos de los bonos corporativos de EA (promedio de índices de bonos corporativos con grado de inversión y de alta rentabilidad europeos); y (v) las variaciones de los rendimientos de los bonos corporativos de EME (promedio de CEMBI HY y CEMBI IG). [5] Índice JPMorgan GBI. [6] Índice JPMorgan EMBI Global.

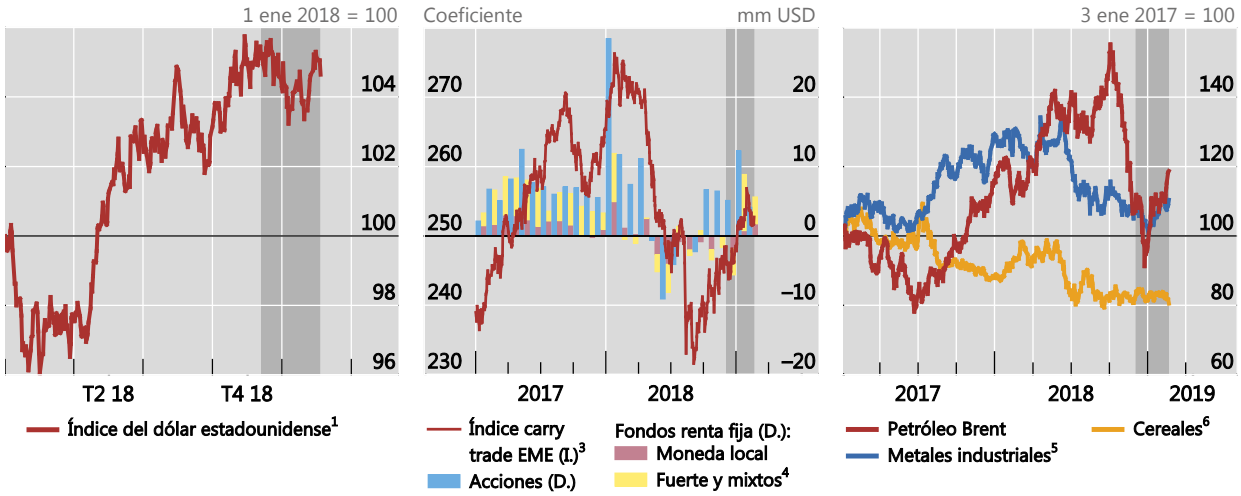
Fuentes: Bloomberg; Datastream; índices ICE BofAML; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

derecho). En las EME se registró una caída de los rendimientos soberanos, sobre todo en el caso de los bonos denominados en dólares estadounidenses, que cerraron el periodo analizado con rendimientos notablemente más bajos.

Los activos de EME experimentaron fuertes entradas de capital y los precios de las materias primas subieron al debilitarse el dólar a principios de enero (Gráfico 10, panel izquierdo). Con diferenciales de tasas de interés favorables y valoraciones de la renta variable relativamente bajas tras la corrección que tuvo lugar en 2018, los fondos de renta fija y variable recibieron sustanciales entradas de capital. Los fondos de renta fija acumularon activos significativos por primera vez desde principios de 2018 (panel central). Las materias primas sensibles al crecimiento, como el petróleo y los metales industriales, también se anotaron avances. Los precios del petróleo en particular, que habían protagonizado una acusada caída en el primer trimestre del año, volvieron sobre sus pasos (panel derecho). En fechas posteriores del periodo analizado, el dólar estadounidense se apreció, con cierta volatilidad. Como consecuencia, las operaciones de *carry trade* se tornaron menos rentables, y las entradas de capital a activos de EME se ralentizaron.

Con la caída del dólar en enero, aumentaron los flujos a activos de EME y subieron los precios de las materias primas

Gráfico 10



Las zonas sombreadas indican el periodo analizado (del 5 de diciembre de 2018 al 19 de febrero de 2019).

[1] El índice del dólar estadounidense (USDX) mide el valor del dólar estadounidense frente a las principales monedas. Un ascenso corresponde a una apreciación del dólar. [2] Sumas mensuales de datos semanales hasta el 13 de febrero de 2019. [3] Índice de *carry trade* EM-8, que mide los rendimientos totales acumulados de una posición de *carry trade* larga mantenida a largo plazo («*buy and hold*») en ocho monedas de EME financiada en su totalidad con posiciones cortas en USD. [4] Los fondos mixtos invierten en deuda denominada tanto en moneda local como en monedas fuertes. [5] Subíndice Bloomberg Industrials Metals. [6] Subíndice Bloomberg Grains.

