

## VI. Los mercados financieros

### Aspectos más destacados

Los precios de los activos de riesgo continuaron aumentando durante la mayor parte de 2006 y a principios de 2007. Los dos intensos episodios de ventas generalizadas registrados en el periodo analizado se revelaron correcciones transitorias del recorrido alcista, más que desaceleraciones prolongadas. Como resultado, varios mercados bursátiles alcanzaron máximos históricos, mientras diversos diferenciales de rendimiento marcaban nuevos mínimos. Esta evolución tuvo lugar a pesar de los indicios de una posible inflexión del crecimiento mundial y de los efectos que comenzaban a tener sobre la confianza de los inversionistas el deterioro de las perspectivas económicas en Estados Unidos y las subidas previas de las tasas de interés.

En este entorno, los rendimientos de la deuda en las economías industriales avanzadas se estabilizaron hacia mediados de 2006, para después empezar a reducirse. En Estados Unidos en concreto, los rendimientos de la deuda pública cayeron durante el segundo semestre del año, reflejando con ello la inquietud de los inversionistas por las perspectivas de crecimiento del país y las expectativas de relajación de la política monetaria. El panorama económico para Japón siguió manteniéndose más optimista, espoleando en cierta medida los rendimientos de la deuda, mientras que la progresiva mejora de las previsiones para la zona del euro terminó por alentar una subida de los rendimientos de los bonos.

Si bien la caída de los rendimientos de la deuda puede haber sustentado en ocasiones los precios de las acciones durante el periodo analizado, más importante resultó la continua firmeza del crecimiento de los beneficios empresariales. Los cambios sostenidos en la estructura de capital de las empresas estimularon asimismo los mercados de renta variable, conforme volvían a aumentar las operaciones de recompra de acciones y crecían sustancialmente las fusiones y adquisiciones de empresas. Por último, el auge bursátil recibió un impulso adicional procedente de la elevada y creciente preferencia de los inversionistas por el riesgo.

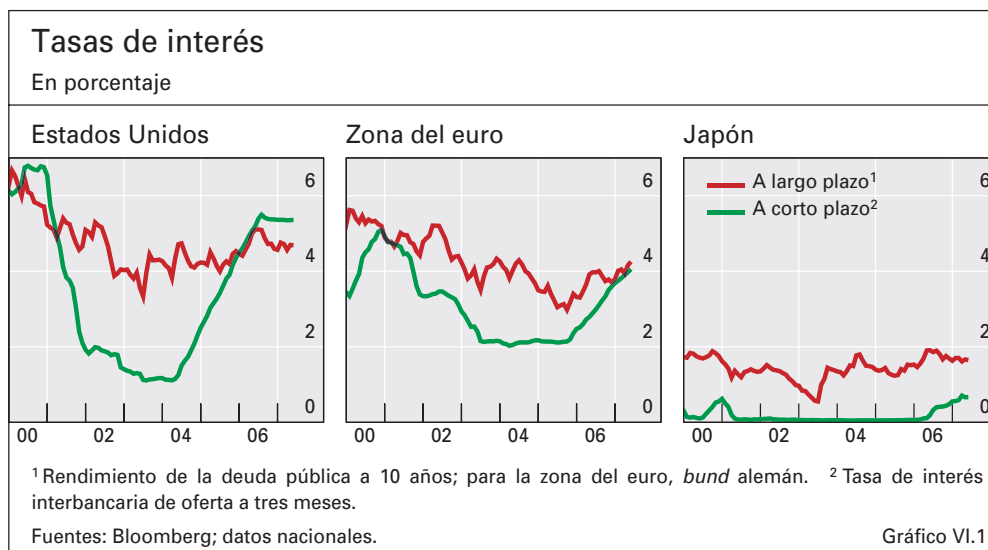
La combinación de una coyuntura económica más propicia y de una creciente predisposición de los inversionistas a asumir riesgo benefició también a los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa en los mercados desarrollados. Los sólidos beneficios empresariales y el bajo nivel de apalancamiento redujeron hasta niveles muy bajos la percepción de los mercados sobre la probabilidad de incumplimiento. Del mismo modo, las ganancias registradas en los mercados emergentes coincidieron con

mejoras de las calificaciones crediticias y condiciones macroeconómicas por lo general sólidas. Sin embargo, al igual que en otros mercados, la mayor preferencia por el riesgo seguramente contribuyó a acentuar la tendencia de los diferenciales a estrecharse, tanto en los mercados desarrollados de deuda corporativa como en los emergentes.

### Perspectivas de crecimiento divergentes hicieron tambalearse los rendimientos

El aumento gradual de los rendimientos a largo plazo observado durante algún tiempo en los mercados de deuda pública de los países desarrollados concluyó en mayo de 2006 con un episodio de ventas generalizadas en los mercados financieros mundiales. Aunque los precios de los activos que entrañan mayor riesgo se recuperaron con rapidez, los rendimientos de la deuda no lograron restablecer su tendencia al alza. De hecho, los rendimientos a largo plazo comenzaron a disminuir a mediados de 2006 en las economías del G-3, conforme los inversionistas revisaban a la baja sus perspectivas de crecimiento económico, especialmente para Estados Unidos (véase el Gráfico VI.1). Las expectativas de recortes de las tasas de interés oficiales por parte de la Reserva Federal, patentes en los mercados durante buena parte del periodo, contribuyeron al mencionado descenso de los rendimientos. Aun cuando las perspectivas de crecimiento fueron algo más optimistas en Japón, apenas indujeron presiones alcistas sobre los rendimientos de la deuda japonesa, aunque seguramente limitaron los descensos. En la zona del euro, la favorable dinámica de crecimiento cobró progresivo impulso y acabó induciendo mayores rendimientos de la deuda. Entre principios de mayo de 2006 —es decir, antes del episodio de ventas generalizadas— y el 18 de mayo de 2007, el rendimiento de la deuda pública estadounidense a 10 años cayó en torno a 35 puntos básicos, hasta el 4,80%, mientras que en la zona del euro ganó alrededor de 30, hasta rondar el 4,30%, y en Japón descendió casi 25, hasta el 1,65%.

Los rendimientos de la deuda a largo plazo tendieron a la baja a partir de mediados de 2006



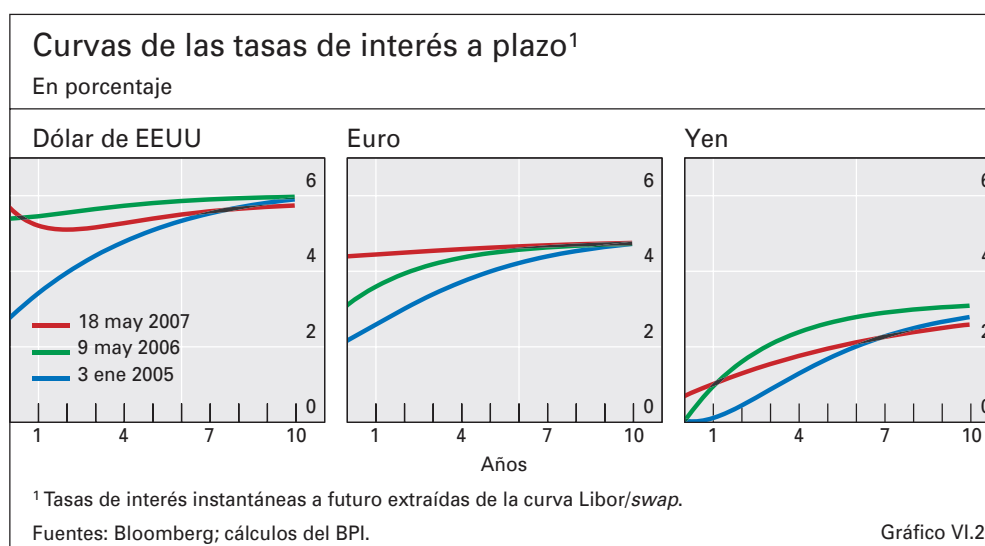
### Aplanamiento de la curva de rendimientos en Japón y en la zona del euro

Mayores expectativas de recorte de las tasas de interés oficiales en EEUU...

Tras la decimoséptima subida consecutiva de la tasa de interés oficial decidida por la Reserva Federal estadounidense el 29 de junio de 2006, comenzó un prolongado compás de espera, en el que los cambios en las expectativas de los inversionistas sobre las futuras decisiones de política monetaria contribuyeron al descenso de los rendimientos, tanto a largo como a corto plazo. Aunque los inversionistas inicialmente esperaban un endurecimiento monetario adicional, si bien más pausado, sus expectativas fueron variando gradualmente en favor de una prolongada estabilidad de las tasas de interés oficiales, para finalmente anticipar eventuales recortes de éstas por la Reserva Federal. En el momento de la subida de tasas de interés de junio de 2006, el diferencial entre los rendimientos de los bonos estadounidenses a 10 y dos años prácticamente se había anulado. El 18 de mayo de 2007, esta situación apenas había variado, pero el segmento a corto plazo de la curva estadounidense de tasas de interés a plazo implícitas se había invertido considerablemente (véase el Gráfico VI.2). Esta modificación estuvo en consonancia con las expectativas de relajación de la política monetaria en el corto-medio plazo en ese país.

... mientras las tasas de interés subían en Japón y en la zona del euro

Mientras las tasas de interés oficiales permanecieron sin cambios en Estados Unidos, el continuo endurecimiento de la política monetaria en Japón y en la zona del euro provocó el aplanamiento de las curvas de rendimiento en ambas economías (véase el Gráfico VI.2). En julio de 2006, Japón dejó atrás las tasas de interés oficiales nulas, con su primera subida en seis años, a la que siguió otra en febrero de 2007. Entre junio de 2006 y mayo de 2007, el BCE subió en cinco ocasiones sus tasas de interés oficiales, 25 puntos básicos cada vez (véase el Capítulo IV). Mientras tanto, los rendimientos de la deuda a largo plazo registraban una ligera caída en Japón y sólo un moderado ascenso en la zona del euro, suavizando con ello la pendiente de las curvas de las tasas de interés. Entre principios de mayo de 2006 y el 18 de mayo de 2007, el diferencial entre los rendimientos de los bonos a 10 y dos años se redujo aproximadamente 55 puntos básicos en la zona del euro y 45 en Japón.



