

FOCUS · Tipos bajos y poca volatilidad: un arma de doble filo

La evolución de los mercados financieros internacionales ha sido, en conjunto, muy positiva durante la primera mitad del año. De hecho, tal vez demasiado en algunos ámbitos, en el sentido de que se podrían estar sembrando las condiciones para posteriores episodios de inestabilidad.

Los signos de la bonanza se perciben, en primer lugar, en el descenso de los tipos de interés libres de riesgo, en la reducción de las primas de riesgo y, por ende, en el aumento de las cotizaciones. Pero es incluso más llamativo el bajísimo nivel de las volatilidades, tanto las registradas como las implícitas en los instrumentos derivados. Simultáneamente, la negociación pulsa con vigor y fluidez tanto en los mercados primarios como en los secundarios. Como resultado, los índices que miden el grado de estrés en los mercados se encuentran de nuevo en la zona de mínimos históricos de 2007. Las principales razones de esta dinámica son conocidas: menor probabilidad de riesgos extremos (como la ruptura del euro, etc.), crecimiento moderado pero resistente, inflación baja y políticas monetarias expansivas. Este último factor es de especial importancia. Unos mercados financieros boyantes es precisamente uno de los objetivos intermedios de las actuales políticas monetarias de los países desarrollados. Pero es conveniente evitar excesos que, en caso de desbordar, acaben teniendo un efecto bumerán. Como no podía ser de otra manera, los guardianes de la estabilidad financiera están vigilantes. Se pueden leer muchas alertas en los informes que sobre esta materia han publicado durante estos tres últimos meses organismos como el FMI, el ESRB, el BCE o el FSOC. Pero ninguna es tan contundente como la del Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés), que en su reciente informe anual califica el clima de los mercados como eufórico y alejado de la realidad económica.

El BIS atribuye a las políticas de los bancos centrales un papel preponderante, casi exclusivo, en esta escena financiera. De entrada, provocando un doble efecto sobre los mercados de deuda pública de los países avanzados: tipos de interés (*yields*) muy bajos y muy estables, es decir, con apenas volatilidad. Estos dos efectos se combinan y refuerzan para poner en marcha un tercero: mayor asunción de riesgos y mayor apalancamiento por parte de los inversores, en su afán por obtener más rentabilidad (*search for yield*). Es fácil apreciar manifestaciones de este fenómeno. Por ejemplo, y con especial relevancia, el *boom* de los bonos basura, un mercado de moda entre los inversores y que cada vez da cabida a más empresas emisoras. A título anecdótico, llama la atención el aumento de las emisiones y la reducción de los *spreads* de los denominados *cat bonds*, instrumentos que transfieren al bonista el riesgo de catástrofes naturales como huracanes o terre-

motos. También es reveladora la proliferación de las estrategias de *carry trade* en los mercados de divisas.

Una excesiva prolongación de tipos bajos y volatilidad imperceptible puede exacerbar entre los inversores un falso sentimiento de seguridad, o un exceso de complacencia, que les incline a endeudarse adicionalmente para invertir en activos de riesgo. Esto haría más vulnerable al sistema ante cualquier contratiempo con capacidad de provocar un repunte inicial de la volatilidad, en tanto que podría (a través del mismo canal de la asunción de riesgos), revertir el sentido de la espiral en los mercados de alcista a bajista.

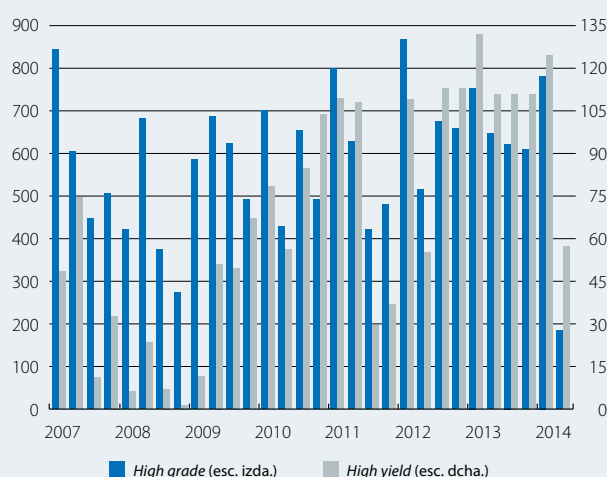
Índice de estrés financiero de la Fed de St. Louis * (Índice)



Nota: * El índice mide la tensión en los mercados financieros. En su elaboración se incluyen, entre otros, indicadores de tipos de interés, volatilidad, *spreads* de crédito y expectativas de inflación.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Reserva Federal de St. Louis.

Emisión global de bonos corporativos * (Miles de millones de dólares) (Miles de millones de dólares)



Nota: * Incluye emisiones de compañías financieras.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del IIF.