Fuentes: Bloomberg; EPFR; cálculos del BPI.

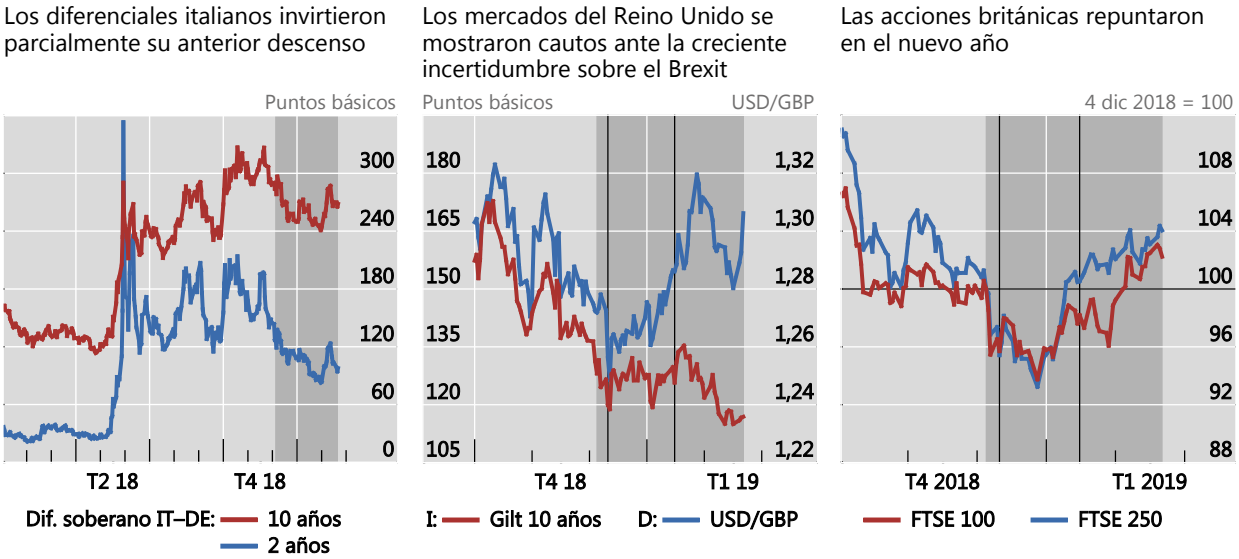
El riesgo soberano se estabiliza en la zona del euro, la incertidumbre sobre el Brexit aumenta

Los indicadores de riesgo soberano se relajaron de forma generalizada en los mercados de la zona del euro en la primera parte del periodo analizado. Los diferenciales de la deuda pública italiana con los *bunds* alemanes continuaron estrechándose (Gráfico 11, panel izquierdo). Aunque continuaban por encima de su nivel de principios de 2018, los diferenciales italianos eran muy inferiores a los registrados tras el anuncio del proyecto de presupuesto en septiembre. Gracias a la elevada demanda, en varios países, entre los que se contaron Italia y España, se celebraron subastas en las que la demanda superó claramente a la oferta. Sin embargo, los diferenciales italianos volvieron a ampliarse en febrero cuando la Comisión Europea redujo considerablemente sus previsiones del PIB italiano para 2019.

A pesar del aumento de la incertidumbre sobre el Brexit y la reducción de las previsiones de crecimiento del Banco de Inglaterra, los activos del Reino Unido evolucionaron bien en los mercados. Solo se observaron ciertos indicios de repliegue hacia activos seguros el 10 de diciembre, cuando se canceló la votación programada en el Parlamento sobre el borrador de acuerdo entre la Unión Europea y el Reino Unido. El rechazo al acuerdo el 15 de enero tampoco dio lugar a una reacción sostenida de los mercados. En ambas ocasiones, aunque la libra se depreció frente al dólar y los rendimientos de la deuda pública británica a 10 años subieron, los movimientos no fueron especialmente pronunciados y se revirtieron rápidamente (Gráfico 11, panel central). Los índices bursátiles británicos siguieron los pasos del resto de bolsas mundiales y avanzaron con fuerza en enero y febrero, terminando el periodo analizado con una rentabilidad positiva (panel derecho).

Los riesgos soberanos de la zona del euro se redujeron en conjunto y los mercados del Reino Unido permanecieron estables

Gráfico 11



Las zonas sombreadas indican el periodo analizado (del 5 de diciembre de 2018 al 19 de febrero de 2019). Las líneas verticales de los paneles central y derecho indican el 10 de diciembre de 2018 (se cancela la votación parlamentaria programada sobre el borrador de acuerdo para el Brexit) y el 15 de enero de 2019 (el Parlamento rechaza el borrador de acuerdo para el Brexit).