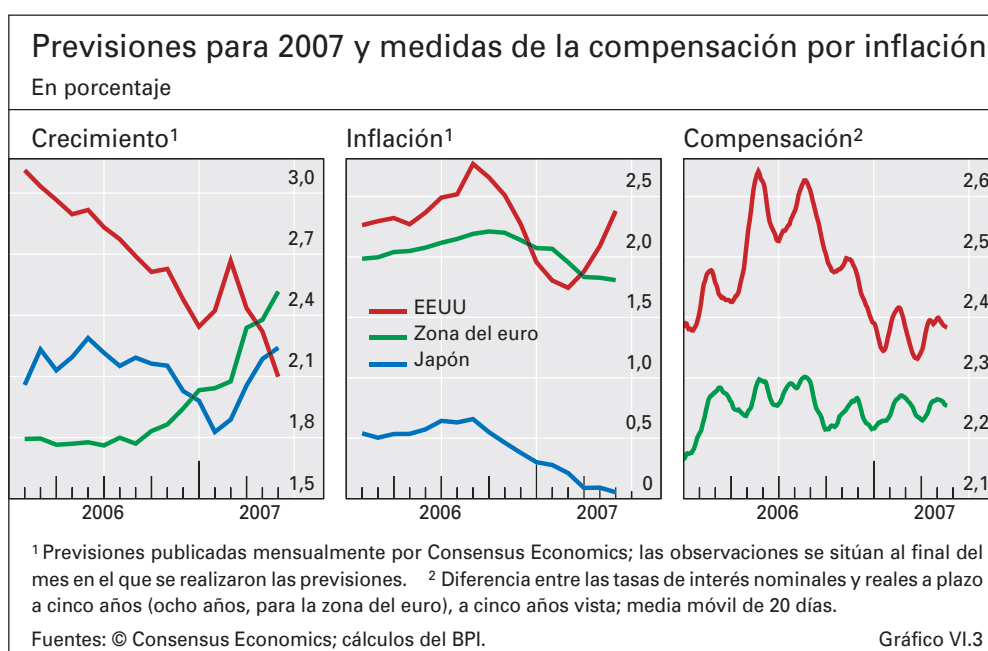
*Perspectivas de crecimiento divergentes y moderación de las expectativas de inflación*

Como siempre, las decisiones sobre las tasas de interés oficiales reflejaron los cambios en la valoración del entorno macroeconómico y sus perspectivas futuras, que también influyeron en gran medida en la evolución de los rendimientos de la deuda a largo plazo. La velocidad y magnitud esperadas de la desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos fueron seguramente los determinantes principales de las expectativas del mercado y de la valoración de la deuda pública durante el pasado año. Las percepciones de los inversionistas sobre la trayectoria del futuro crecimiento estadounidense se tornaron menos optimistas conforme transcurría 2006, por el temor a las consecuencias del rápido enfriamiento del mercado de la vivienda, del prolongado encarecimiento del petróleo y de las subidas previas de las tasas de interés. Como reflejo de todo ello, las previsiones de crecimiento económico en Estados Unidos para 2007 procedentes de encuestas se revisaron continuamente a la baja, con una breve interrupción en los primeros meses de 2007 (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.3).

Aunque los cambios en las perspectivas económicas para Estados Unidos también influyeron en los rendimientos de la deuda fuera de ese país, las expectativas de crecimiento económico de la zona del euro y de Japón lo hicieron asimismo en la evolución de los bonos en estas economías. En la zona del euro, dada la aceleración del ritmo de crecimiento y la mejora paulatina de las expectativas sobre la actividad económica futura, los rendimientos de la deuda registraron inicialmente caídas inferiores a las de Estados Unidos, pero más tarde aumentaron de forma gradual. En Japón, los rendimientos de los bonos disminuyeron menos que en Estados Unidos durante el periodo examinado, al generalizarse entre los inversionistas la opinión de que la economía estaba retornando a la normalidad y situándose en una senda de sólido crecimiento.

Una desaceleración esperada presionó a la baja las tasas de interés de EEUU...

... mientras que la aceleración del crecimiento elevaba los rendimientos en la zona del euro

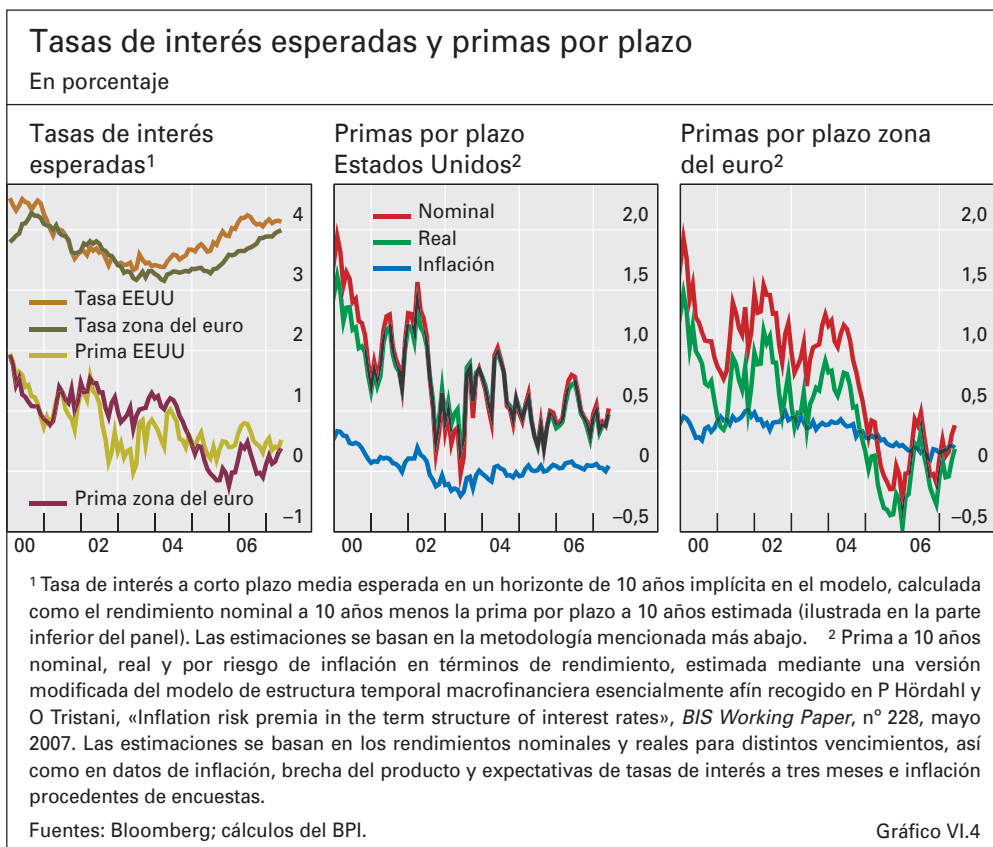


Además de las perspectivas de crecimiento, las percepciones de los inversionistas sobre la evolución futura de la inflación contribuyeron a definir la trayectoria de los rendimientos de la deuda durante el pasado año. En el primer semestre de 2006 se percibía un aumento gradual de las presiones inflacionistas, particularmente en Estados Unidos, que pareció atenuarse en el segundo semestre tras las medidas de endurecimiento monetario y un descenso del precio del petróleo que se prolongaría hasta finales de año. Por consiguiente, las previsiones de inflación para 2007 procedentes de encuestas comenzaron a atemperarse después de un aumento gradual a principios de 2006 (véase el panel central del Gráfico VI.3). Sin embargo, los indicios durante el primer semestre de 2007 de un proceso de moderación de la inflación más lento de lo inicialmente previsto dieron lugar a una inversión parcial de esa tendencia. En Estados Unidos, las expectativas de inflación a largo plazo, aproximadas por la diferencia entre los rendimientos nominales y reales a plazo de la deuda pública, reflejaron en buena medida esa evolución (véase el panel derecho del Gráfico VI.3). Por su parte, las medidas de inflación equivalentes de la zona del euro permanecieron más estables, reflejando con ello la percepción en los mercados de que una política monetaria gradualmente más contractiva contrarrestaría las presiones sobre los precios derivadas de la aceleración de la actividad económica.

*Las menores primas por plazo contribuyeron a la caída de los rendimientos de la deuda*

Aunque las perspectivas económicas definieron en parte la evolución de los rendimientos de la deuda durante el pasado año, también hubo otros factores explicativos. En concreto, la ausencia de una sólida dinámica alcista de esos rendimientos durante gran parte de 2006 en la zona del euro parece contradecirse, en cierta medida, con los buenos resultados económicos del área. En cambio, el descenso de las primas por plazo sí que pareció influir, al igual que en Estados Unidos, donde presionó de nuevo a la baja los rendimientos de los bonos del Tesoro.

Las primas por plazo incorporadas en la estructura temporal de las tasas de interés representan la compensación que perciben los inversionistas por asumir riesgos asociados a la incertidumbre sobre la evolución futura de las mismas. En los casos de Estados Unidos y de la zona del euro, las estimaciones de tales primas permanecieron en niveles reducidos en comparación con sus patrones históricos (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.4). Además, aunque las primas por plazo parecieron aumentar ligeramente entre finales de 2005 y mediados de 2006, posteriormente comenzaron a caer. Las estimaciones muestran que, desde mediados de 2006 hasta mayo de 2007, la prima por plazo nominal a 10 años cayó aproximadamente 25 puntos básicos en Estados Unidos, lo que supone alrededor de tres cuartas partes del descenso total del rendimiento a 10 años durante ese periodo. Los 10 puntos básicos restantes se atribuyeron a las expectativas de tasas de interés medias más bajas en el futuro. En la zona del euro, la prima por plazo a 10 años se redujo alrededor de 40 puntos básicos en el segundo semestre de 2006, recuperándose luego en gran medida en los cinco primeros meses de 2007.



Si se extrae la prima por plazo de los rendimientos de la deuda a 10 años, parece que se explica mejor la dispar evolución económica del pasado año en estas dos áreas. La senda implícita de las tasas de interés nominales esperadas en promedio para los próximos 10 años continuó aumentando de forma ininterrumpida en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos se estabilizó y tendió a la baja a mediados de 2006 (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.4).

Los nuevos modelos de la estructura temporal de las tasas de interés pueden ofrecer cierta información sobre los determinantes estructurales de las primas por plazo estimadas. Las primas por plazo incorporadas en los rendimientos nominales de la deuda pueden descomponerse, de forma aproximada, en dos elementos: una prima por riesgo de inflación y una prima por riesgo real. El primer componente refleja la compensación que exigen los inversionistas por la incertidumbre asociada a la inflación, mientras que el segundo refleja la compensación por asumir el riesgo de variabilidad de las tasas de interés reales. Si se modeliza de forma conjunta la dinámica de los rendimientos de los bonos nominales e indicados y las variables macroeconómicas fundamentales, se obtiene una indicación de la evolución de estas primas a lo largo del tiempo. Es indudable que estas estimaciones entrañan una incertidumbre considerable. Además, los resultados pueden verse afectados por las condiciones de liquidez de los distintos mercados, así como por factores institucionales. Por ejemplo, ciertos factores de demanda institucional y las fuertes compras de valores públicos por bancos centrales extranjeros y otras instituciones estatales pueden haber presionado a la baja

La descomposición de las primas por plazo...

los rendimientos de la deuda durante algún tiempo (véase el Capítulo VI del 76º Informe Anual).

... muestra que el descenso obedeció básicamente a la reducción de las primas reales

Con todo, la información disponible parece sugerir que las variaciones de alta frecuencia de las primas por plazo nominales obedecieron a fluctuaciones de su componente real, en gran medida en el caso de la zona del euro y casi por completo en Estados Unidos (véanse los paneles central y derecho del Gráfico VI.4). Al mismo tiempo, las primas estimadas por riesgo de inflación mostraron un gradual descenso en la zona del euro durante gran parte de 2006, mientras que en Estados Unidos permanecieron esencialmente estables.

#### *Continua caída de las volatilidades implícitas en las tasas de interés*

Las volatilidades implícitas en las *swaptions* cayeron de nuevo

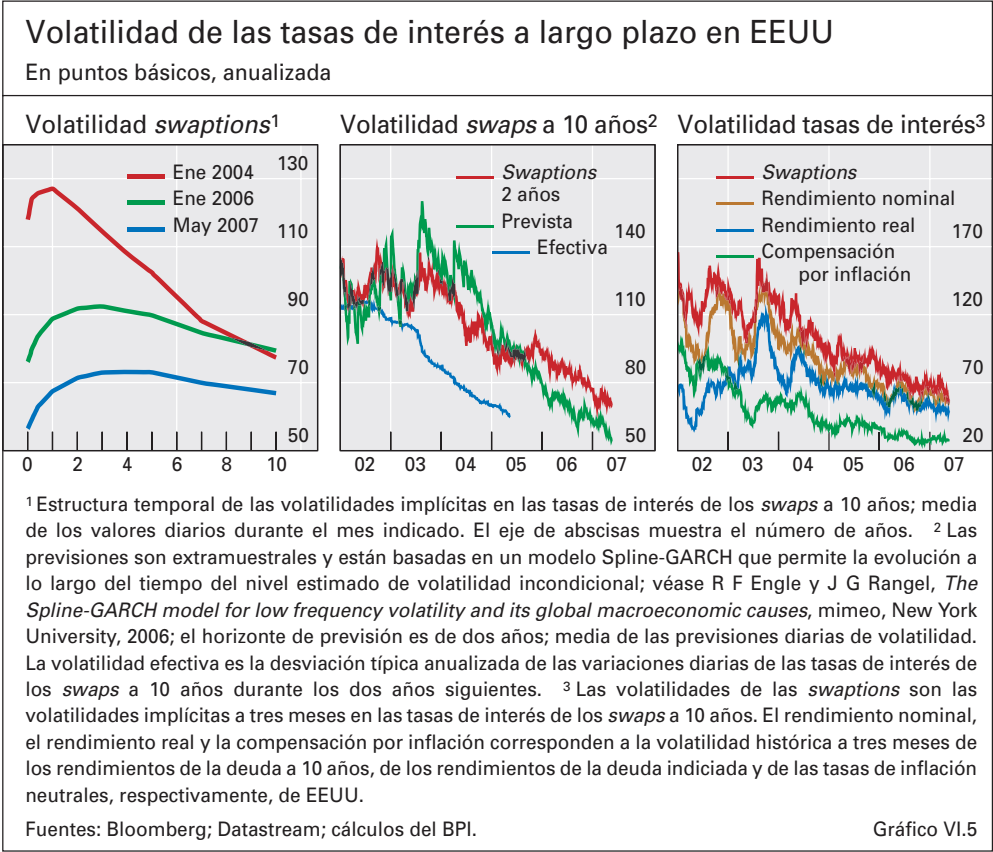
La caída de las primas por plazo estimadas puede atribuirse en cierta medida a la sensación entre los inversionistas de un descenso de la incertidumbre asociada a la futura evolución de las tasas de interés. De hecho, las volatilidades implícitas en las *swaptions* (opciones sobre *swaps* de tasas de interés) serían indicativas de una posible reducción del grado de incertidumbre percibido sobre las tasas de interés. Por ejemplo, la estructura temporal de las volatilidades implícitas en las opciones sobre *swaps* de tasas de interés estadounidenses a 10 años siguió desplazándose hacia abajo durante 2006 y principios de 2007 (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.5), con descensos semejantes en otros *swaps* de tasas de interés. Los repentinos episodios bajistas registrados en los mercados financieros mundiales en mayo–junio de 2006 y finales de febrero–marzo de 2007 apenas afectaron a las volatilidades de las *swaptions* en general, si bien la observada en horizontes cortos para las tasas de interés a corto plazo mostró un breve repunte durante el segundo episodio.

Aun cuando los cambios en la compensación exigida por el riesgo de volatilidad —es decir, la prima por riesgo de volatilidad— pueden haber afectado también a las volatilidades de las *swaptions*, hay indicios de que su influencia habría sido más modesta. Esta prima puede aproximarse mediante la diferencia entre la volatilidad implícita y la equivalente esperada por los inversionistas. Un método para medir expectativas de volatilidad consiste en utilizar las previsiones obtenidas a partir de modelos de series temporales. Estas estimaciones indican que la caída de las volatilidades de las *swaptions*, aunque bastante acusada, obedeció básicamente a la percepción de los inversionistas de que la volatilidad futura seguiría reduciéndose. En concreto, la caída en los últimos años de la volatilidad implícita se reflejó en gran medida en menores predicciones (extramuestrales) de volatilidad generadas por un modelo que tiene en cuenta los cambios en el nivel percibido a largo plazo. Además, el descenso observado en las volatilidades implícitas en las *swaptions* coincidió con una tendencia a la baja de la volatilidad efectiva de las tasas de interés a largo plazo (véase el panel central del Gráfico VI.5).

La menor volatilidad podría estar relacionada con la percepción de una mayor estabilidad macroeconómica

Dado que el diferencial de las tasas de interés de los *swaps* sobre los rendimientos de la deuda del Tesoro estadounidense ha permanecido bastante estable en el pasado reciente, el paulatino descenso de la volatilidad de las tasas de interés de los *swaps* a partir de mediados de 2003 se ha visto reflejado en buena medida en la menor volatilidad de los rendimientos de la deuda





pública estadounidense a 10 años (véase el panel derecho del Gráfico VI.5). A su vez, existe cierta evidencia indicativa de que esta disminución podría haber reflejado la percepción de mayor estabilidad en las variables macroeconómicas fundamentales. En concreto, la compensación por inflación incluida en los rendimientos de los bonos nominales se ha tornado menos volátil, lo cual, junto con la estabilidad de las primas por riesgo de inflación, es coherente con la menor volatilidad de las expectativas de inflación a largo plazo. Esto podría deberse a una mayor credibilidad del banco central o bien a la sensación entre los inversionistas de que las perturbaciones que afecten a la economía en el futuro serán probablemente de menor magnitud que en el pasado. Una reducción general de la variabilidad de la prima por plazo estimada, atribuible básicamente a una prima por riesgo real menos volátil, también podría haber contribuido a moderar la volatilidad de las tasas de interés.

### Solidez de los mercados bursátiles pese a episodios de volatilidad

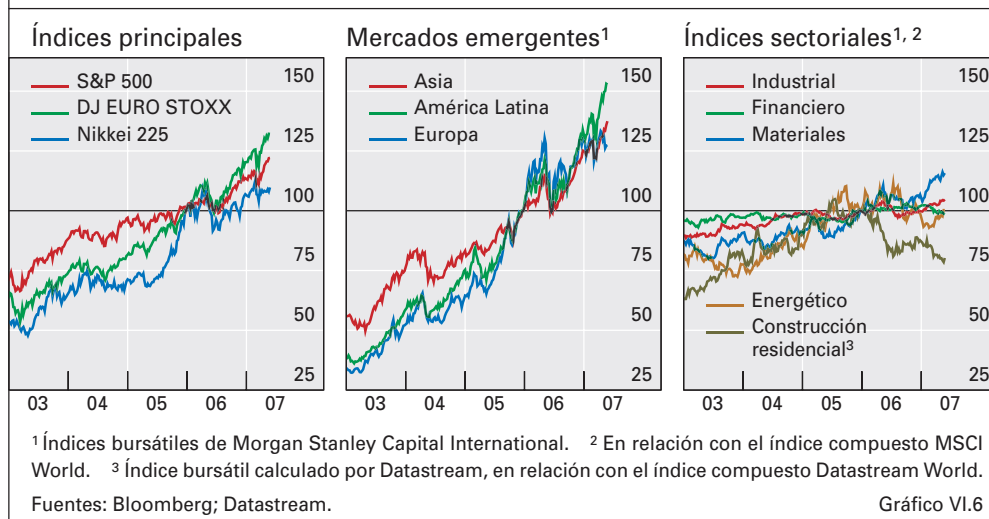
El auge de los mercados bursátiles mundiales iniciado a comienzos de 2003 continuó durante la mayor parte del periodo analizado, pese a los dos marcados episodios súbitos de ventas generalizadas registrados en mayo-junio de 2006 y finales de febrero-marzo de 2007. Por tercer año consecutivo, los títulos de renta variable de las economías europeas avanzadas obtuvieron ganancias superiores a las de otros mercados desarrollados, lo que se refleja en una subida del índice del 19% entre finales de marzo de 2006 y mediados de mayo de 2007, por encima del 17% de la bolsa estadounidense y del 2% de la

Auge de las cotizaciones bursátiles...



## Cotizaciones bursátiles

Datos a finales de semana, en moneda local; fin diciembre 2005 = 100



japonesa (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.6). Las acciones se anotaron avances en el conjunto de las economías emergentes, con revalorizaciones del 37%, 28% y 10% en América Latina, Asia y Europa, respectivamente (véase el panel central del Gráfico VI.6). Los periodos de incremento de la volatilidad en torno a los episodios de ventas generalizadas resultaron también breves. En consecuencia, las volatilidades de las cotizaciones bursátiles rozaron mínimos históricos a finales de 2006 y continuaban bastante por debajo de sus promedios mundiales de largo plazo en mayo de 2007 (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico VI.7).

### *La fortaleza de los beneficios estimuló los mercados*

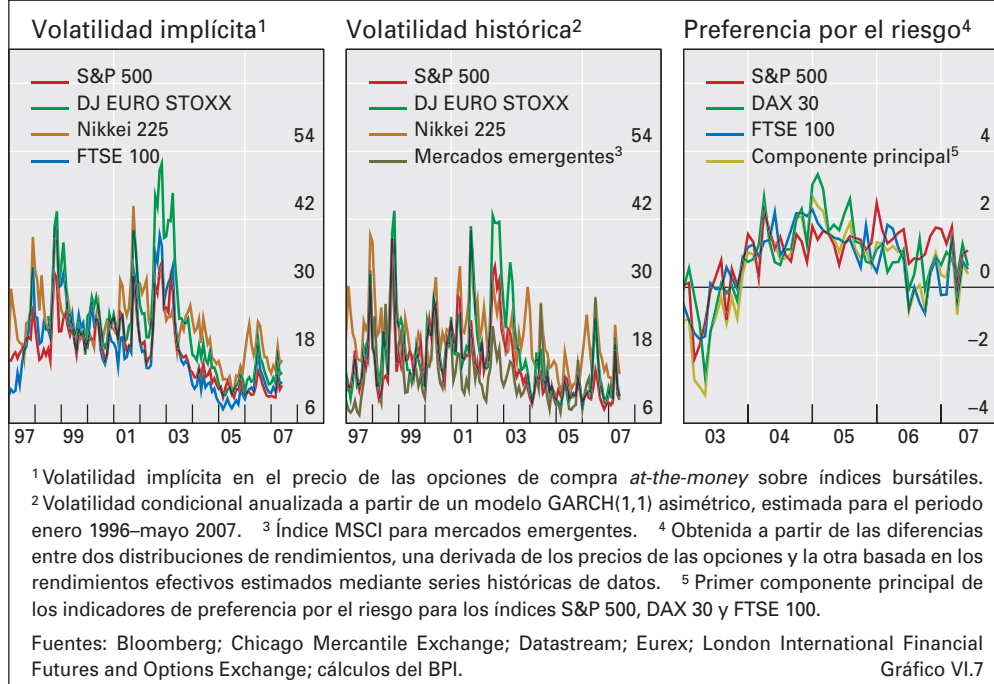
... propiciado  
por la solidez de  
los beneficios

La fortaleza de los beneficios de las empresas cotizadas en los mercados bursátiles de los países desarrollados propició aumentos de las cotizaciones de la renta variable en todo el mundo. Pese a desaceleración del crecimiento del PIB en Estados Unidos durante el tercer trimestre de 2006, el efecto inicial sobre los beneficios empresariales fue mínimo y sólo dieron muestra de frenarse hacia finales de año. Sin duda, el estancamiento de los precios de la vivienda sí que afectó en 2006 a la rentabilidad y a los resultados de ciertos sectores, como la construcción de inmuebles residenciales (véase el panel derecho del Gráfico VI.6). Europa registró en general un sólido crecimiento de los beneficios derivado de la intensa actividad económica en el Reino Unido, Alemania y Francia, que permitió a los mercados de renta variable contrarrestar el sostenido endurecimiento monetario del Banco de Inglaterra y del BCE. Por su parte, tras la aceleración observada a comienzos de 2006, la evolución de los beneficios empresariales en Japón se quedó rezagada.