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Recuadro A

Los mercados financieros continúan siendo vulnerables a las tensiones de final de año

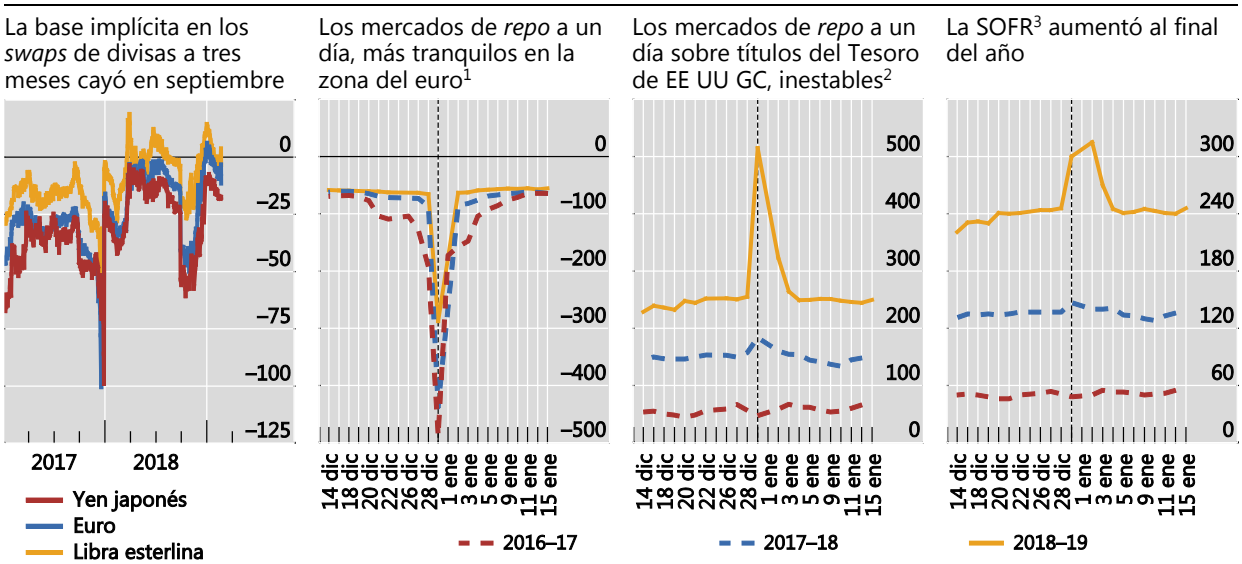
Sirio Aramonte y Egemen Eren

En la recta final de cada año es habitual que en muchos mercados se produzcan acusadas oscilaciones de precios, que reflejan la relativa escasez de liquidez que en parte se deriva de la obligación de presentar información con fines reguladores en fechas concretas muy espaciadas. Los acontecimientos de finales de 2018 pusieron de manifiesto dos cosas. En primer lugar, que los participantes en los mercados y los bancos centrales realizaron ajustes para hacer frente a las recurrentes anomalías de precios: los primeros adelantaron los ajustes; los últimos trataron de facilitar este proceso. En segundo lugar, que la falta de liquidez de final de año hace que los mercados de financiación y de colateral sean vulnerables a acontecimientos inesperados. Lo ocurrido a finales de 2018 también puso de relieve los canales a través de los cuales esas anomalías de precios pueden propagarse por todos los mercados financieros①.

Los mercados de *swaps* de divisas se mantuvieron relativamente estables a finales de diciembre, aunque la volatilidad había aumentado en fechas anteriores del año. En el pasado, estos mercados habían experimentado fuertes subidas del coste del dólar estadounidense frente al euro y el yen en los últimos compases del año (Gráfico A, primer panel). Esto ocurrió en distintos momentos durante los últimos años, ya que los operadores maniobraron para tomar posiciones antes de las fechas en las que la demanda es mayor. En esta ocasión, la base implícita en el *swap* de divisas a tres meses sufrió una notoria caída a finales de diciembre, que obedeció a la coincidencia de una elevada demanda de los inversores por la prefinanciación de posiciones en dólares estadounidenses y las altas cotizaciones que ofrecían los operadores para gestionar los balances de inventario al final del año. Aunque la caída no fue tan pronunciada como en el pasado, la base continuó siendo más amplia durante más tiempo, lo que apunta a efectos menos fuertes pero más duraderos de las presiones de final de año②.