La revalorización de las acciones en los mercados bursátiles emergentes coincidió con condiciones macroeconómicas en general favorables (véase el Capítulo III) y con una intensa preferencia por el riesgo de los inversionistas en todo el mundo. Los fuertes avances registrados en el sector de materiales (véase el panel derecho del Gráfico VI.6), que incluye minería y metales, reflejó

## Volatilidad anualizada y preferencia por el riesgo en los mercados bursátiles

Medias mensuales, en porcentaje



en parte el elevado crecimiento de los mercados emergentes en vías de industrialización, como es el caso de China. Además, el contagio procedente de las tensiones políticas observadas en algunos países, como Hungría, Tailandia y Ecuador, fue muy limitado. Con todo, el precio de las acciones del sector energético se estancó a partir de mediados de 2006, en consonancia con el abaratamiento del petróleo. Una situación similar se vivió en Rusia, que es un país exportador de crudo, con caídas particularmente acusadas de las cotizaciones bursátiles a comienzos de 2007. En contraste con lo sucedido en los mercados de los países desarrollados, en las economías emergentes los beneficios empresariales crecieron a menor ritmo que las cotizaciones de las acciones, provocando notables incrementos en los múltiplos de beneficios (véase el panel central del Gráfico VI.9), una evolución acorde con la creciente preferencia por el riesgo de los activos de mercados emergentes.

Los mercados bursátiles mundiales registraron fuertes pérdidas en mayo–junio de 2006 y finales de febrero–marzo de 2007, con caídas del índice MSCI mundial desde sus cotas máximas del 13% hasta mínimos del 7%. El episodio de ventas generalizadas de mediados de 2006 pareció obedecer a un debilitamiento de la preferencia de los inversionistas por el riesgo, más que a una revisión de las variables económicas fundamentales (véase el panel derecho del Gráfico VI.7); como resultado, las cotizaciones de los mercados emergentes registraron los mayores retrocesos, con caídas del 26%. En cambio, el episodio de ventas de comienzos de 2007 coincidió con la inquietud suscitada por la debilidad macroeconómica de Estados Unidos (en especial, de su mercado de la vivienda). Aunque el mercado bursátil chino experimentó una brusca corrección al inicio de este episodio, los mercados de las economías

La preferencia por el riesgo alentó la rentabilidad de los mercados emergentes...

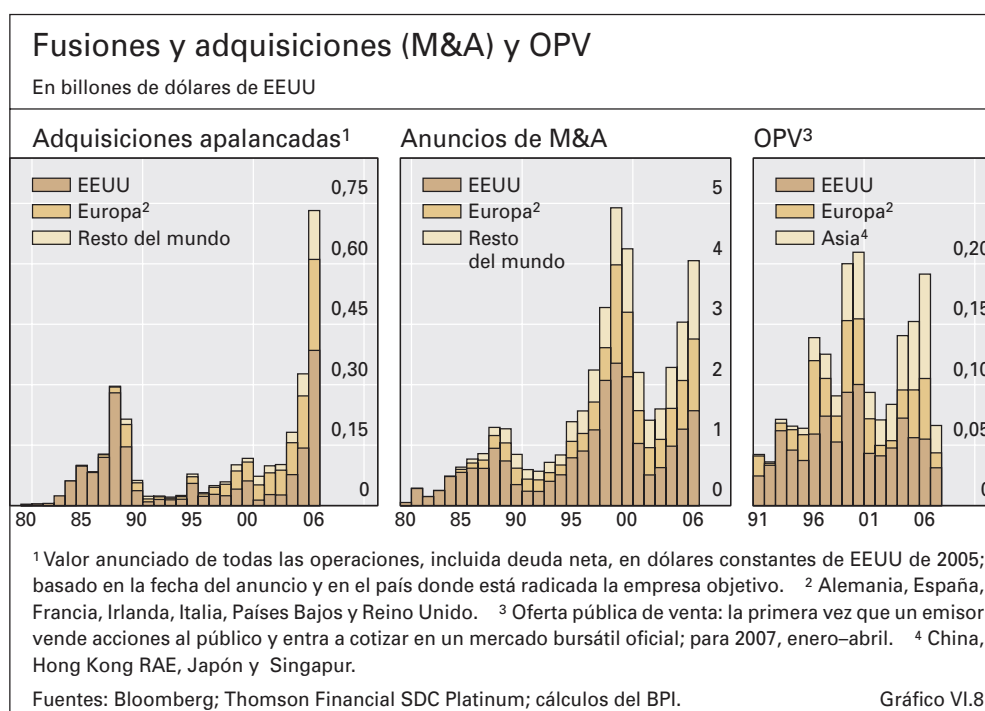
emergentes no perdieron tanto con respecto a los países desarrollados como a mediados de 2006. Además, en comparación con dicho episodio, este último también fue breve, de modo que un mes después el aumento de los indicadores de volatilidad y el descenso de la preferencia por el riesgo habían desandado sus trayectorias, retrocediendo hasta sus niveles previos (véase el Gráfico VI.7).

### Las fusiones y adquisiciones estimularon el mercado

... mientras las operaciones de fusión y adquisición experimentaban un fuerte crecimiento

Los cambios actuales y previstos en la estructura de capital de las empresas también espolearon las bolsas. Las operaciones de recompra de acciones no dejaron de aumentar; en el caso de las empresas del índice S&P 500, ascendieron a más de 430.000 millones de dólares en 2006, muy por encima de los niveles récord alcanzados justo el año anterior. Asimismo, el volumen de las adquisiciones apalancadas de empresas (LBO) ascendió a 753.000 millones de dólares. El valor de las ofertas públicas de adquisición realizadas en 2006 por los fondos de capital inversión (*private equity*) fue superior (en dólares constantes) al registrado en el año del apogeo de las LBO a finales de la década de los 80. Una diferencia muy notable entre esta última oleada de compras y las anteriores es que la nacionalidad de las empresas objetivo esta vez no ha sido abrumadoramente estadounidense, sino que los objetivos europeos representaron un 31% del valor total anunciado de las operaciones, frente a menos del 10% en 1988. Las empresas domiciliadas en mercados emergentes o en otros países representaron también una proporción significativa (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.8).

La actividad en la categoría más general de fusiones y adquisiciones de empresas creció sustancialmente a partir de los elevados niveles registrados en 2005, con un volumen de operaciones anunciado de 4,1 billones de dólares en 2006, la mayor cifra (en términos reales) desde 2000. La actividad en este ámbito fue particularmente intensa en Europa, con un crecimiento del 52% en



el pasado año. Esta expansión elevó el valor del conjunto de las operaciones realizadas hasta 1,2 billones de dólares, un nivel cercano al registrado en Estados Unidos (véase el panel central del Gráfico VI.8). La inusitada actividad en el mercado por el control de las empresas fue seguramente determinante para la fortaleza del mercado bursátil europeo. En diciembre de 2006, alentado en buena medida por noticias sobre posibles ofertas públicas de adquisición, el principal índice bursátil europeo registró avances durante 10 días seguidos, el periodo más prolongado desde 1997.

Particular solidez del mercado de control corporativo en Europa

El pasado año registró el mayor lanzamiento de ofertas públicas de salida a bolsa desde 2000. Un importante número de estas operaciones tuvieron lugar en Asia, por un valor total récord de 86.400 millones de dólares, un 53% superior al del año anterior (véase el panel derecho del Gráfico VI.8), con volúmenes extraordinariamente elevados en las bolsas de Hong Kong y Shanghai. La cuantía de estas operaciones aumentó un 27% en Europa y se estancó en Estados Unidos, de modo que el valor de las salidas a bolsa estadounidenses en proporción a las realizadas en el conjunto de los principales mercados descendió por debajo del 30%.

### *Valoraciones*

En un entorno de sólidos beneficios empresariales, la firmeza de las cotizaciones bursátiles no propició aumentos de las valoraciones en los mercados de los países desarrollados, al menos a tenor de los indicadores más populares. De hecho, las revisiones de los beneficios previstos tuvieron lugar, por lo general, a un ritmo superior al de las subidas de los precios de las acciones. La cotización del índice S&P 500 permaneció en 2006 en torno a 15 veces los beneficios esperados a 1 año vista, un múltiplo ligeramente superior al del índice MSCI de la zona del euro. Ambos múltiplos se situaron, de hecho, levemente por debajo de 16, su promedio de largo plazo del periodo 1988–2005. En Japón, pese al notable aumento de las relaciones precio/beneficio (PER) en el segundo semestre de 2005 y comienzos de 2006, estos múltiplos permanecieron sustancialmente por debajo de los niveles de décadas anteriores (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.9).

Caídas de los PER en Estados Unidos y en la zona del euro...

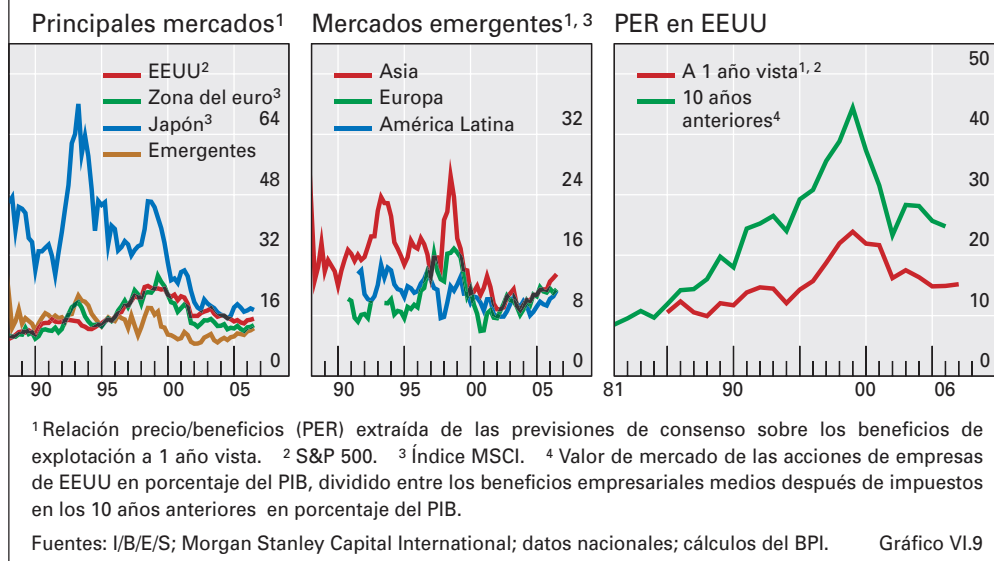
En cambio, las valoraciones en los mercados emergentes mantuvieron la intensa dinámica alcista observada desde 2005 (véase el panel central del Gráfico VI.9). Los aumentos más acusados se registraron en Asia, aunque las valoraciones en los países europeos emergentes han crecido con mayor rapidez en los últimos cinco años. Pese a los recientes avances, las valoraciones se situaron aún muy por debajo de las existentes a finales de la década de los 90 (antes del desplome bursátil) en todas y cada una de las principales áreas económicas emergentes.

... y aumentos en los mercados emergentes

Bien es cierto que las valoraciones en los países desarrollados parecen más exiguas cuando se basan en medidas históricas de beneficios en lugar de en previsiones a corto plazo. Según se analiza más adelante, la participación de los beneficios de Estados Unidos en el PIB rondó en 2006 sus máximos históricos (véase el Gráfico VI.15). El cociente entre los precios de las acciones estadounidenses en términos reales y una media móvil de 10 años de los beneficios empresariales, también en términos reales, suaviza las variaciones

## Valoraciones en los mercados bursátiles

Medias trimestrales



cíclicas y ha sido históricamente un excelente anticipador (inverso) de los rendimientos futuros. A finales de 2006, este PER se encontraba muy por encima de su promedio histórico, concretamente en torno a 25, frente a una media ligeramente inferior a 20 desde comienzos de la década de los 80 (véase el panel derecho del Gráfico VI.9).

### Diferenciales de rendimiento próximos a mínimos históricos

Los diferenciales de rendimiento se contrajeron durante el periodo analizado en todas las categorías de deuda, especialmente en las de mayor riesgo. La trayectoria alcista de los mercados de deuda se vio interrumpida dos veces por episodios relativamente breves de turbulencia en los mercados. El recorrido al alza pareció sustentarse prioritariamente en la solidez de los fundamentos empresariales, así como en la fuerte demanda de productos de crédito estructurado y la mayor preferencia de los inversionistas por el riesgo.

#### *La deuda de alta rentabilidad destacó sobre el resto*

El auge en los precios de las categorías de deuda de mayor riesgo conllevó un descenso de los diferenciales hasta nuevos mínimos en algunos mercados (véase el Gráfico VI.10). A finales de mayo de 2007, un índice de diferenciales de deuda corporativa estadounidense de alta rentabilidad apenas superaba los 250 puntos básicos, tras haber caído por debajo del mínimo previo al episodio de ventas generalizadas que presidió los mercados de deuda en el segundo trimestre de 2005, situándose muy cerca de su mínimo de 235 puntos básicos registrado en octubre de 1997. Asimismo, los diferenciales de la deuda europea de alta rentabilidad cayeron por debajo de 190 puntos básicos, un nivel más de 40 puntos básicos inferior a su anterior mínimo de marzo de 2005. Los diferenciales de la deuda corporativa con grado de inversión, tanto estadounidense como europea, permanecieron dentro de un intervalo

La tendencia a estrecharse de los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad...

relativamente estrecho, y a finales de mayo de 2007 superaban en sólo unos puntos básicos su valor de marzo de 2006.

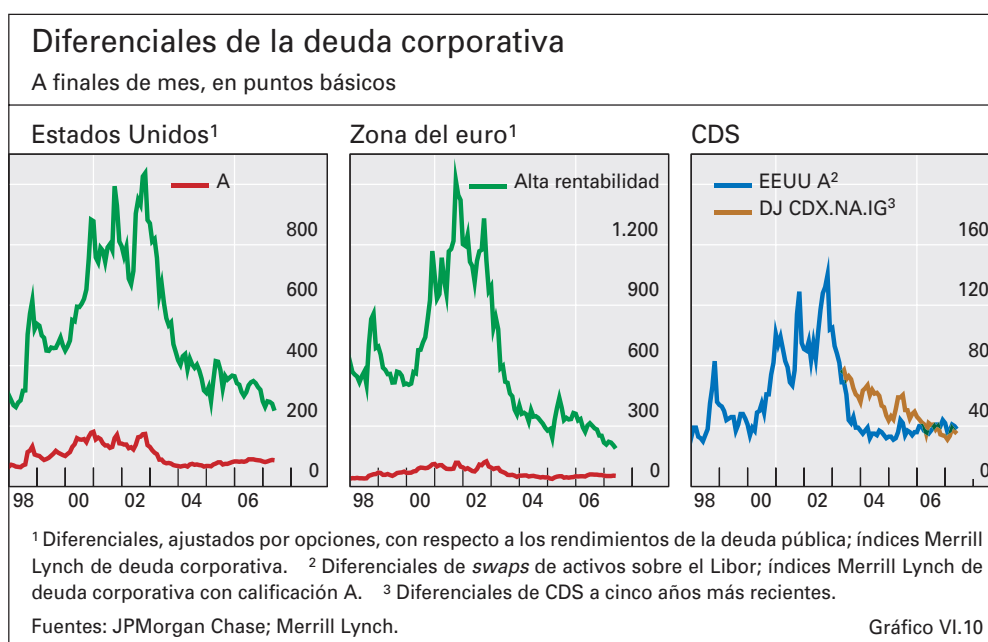
El primer reajuste transitorio de los precios del riesgo de crédito tuvo lugar a partir de mediados de mayo de 2006. Partiendo de los 288 puntos básicos registrados el día 12 de ese mes, los diferenciales de la deuda corporativa estadounidense de alta rentabilidad aumentaron 47 puntos básicos a finales de junio. El índice de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) para deuda de alta rentabilidad se habría ampliado mucho más en junio y julio de no haber sido por el sector automovilístico, ya que los diferenciales de los CDS de General Motors y Ford se estrecharon más de 300 puntos básicos entre finales de junio y finales de agosto. Los diferenciales de los activos de mayor riesgo permanecieron en niveles elevados a lo largo de agosto, pero retomaron su trayectoria descendente a finales de septiembre. En mayo y junio, los flujos de capital desde la deuda de alta rentabilidad hacia activos más seguros aportaron estabilidad a los diferenciales de los prestatarios de mayor calificación crediticia. Por ejemplo, tanto en Estados Unidos como en Europa, los diferenciales de la deuda corporativa con calificación A se ampliaron menos de 10 puntos básicos durante ese episodio.

Un segundo episodio de turbulencia en los mercados de deuda aconteció a finales de febrero y en marzo de 2007, aunque su impacto total fue menor. El 27 de febrero, en un entorno de ventas generalizadas en las bolsas de todo el mundo, los diferenciales de la deuda estadounidense de alta rentabilidad se ampliaron más de 20 puntos básicos, prosiguiendo su escalada otros cuatro días más. Aunque los mercados bursátiles se recuperaron en tres semanas del grueso de sus pérdidas, el restablecimiento de los mercados de deuda resultó algo más lento. Así, los diferenciales de la deuda estadounidense de alta rentabilidad no lograron acercarse a su nivel mínimo de últimos de febrero hasta la segunda quincena de mayo.

La creciente preocupación por el mercado hipotecario estadounidense de baja calidad crediticia sembró inquietud. Las tasas de morosidad de este tipo de

... continuó tras las turbulencias de los mercados en mayo-junio de 2006...

... y a finales de febrero-marzo de 2007



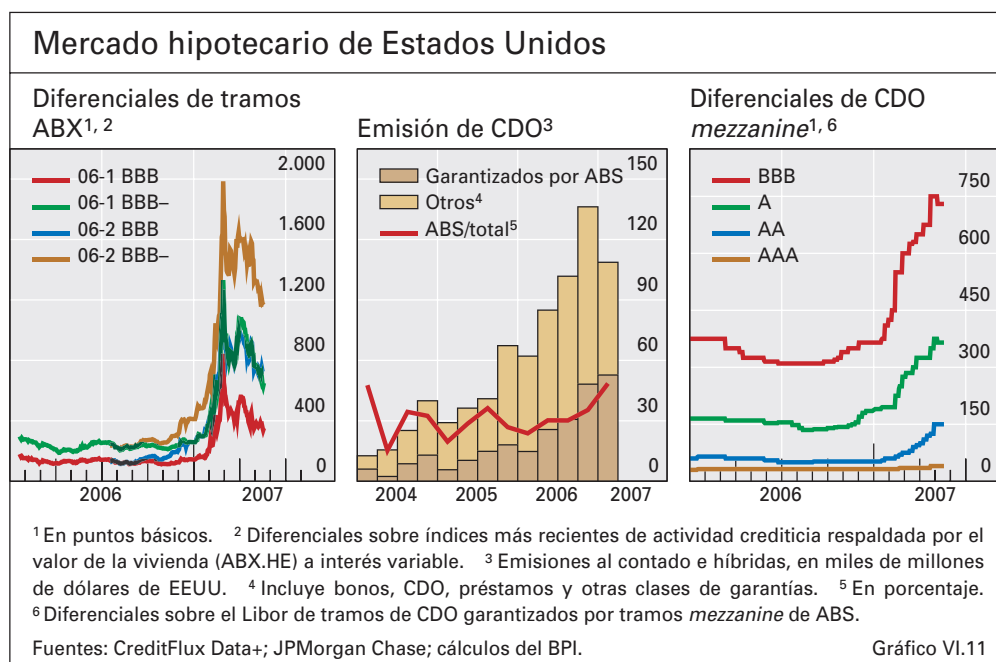


Inquietud creciente sobre el mercado hipotecario estadounidense...

préstamos, que habían rondado el 10% durante gran parte de 2004 y 2005, ascendieron al 13% a finales de 2006, con el grueso del incremento básicamente concentrado en el cuarto trimestre (véase el Capítulo VII). Esto condujo a la quiebra a una serie de entidades financieras especializadas en el segmento hipotecario de baja calidad crediticia (*subprime*), así como a una notable ampliación a partir de noviembre de 2006 de los diferenciales de los tramos sin grado de inversión de los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.11). Tras el comunicado de HSBC el 8 de febrero de 2007 anunciando la dotación de mayores provisiones para cubrir insolvencias en su cartera de préstamos de baja calidad crediticia y la revisión a la baja por parte de New Century Financial del volumen de préstamos previsto para 2007, los diferenciales en este segmento del mercado se ampliaron nada menos que 200 puntos básicos en apenas dos días.

... y sus efectos sobre los mercados de CDO

Aún está por ver si los problemas del mercado hipotecario estadounidense de baja calidad afectarán a otros mercados y de qué manera. Hasta cierto punto, los riesgos son limitados, dado el volumen relativamente bajo del mercado de baja calidad crediticia. El crédito a esta categoría de prestatarios en Estados Unidos representó únicamente el 21% del crédito hipotecario total concedido durante 2006 y el 14% del crédito hipotecario total pendiente a finales de ese año. Aun así, ha venido creciendo entre los inversionistas la preocupación por los efectos que un deterioro sostenido de ese mercado podría tener sobre las valoraciones de los bonos de titulización de deuda (CDO) garantizados por valores procedentes de operaciones de titulización de activos (ABS). Resulta difícil determinar dónde se concentran exactamente en el mercado de CDO los riesgos procedentes de las hipotecas de baja calidad crediticia y las de tipo *Alt-A* (que tampoco poseen estatus de primera clase). Las estimaciones basadas en distintas operaciones de CDO indican que los ABS representan aproximadamente un tercio de las garantías totales que





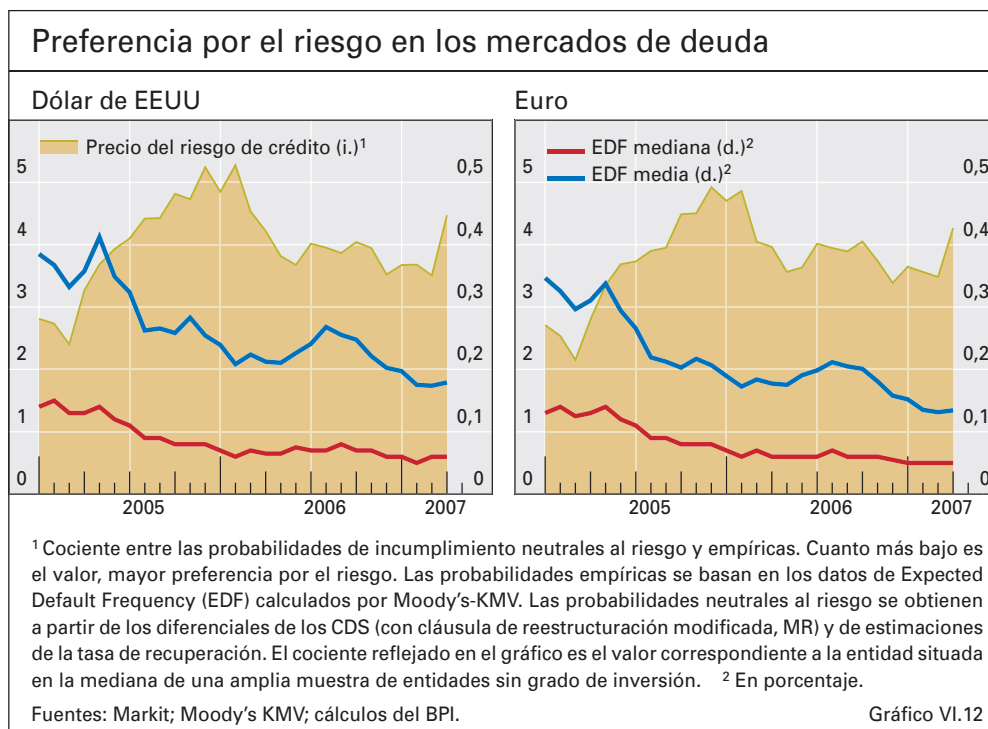
respaldan los CDO al contado (véase el panel central del Gráfico VI.11). Las estimaciones del sector sugieren que un porcentaje sustancial está garantizado mediante hipotecas de baja calidad y de tipo *Alt-A*. Los diferenciales de los tramos de CDO garantizados mediante tramos *mezzanine* de ABS comenzaron a ampliarse a finales de enero de 2007, como reflejo de la mayor probabilidad asignada por los inversionistas a un deterioro significativo del fondo común de garantías subyacente (véase el panel derecho del Gráfico VI.11).