La tensión de final de año continuó causando perturbaciones en los precios

En puntos básicos — Gráfico A



[1] La tasa *repo* a un día se calcula utilizando *repos* con bonos de deuda pública alemana como garantía, que comprenden operaciones con un 90% de garantías especiales y un 10% de garantías genéricas. [2] El gráfico muestra la tasa media ponderada del índice DTCC Treasury GCF Repo. [3] Tasa de financiación a un día garantizada.

Fuentes: Bloomberg; RepoFunds Rate, www.repofundsrate.com; cálculos del BPI.

También los mercados de *repo* europeos resistieron mejor al final de 2018 que en años anteriores. Por ejemplo, las tasas *repo* para las muy demandadas garantías alemanas no se adentraron tanto en territorio negativo como en episodios anteriores (Gráfico A, segundo panel). Previendo las tensiones de la recta final del año en los mercados, los inversores se apresuraron a asegurarse financiación y gestionar las garantías. Además, el acceso más amplio y sencillo a programas de préstamo de valores del BCE y de los bancos centrales nacionales contribuyó, sin duda alguna, a mitigar las anomalías de final de año.

A pesar de los ajustes adelantados, los mercados financieros continuaron siendo vulnerables a los efectos de acontecimientos inesperados. El último día de diciembre, un momento en el que los operadores son reacios a ampliar sus balances debido a la obligación de presentar información con fines reguladores, se produjo una gran emisión de títulos del Tesoro estadounidense. Como consecuencia, la tasa *repo* de los títulos del Tesoro con garantías genéricas (GC) subió 260 puntos básicos (Gráfico A, tercer panel).

Las tensiones localizadas de final de año pueden contagiarse a otros mercados si afectan a las tasas de interés utilizadas para calcular referencias. Así ocurrió con la subida de la tasa de financiación a un día garantizada, que es una tasa de referencia alternativa al LIBOR basada en parte en las tasas *repo* sobre títulos del Tesoro GC (Gráfico A, cuarto panel)③.

① En términos más generales, esta evolución reflejó el hecho de que, tras la crisis, las instituciones financieras han reconocido que utilizar el balance tiene su precio. Esta mejora de la gestión de riesgos se ha consolidado por efecto de la regulación. Véase el *Informe Económico Anual del BPI de 2018*, capítulo III, para un análisis más exhaustivo. ② 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, para un análisis más detallado de los factores que afectan al *cross-currency basis*. ③ Véase también A. Schrimpf y V. Sushko, «Más allá del LIBOR: un análisis sobre las nuevas tasas de interés de referencia», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2019.

Recuadro B

Mandatos de inversión y ventas forzosas: el caso de los fondos de inversión y los bonos BBB

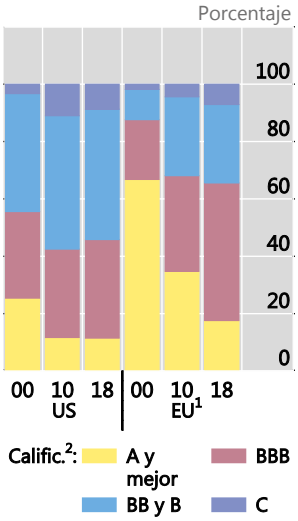
Sirio Aramonte y Egemen Eren

La proporción de emisores de renta fija corporativa con la calificación más baja dentro de las consideradas de grado de inversión —BBB o equivalente— ha aumentado en Estados Unidos y en Europa desde 2000 (Gráfico B, primer panel). En Estados Unidos, este aumento se produjo fundamentalmente antes de la Gran Crisis Financiera (GCF), mientras que en Europa continuó después de la crisis. En datos de 2018, la proporción de emisores de bonos corporativos con calificación BBB se situaba en aproximadamente un tercio en Estados Unidos y en casi la mitad en Europa.

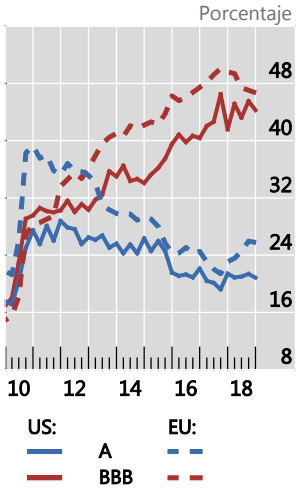
Fondos de inversión y riesgo de ventas forzosas de bonos BBB