#### Mayor preferencia de los inversionistas por el riesgo

Aunque la solidez general de los balances empresariales (véase más adelante) estimuló las valoraciones en los mercados de deuda, también hay indicios de que los cambios en la preferencia de los inversionistas por el riesgo contribuyeron al estrechamiento de los diferenciales de los activos que entrañan más riesgo. Puede obtenerse una sencilla estimación del precio de una «unidad» de riesgo en un segmento del mercado de deuda dividiendo las probabilidades de incumplimiento derivadas de los diferenciales de rendimiento entre aquellas obtenidas con la información de los balances —en este caso, las frecuencias de incumplimiento estimadas (EDF) de Moody's KMV—. Cuanto mayor sea este cociente, mayor será la compensación exigida por los acreedores por asumir un determinado nivel de riesgo de incumplimiento. Es cierto que las EDF podrían incluir un cierto componente de «sentimiento del mercado» al reflejar en parte las cotizaciones bursátiles y las volatilidades. Aun así, no dejan de ser una aproximación razonable a la percepción que tienen los participantes en los mercados sobre el riesgo de incumplimiento basada en la información fundamental reflejada en los balances.

Los cambios en la preferencia de los inversionistas por el riesgo...

En líneas generales, estos indicadores sugieren que la preferencia de los inversionistas por el riesgo aumentó durante buena parte de 2006. Es evidente



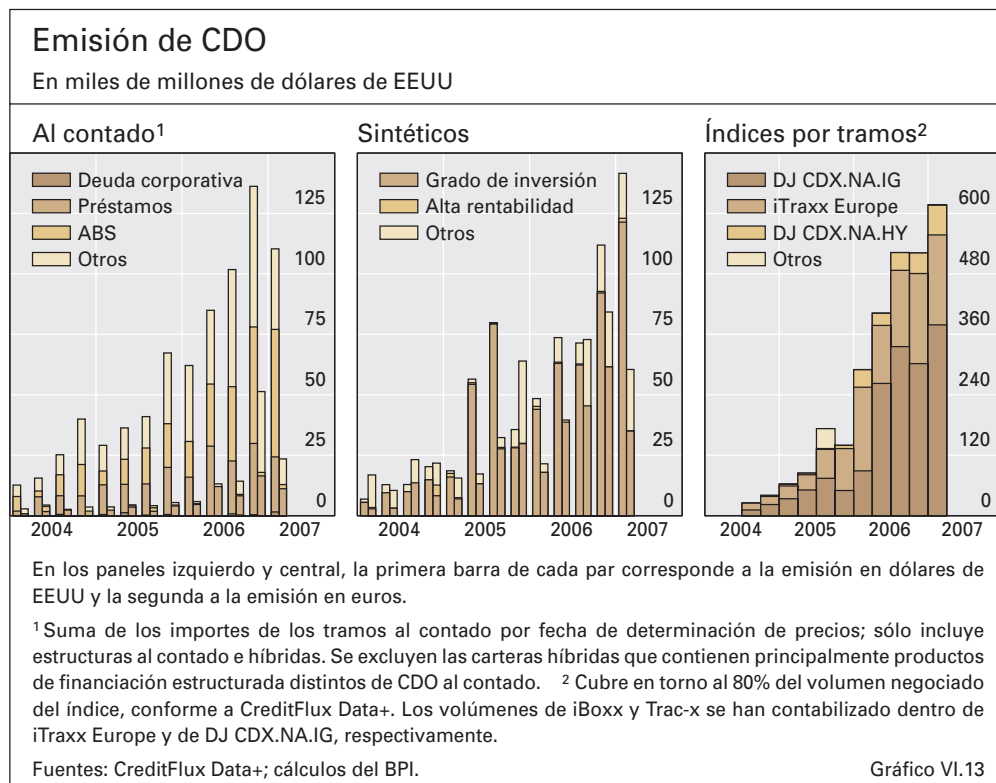
... contribuyeron a reducir los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad

que la solidez de los balances empresariales contribuyó al reducido nivel tanto de las EDF como de las primas de los CDS durante el periodo analizado. Sin embargo, las primas de los CDS han disminuido relativamente más, lo que sugiere que, más allá de cambios en los fundamentos empresariales, los cambios en la preferencia de los inversionistas por el riesgo fueron un factor determinante en la evolución de los diferenciales de rendimiento de la deuda de alta rentabilidad (véase el Gráfico VI.12). El precio estimado del riesgo de crédito, que tocó techo a finales de 2005, se redujo durante buena parte de 2006 y a comienzos de 2007, exceptuando la breve interrupción del episodio bajista de mayo-junio de 2006. Los datos disponibles más recientes indican que el aumento de los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad a finales de febrero y en marzo de 2007 obedeció básicamente a incrementos del precio del riesgo.

*Emisión récord de productos de crédito estructurado*

Las emisiones récord de CDO...

La tendencia descendente de los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad coincidió con un periodo de abundante emisión de productos de crédito estructurado, lo que llevó a ciertos analistas a plantear la posibilidad de que el crecimiento del mercado de CDO a partir de 2004 hubiese contribuido a la compresión de los diferenciales. La emisión mundial en 2006 de CDO al contado denominados en dólares estadounidenses y en euros, por importe de 470.000 millones de dólares, ha sido la más elevada hasta la fecha, con una notable aceleración en el cuarto trimestre (véase el Gráfico VI.13). De forma similar, la emisión de CDO sintéticos (o CDO de CDS), por valor de 524.000 millones de dólares, también fue mucho mayor en 2006, al igual que la negociación de índices de CDS por tramos (más de 1,73 billones de dólares).



Existen al menos dos canales por los que la emisión de productos estructurados podría comprimir los diferenciales de rendimiento. En términos generales, la emisión de CDO al contado amplía la base inversionista —y por ende la demanda— de títulos de deuda corporativa. Los inversionistas interesados en títulos de alta calificación pueden exponerse indirectamente a la deuda corporativa sin grado de inversión mediante la compra de tramos preferentes de CDO. Además, los emisores de CDO sintéticos y de otros productos de crédito estructurado perciben ingresos por la venta de protección frente al impago en el mercado de CDS, lo que puede elevar la liquidez tanto en los mercados de derivados como en los de contado. De hecho, la oferta de protección a través de la emisión de productos estructurados podría ser superior incluso a lo que sugieren los valores nominales de los CDO. Por ejemplo, la cobertura de los CDO de tramo único, donde únicamente se vende a los inversionistas un determinado intervalo de la distribución de incumplimiento, exige que los oferentes (*arrangers*) vendan protección por un múltiplo del valor nominal, con el fin de compensar la elevada sensibilidad al precio de estos tramos. Los múltiplos de productos más complejos, como el aseguramiento de carteras de proporción constante (CPPI) y los bonos de titulación de deuda de proporción constante (CPDO), pueden ser incluso superiores.

Aunque la emisión de productos estructurados puede, en principio, comprimir los diferenciales a través de cualquiera de ambos canales, la evidencia disponible sugiere que esta emisión podría no haber sido un factor decisivo en 2006, al menos en los mercados de alta rentabilidad. Menos del 1% de la emisión total de CDO al contado utilizó deuda como garantía subyacente y una gran proporción de ésta contaba con calificación de grado de inversión. Igualmente, la emisión de CDO sintéticos, de índices por tramos y de CPDO estuvo básicamente vinculada a entidades con grado de inversión. Aunque se observa concomitancia entre la emisión total de CDO y las menores primas de los CDS de alta rentabilidad, un sencillo análisis de regresión sugiere que esta relación es débil y sólo marginalmente significativa desde un punto de vista estadístico con datos de periodicidad mensual.

Con todo, parece existir cierta evidencia de que el crecimiento de la emisión de CDO sintéticos puede haber contribuido al desacople entre los diferenciales de la deuda con grado de inversión y sus correspondientes primas de CDS (véase el panel derecho del Gráfico VI.10). En el periodo comprendido entre el fin del episodio bajista de los mercados de deuda en marzo de 2005 y finales de febrero de 2007, los diferenciales de los CDS con grado de inversión denominados en dólares estadounidenses y en euros se comprimieron de forma sostenida, en un periodo caracterizado por emisiones particularmente elevadas de productos estructurados. En contraste, los diferenciales de los *swaps* de activos con grado de inversión apenas variaron por lo general.

#### *¿Una inflexión del ciclo crediticio?*

Con diferenciales próximos a sus mínimos históricos, los mercados de deuda estaban potencialmente expuestos a un reajuste de los precios. Los episodios de turbulencia en los mercados durante el periodo analizado podrían haber

... apenas se dejaron sentir en los mercados de deuda de alta rentabilidad...

... pero tuvieron efectos palpables en los segmentos de grado de inversión

reflejado el nerviosismo latente entre los inversionistas por el hecho de que, cuando la situación económica es buena, es más probable que el escenario empeore a que mejore aún más.

A corto plazo, sin embargo, no se ha observado excesiva preocupación en los mercados por un eventual deterioro repentino y generalizado de la calidad crediticia. Las tasas de incumplimiento de la deuda corporativa con grado de especulación descendieron por debajo del 2% en 2005, permaneciendo desde entonces en torno a ese nivel y siempre por debajo de las previsiones de las agencias de calificación (véase el Gráfico VI.14). Con todo, el hecho de que los diferenciales de los instrumentos a corto y medio plazo se hayan contraído más que los de la deuda con vencimientos largos sugiere que los participantes en los mercados esperan, por lo general, un aumento de las tasas de incumplimiento.

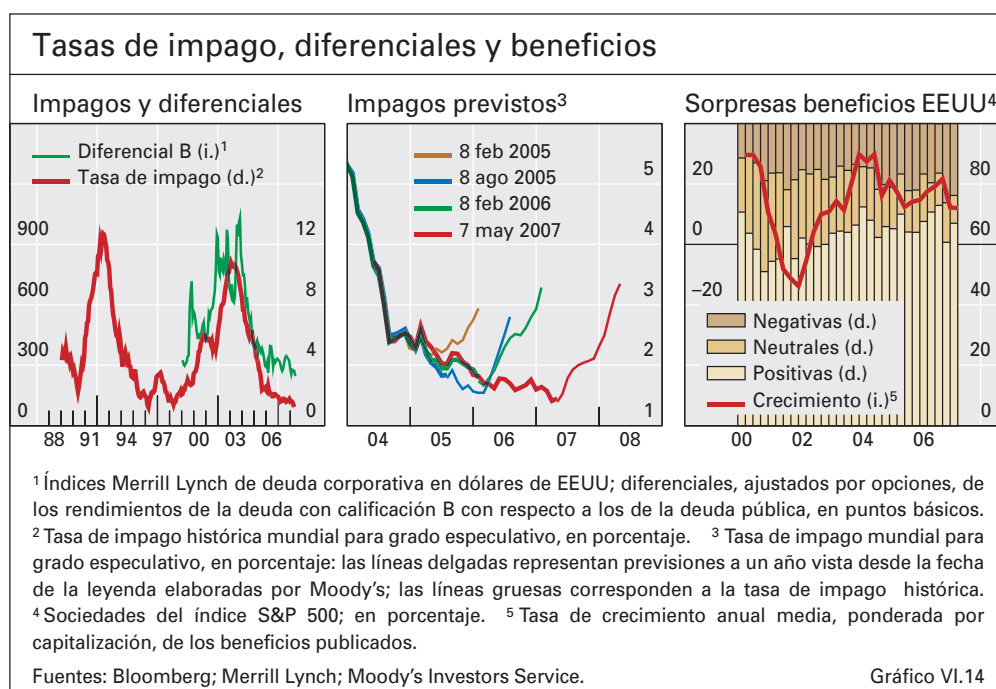
Una desaceleración de la rentabilidad empresarial podría ser uno de los factores que motivara la reevaluación del riesgo de crédito. Aunque en conjunto la rentabilidad del sector empresarial de Estados Unidos durante 2006 fue la más elevada hasta la fecha (véase más arriba), el crecimiento de los beneficios se desaceleró notablemente a finales de ese año y comienzos de 2007. Aunque el número de sorpresas positivas en los anuncios de resultados volvió a superar en el cuarto trimestre al de sorpresas negativas, la diferencia fue muy inferior a la de trimestres anteriores. Las sorpresas positivas repuntaron ligeramente en el primer trimestre de 2007, aunque más como reflejo de una moderación de las expectativas que de un mayor ritmo de crecimiento de los beneficios.

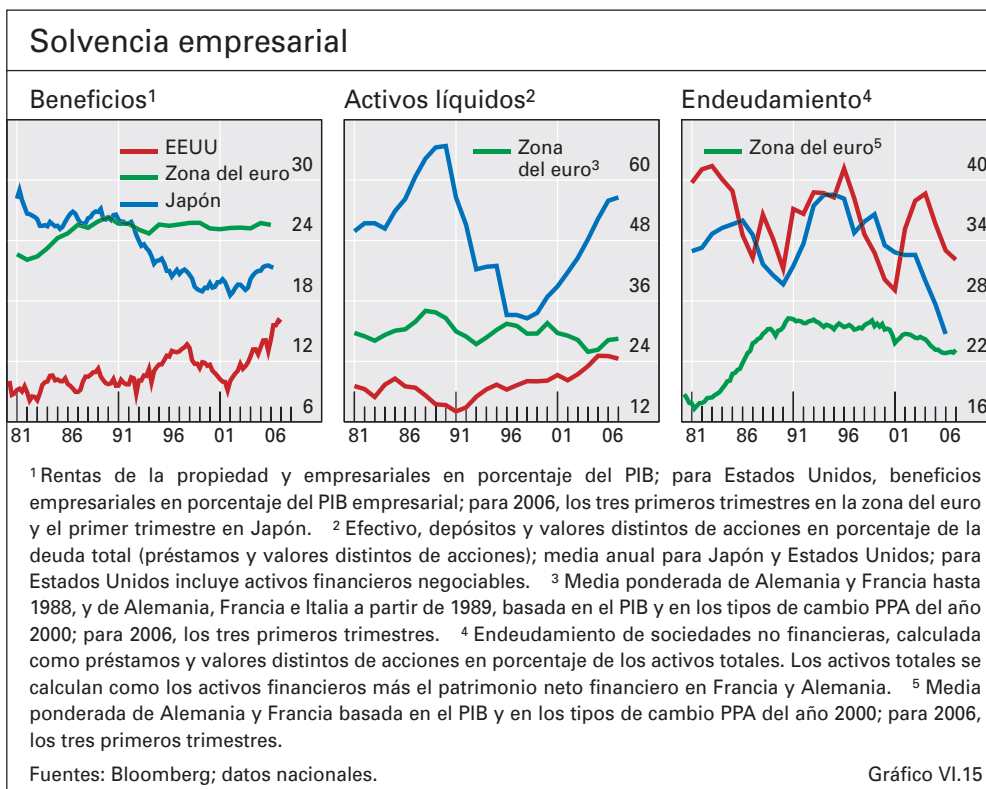
Los saneados balances empresariales podrían mitigar durante algún tiempo los efectos de la desaceleración de los beneficios corporativos sobre la tasa de incumplimiento agregada. De hecho, los indicadores generales de solvencia de las empresas apenas ofrecen motivos de preocupación (véase

Escasa preocupación por una inminente inflexión del ciclo crediticio

Una desaceleración de la rentabilidad empresarial, posible desencadenante

Los saneados balances empresariales podrían atenuar los efectos





el Gráfico VI.15). Los niveles agregados de apalancamiento empresarial en Estados Unidos y Japón continuaron situándose muy por debajo de los observados en el cenit de la expansión de las empresas «punto.com», mientras han estado cayendo en la zona del euro. Del mismo modo, el cociente entre los activos líquidos y la deuda total permaneció en Estados Unidos justo por debajo de su máximo reciente, y mantuvo su tendencia ascendente en Japón y en la zona del euro. Por último, los beneficios empresariales en porcentaje del PIB alcanzaron cotas elevadas en 2006. Al menos en Estados Unidos, la situación actual parece muy distinta de aquella previa a la inflexión de los ciclos crediticios de finales de los 80 y de los 90, cuando los beneficios empresariales eran más reducidos y el apalancamiento algo más elevado que en la actualidad.

A primera vista, la tendencia a la baja del apalancamiento empresarial parece estar reñida con la magnitud creciente de la actividad de fusiones y adquisiciones y de otras operaciones favorables a los accionistas, reseñadas con anterioridad (véase el Gráfico VI.8). Sin embargo, en términos de contabilidad nacional, la cuantía de este tipo de operaciones no es especialmente elevada comparada con el tamaño del sector empresarial. Incluso en Estados Unidos, el importe total de las operaciones de LBO rondó en 2006 el 3% de la capitalización bursátil total, con una presencia relativamente generalizada en todos los sectores.

Aun así, las operaciones de LBO pueden incrementar con mucho el endeudamiento de determinadas empresas, avivando los riesgos de insolvencia de grandes compañías y de tensión sectorial. La mayoría de las recientes operaciones de fusión y adquisición se han pagado en efectivo, frecuentemente a través de los mercados de deuda. Las operaciones

Mayor riesgo en algunas empresas, debido a fusiones y adquisiciones y a operaciones de LBO

financiadas con participaciones en el capital representaron únicamente el 12% del importe total de las operaciones anunciadas en 2006, por debajo del 19% de 2004 y el 26% de 2002. Las adquisiciones financiadas en efectivo tienden a generar mayor endeudamiento que las financiadas con acciones. Las cifras procedentes de una importante agencia de calificación indican que la relación promedio entre la deuda y los flujos de caja de las empresas adquiridas por sociedades de capital inversión alcanzó un valor récord de 5,4 en 2006 (véase también el Capítulo VII). Los tenedores de deuda de las empresas objetivo han sufrido cuantiosas pérdidas como consecuencia de los cambios inesperados en la estructura de capital de estas empresas; hay cálculos que indican que las cinco mayores operaciones de LBO acometidas en 2006 sobre empresas cotizadas generaron a aquellos que detentan bonos de las empresas objetivo pérdidas por un valor aproximado, a precios de mercado, de 2.000 millones de dólares.

El ciclo crediticio alcanzará su punto de inflexión antes o después y las tasas de incumplimiento comenzarán a aumentar. Las estrategias que obtienen sustanciales beneficios cuando los diferenciales son reducidos podrían tornarse repentinamente más arriesgadas de lo previsto. En concreto, no está claro que la amplitud actual de los diferenciales sea suficiente para compensar un retorno de las tasas de incumplimiento a niveles incluso sólo ligeramente más altos. Los cálculos realizados por un banco de inversión sugieren que el reducido nivel actual de los diferenciales de rendimiento en el mercado de deuda de alta rentabilidad en dólares estadounidenses no habría compensado a los inversionistas por las suspensiones de pagos efectivas desde mediados de los años 70 en cualquier cohorte de bonos de empresa a cinco años.

## Fuerte demanda de activos de mercados emergentes

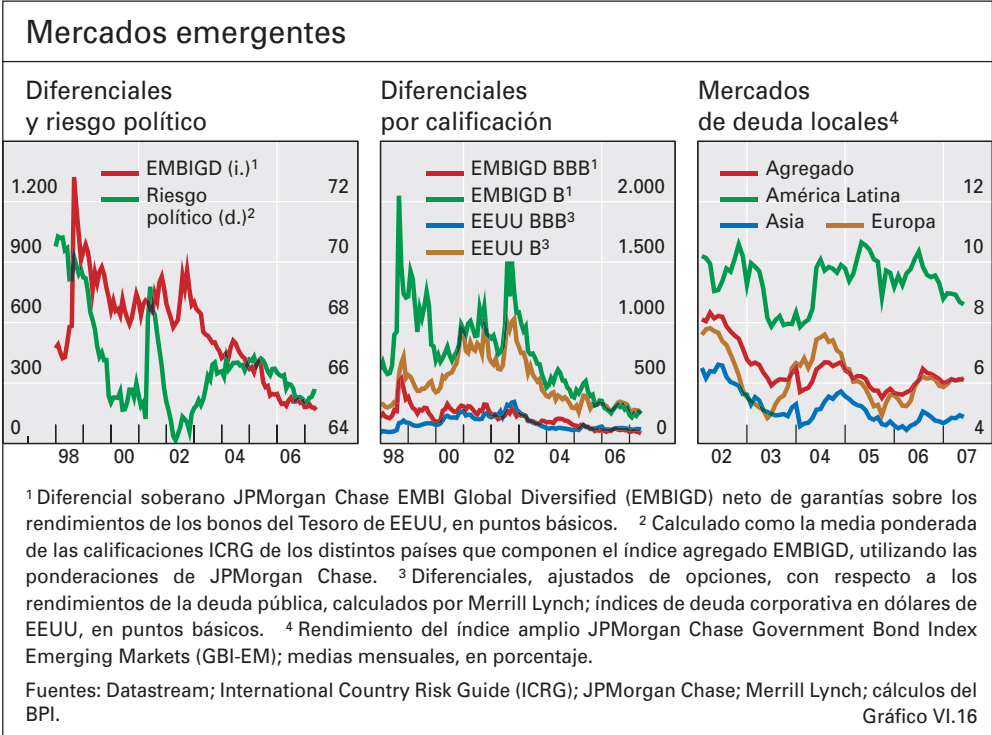
El auge de los mercados emergentes...