Gráfico B

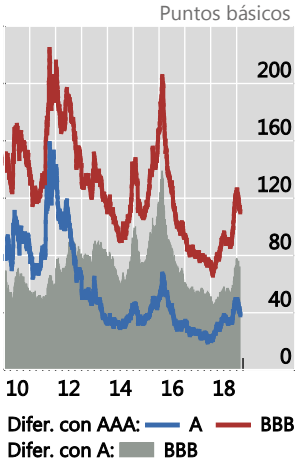
El porcentaje de emisores BBB aumentó



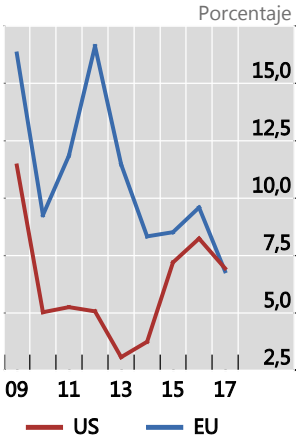
Los fondos de inversión centrados en títulos IG tenían más bonos BBB[3]



Diferencia de rendimiento entre bonos con calificación BBB y con calificación A[4]



Frecuencia de rebajas de calificación de BBB a categorías de bono basura[5]



[1] Unión Europea: AT, BE, DE, DK, ES, EE, FI, FR, GR, IE, IT, LU, NL y PT. [2] A = Aaa–A3; BBB = Baa1–Baa3; BB y B = Ba1–B3; C = Caa1– C. [3] IG indica bonos con grado de inversión. Porcentaje medio de carteras de fondos de inversión de renta fija corporativa invertidas en bonos con la calificación indicada. [4] Diferenciales de rendimiento ajustados de opciones. [5] Frecuencia de revisiones a la baja de la calificación de BBB a categoría de bonos basura o sin calificación.

Fuentes: Índices ICE BofAML; Lipper; Moody's Analytics CreditEdge; S&P Global; cálculos del BPI.

Los mandatos de inversión basados en calificaciones obligan a los gestores de carteras a mantener activos con calificaciones superiores a una determinada calidad crediticia mínima. Los fondos de inversión en bonos corporativos tienen con frecuencia este tipo de mandatos, que permiten a los inversores elegir fácilmente la exposición al riesgo que desean y que a menudo se centran en el segmento con grado de inversión.

Desde la GCF, los fondos de inversión en bonos corporativos con grado de inversión no han dejado de incrementar el porcentaje de bonos BBB de sus carteras. En 2018, esta proporción se aproximaba al 45% tanto en Estados Unidos como en Europa, frente a aproximadamente un 20% en 2010 (Gráfico B, segundo panel). Con las tasas de interés en niveles inusualmente bajos después de la GCF, los gestores de carteras se sintieron atraídos por el significativo rendimiento que ofrecían los bonos con calificación BBB, notablemente superior al de otros títulos con mejor calificación (tercer panel).

Aunque resultan interesantes para los inversores que desean mantener una exposición al riesgo concreta, los mandatos de inversión basados en calificaciones crediticias pueden provocar ventas forzosas a precios rebajados. Si, como consecuencia de la debilidad económica, un número suficientemente elevado de emisores vieran sus calificaciones rebajadas repentinamente de BBB a bono basura, los fondos de inversión y, en general, otros participantes del mercado con mandatos de grado de inversión podrían verse obligados a desembarazarse de grandes cantidades de bonos en un plazo muy breve.

La probabilidad de que esas ventas forzosas se produzcan depende de la probabilidad de que la calificación de un número suficientemente elevado de empresas se revise a la baja de BBB a bono basura en un breve espacio de tiempo. En 2009, cuando las tasas de mora alcanzaron máximos históricos, la frecuencia de esas rebajas de la calificación era del 11,4% en Estados Unidos y del 16,3% en Europa (Gráfico B, cuarto panel). Para 2017, esa frecuencia había caído hasta cerca del 7% en ambas regiones. Asumiendo hipótesis razonables, el retorno a los porcentajes del 2009 podría forzar un reajuste de carteras superior a la tasa de rotación diaria de los mercados de renta fija corporativa①.

① Según la Securities Industry and Financial Markets Association, en el tercer trimestre de 2018 estaban vigentes bonos corporativos estadounidenses por valor de unos 9,1 billones de dólares, con un volumen de contratación diario de aproximadamente 25 000 millones de dólares (rotación del 0,27%). Con una frecuencia de rebaja de calificación de BBB a bono basura del 11,4%, suponiendo que el 10% de las revisiones a la baja se produjeran aproximadamente al mismo tiempo y que un tercio de los bonos se enajenaran rápidamente, se vendería en torno al 0,38% de los bonos BBB vigentes (frente a la tasa de rotación diaria del 0,27%).