Los precios de los activos de mercados emergentes siguieron una evolución similar a la de los mercados maduros. Los mercados emergentes de renta variable, en concreto, mantuvieron su excepcional dinámica alcista de años anteriores (véase más atrás). Los diferenciales de la deuda externa soberana de mercados emergentes siguieron comprimiéndose, aunque a menor ritmo que en 2005, lo que permitió al índice *EMBI Global* marcar nuevos mínimos (véase el Gráfico VI.16). Estos diferenciales cayeron por debajo de los de la deuda corporativa estadounidense con idéntica calificación. Al igual que en los mercados de deuda de los países desarrollados, los diferenciales únicamente registraron un aumento transitorio durante los dos episodios de ventas generalizadas acaecidos en el periodo analizado. Los rendimientos de la deuda denominada en moneda local exhibieron un acusado repunte en el primer semestre de 2006, para retroceder posteriormente.

... se cimentó en la solidez de las variables fundamentales...

La vibrante trayectoria de los activos de mercados emergentes volvió a recibir el impulso de un año de sólida actividad económica. Las economías de mercado emergentes volvieron a experimentar un rápido crecimiento, con mejoras de las situaciones fiscales y de la balanza de pagos en numerosos países, lo que contribuyó a limitar la emisión de deuda externa (véase el Capítulo III). Además, algunos países prosiguieron su política de sustituir





deuda denominada en moneda extranjera por bonos en moneda local. La emisión neta de deuda pública internacional por países emergentes, por importe de 6.000 millones de dólares, fue superior a la del año precedente (5.000 millones de dólares), pero se situó muy por debajo de los niveles registrados a finales de la década de los 90 (cuando rondaron los 50.000 millones de dólares anuales). Los prestatarios no gubernamentales aprovecharon las favorables condiciones de financiación de 2006 para lanzar nuevas emisiones por valor de 130.000 millones de dólares, correspondiendo casi cuatro quintas partes de esta cifra a instituciones financieras. La emisión de acciones alcanzó también nuevos máximos, con ofertas públicas iniciales de venta de sociedades financieras por importes muy elevados, principalmente en China y Rusia.

Aunque algunos acontecimientos políticos y económicos aislados elevaron la volatilidad, sus efectos fueron en general efímeros. Por ejemplo, los diferenciales de la deuda externa de Ecuador se dispararon desde menos de 500 puntos básicos en el verano de 2006 hasta más de 1.000 en enero de 2007, ante la inquietud suscitada por una posible reestructuración de deuda similar a la de Argentina, aunque posteriormente desandaron buena parte de la escalada. Un golpe militar en Tailandia y disturbios en Hungría provocaron un aumento generalizado de los diferenciales en septiembre de 2006, que luego se revirtió en tan sólo unos días. En diciembre de 2006, la introducción de controles de capital en Tailandia con el fin de contener la apreciación del baht originó ese mismo día una caída del 15% en la bolsa de Bangkok, así como una depreciación del baht del 4% en días posteriores, sin apenas efectos sobre otras economías. No obstante, la bolsa se recuperó en gran medida de sus pérdidas meses más tarde, tras la decisión de las autoridades de eximir de los controles a un buen número de transacciones. Un amplio programa de

... y apenas se vio afectado por acontecimientos políticos



nacionalización adoptado por el Gobierno de Venezuela a comienzos de 2007 elevó los diferenciales de la deuda y hundió las cotizaciones bursátiles, pero apenas tuvo efectos en otros mercados. En esta línea, la crisis política acaecida por las mismas fechas en Turquía casi no afectó al conjunto de los mercados emergentes. Pese a estos acontecimientos, según un indicador muy utilizado el riesgo político medio en 22 economías emergentes disminuyó notablemente en el primer semestre de 2006, para estabilizarse más tarde conforme los menores riesgos en algunos países compensaban el aumento de riesgos en otros (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.16).

*¿Se van tornando convencionales los activos de mercados emergentes?*

Los inversionistas de alta calificación...

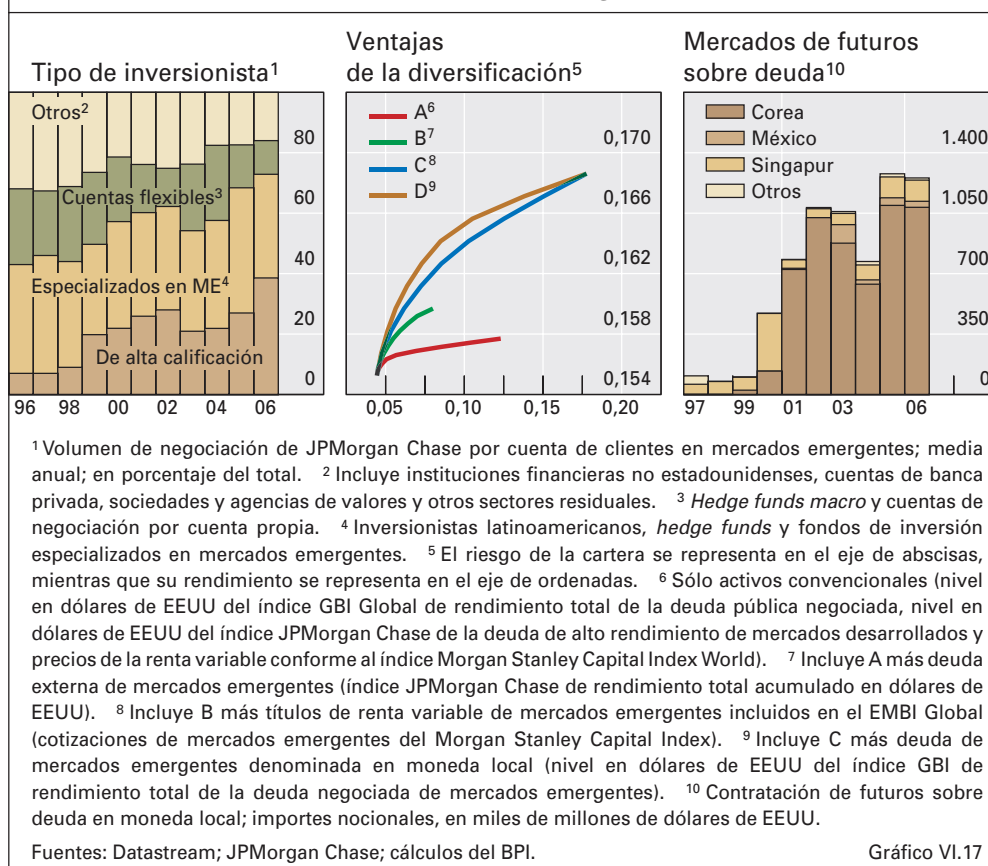
La inversión en activos de mercados emergentes solía circunscribirse a los inversionistas especializados, pero esto ha cambiado. Según un conjunto limitado de datos, la participación de los inversionistas de «alta calificación», es decir, aquéllos cuyo principal mandato es invertir en activos de calificación elevada, aumentó hasta casi el 40% de la contratación por cuenta de terceros realizada en 2006, cuando 10 años antes era del 7% (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.17). Los inversionistas especializados en mercados emergentes, como ciertos fondos de inversión o *hedge funds*, mantienen su relevancia, aunque parecen haber cambiado de estrategia, sustituyendo deuda externa soberana por activos denominados en moneda local.

... se han visto atraídos por las ventajas de la diversificación

Las altas rentabilidades obtenidas y las ventajas de la diversificación de carteras han propiciado que los inversionistas no especializados canalicen fondos hacia activos de mercados emergentes. De la estimación de un modelo convencional de cartera con datos para el periodo comprendido entre enero de 2002 y marzo de 2006 (un periodo indudablemente caracterizado por su alta rentabilidad) se desprende que la inversión en deuda soberana de mercados emergentes denominada en dólares estadounidenses habría mejorado ostensiblemente el perfil de rentabilidad-riesgo de una cartera frente a un índice de referencia que no contuviese inversiones en mercados emergentes (véase el panel central del Gráfico VI.17). Un análisis *ex post* demuestra que si se hubiera incluido en la cartera renta variable y deuda denominada en moneda local de mercados emergentes se habría desplazado aún más hacia arriba la «frontera de eficiencia» de la cartera en términos de relación rentabilidad-riesgo.

Aunque en principio las posiciones en mercados emergentes podrían aumentar el riesgo de sufrir fuertes pérdidas en periodos de inestabilidad, no ocurrió así en los dos episodios bajistas relativamente benignos acaecidos durante el periodo analizado. Por ejemplo, una cartera con una elevada proporción de activos de mercados emergentes habría obtenido peores resultados que una cartera similar con activos de economías desarrolladas únicamente durante el episodio de ventas generalizadas de mayo-junio de 2006, sobre todo si hubiera incluido bonos en moneda local. Pero esa diferencia de resultados habría desaparecido a las pocas semanas tras la recuperación de los mercados. En febrero de 2007, una mayor proporción de inversiones en mercados emergentes habría tenido incluso un efecto estabilizador sobre el valor de la cartera.

## Inversión en activos de mercados emergentes



Aunque es patente la mayor popularidad de los activos de mercados emergentes entre los inversionistas institucionales, sería prematuro considerarlos como una categoría de activos verdaderamente «convencionales». Un obstáculo a la mayor participación de los inversionistas extranjeros es la existencia de controles de capital en numerosas economías de mercado emergentes. Estas restricciones podrían explicar las tasas de participación mucho más reducidas de los inversionistas extranjeros en los mercados asiáticos de deuda denominada en moneda local, frente a los de Europa central y oriental o de América Latina, donde los controles de capital son menos frecuentes. Con todo, los inversionistas extranjeros pueden, en cierta medida, tomar posiciones indirectas incluso en mercados restringidos mediante contratos a plazo con liquidación por compensación (véase el Capítulo III), que se negocian extraterritorialmente y se liquidan en moneda extranjera. De esta forma, replican los pagos de los instrumentos locales sin necesidad de realizar ninguna transacción en la divisa del mercado objetivo.

Un segundo obstáculo a la mayor inversión extranjera, especialmente en los mercados de deuda en moneda local, reside en la limitada gama de instrumentos de cobertura para los riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés. Aunque suele ser factible cubrir las fluctuaciones cambiarias durante unos pocos meses, resulta mucho más difícil protegerse frente a las fluctuaciones de los tipos de cambio a lo largo de periodos de tiempo más dilatados. El problema incluso se agudiza en el caso del riesgo de tasa

de interés. En este sentido, sólo unos pocos países, a saber, Corea, Singapur y, en menor medida, México, cuentan con un mercado líquido de futuros sobre deuda (véase el panel derecho del Gráfico VI.17), aunque existe una disponibilidad más amplia de derivados sobre tasas de interés a corto plazo. La ausencia de un mercado de futuros líquido también podría dificultar el desarrollo de un mercado de *swaps* de tasas de interés, ya que los intermediarios financieros que operan en este mercado suelen utilizar futuros para cubrir sus posiciones. Aunque distan de ser exhaustivos, los datos de que dispone el BPI solamente muestran posiciones considerables en *swaps* de tasas de interés para el dólar de Hong Kong, si bien las fuentes de datos locales revelan actividad en algunas otras divisas.

Un tercer obstáculo derivaría del hecho de que aún no ha podido contrastarse la solidez de los activos de mercados emergentes para reaccionar ante coyunturas internacionales menos benignas. Desde la suspensión de pagos de Argentina a finales de 2001, los mercados emergentes no se han visto afectados por ninguna perturbación reseñable, a diferencia de los años 80 y 90, cuando los inversionistas sufrieron en ocasiones severas pérdidas.