

## 1. Presentación general: las perspectivas de inflación inquietan a los inversionistas

El deterioro de las perspectivas de inflación generó nerviosismo entre los inversionistas de todo el mundo en septiembre y octubre. La presión alcista sobre los precios de consumo, derivada en parte de los elevados precios de la energía, hizo que los bancos centrales de Estados Unidos y la zona del euro advirtieran sobre un posible endurecimiento de sus políticas monetarias para contener la inflación. Esto llevó a los inversionistas a revisar al alza sus expectativas sobre los tipos de interés oficiales en el futuro, lo que a su vez elevó los rendimientos en los principales mercados la renta fija. No obstante, los intereses a largo plazo permanecieron bajos con respecto a sus máximos de 2004.

Las perspectivas de una contracción monetaria más rápida de lo esperado generaron profundas pérdidas en las bolsas de todo el mundo a principios de octubre, aunque en noviembre se recuperaron con fuerza ante los síntomas de crecimiento económico todavía fuerte en Estados Unidos y los anuncios de fusiones, recompras de acciones y aumentos de dividendos. Esta remontada fue especialmente pronunciada en Japón, gracias a la incipiente recuperación de su demanda interna que animó a confiar en un posible fin a años de deflación.

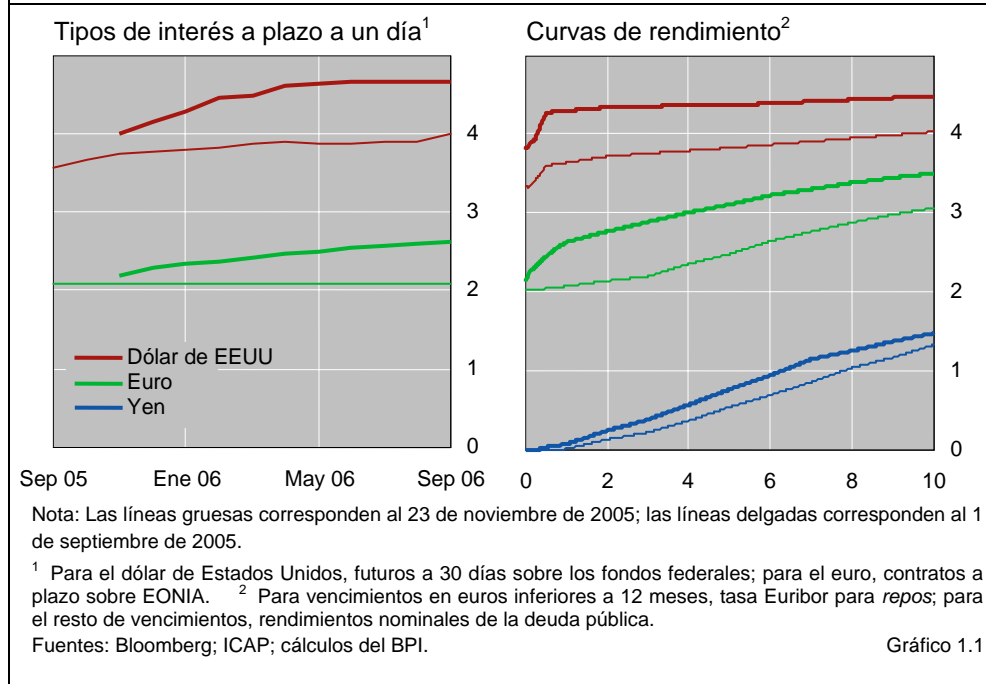
Mientras que los diferenciales de los mercados emergentes evolucionaron a la par de los mercados de acciones, los diferenciales de los títulos corporativos parecieron quedar descolgados. A diferencia de los dos primeros, los mercados de deuda empresarial no han logrado recuperarse del episodio de ventas generalizadas de principios de 2005 y en noviembre se ampliaron sus diferenciales a pesar de las ganancias en las bolsas. Esta divergencia se debió en gran medida a la inquietud por el impacto que pudiera tener en la solvencia de las empresas el creciente número de medidas ventajosas para el accionista.

### Los inversionistas revisan al alza sus expectativas sobre tipos de interés oficiales

En septiembre y octubre, los tipos de interés a largo plazo subieron progresivamente en numerosos mercados. Entre el 1 de septiembre y el

## Estructura temporal de los tipos de interés

En porcentaje



23 de noviembre, la rentabilidad de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y Alemania creció cerca de 45 puntos básicos, mientras que en Japón lo hizo 15 puntos (véase el Gráfico 1.1). Esta evolución se produjo tras el descenso de rendimientos observado en el mes de agosto, que en algunos mercados situó los tipos de interés a largo plazo en mínimos cíclicos (véase el Gráfico 1.2).

Los diferenciales a largo plazo crecen progresivamente...

Los rendimientos cedieron ligeramente en noviembre y, a finales de ese mes, todavía no quedaba claro si esta última subida sería tan efímera como en otras ocasiones. Desde que en junio de 2004 comenzara el ciclo de endurecimiento de la política monetaria estadounidense, los incrementos de los intereses a largo plazo han solido ir seguidos de caídas igualmente importantes, sino mayores. Los rendimientos en dólares estadounidenses estuvieron a punto de sobrepasar el intervalo en el que han oscilado en el último año, creciendo casi hasta el 4,7% el 4 de noviembre, apenas 20 puntos básicos por debajo de su máximo de junio de 2004, aunque se redujeron más tarde. En el caso del *bund* alemán, sin embargo, permanecieron incluso por debajo de sus niveles de principios de 2005, mientras que sus equivalentes en yenes sobrepasaron el 1,6% a principios de noviembre, su máximo desde septiembre de 2004.

En septiembre y octubre, los rendimientos a dos años aumentaron casi tanto como los de vencimientos más largos (véase el Gráfico 1.1), lo que indica que estos últimos reflejaron principalmente las revisiones al alza para los tipos de interés a corto plazo. Mientras que a principios de septiembre los inversionistas estaban convencidos de que la Reserva Federal de Estados Unidos detendría su endurecimiento monetario en el 4%, hacia noviembre ya

... ante las previsiones de mayores tipos de interés oficiales

se descontaba un nivel del 4,75% para mediados de 2006. En la zona del euro, por su parte, se preveía que el BCE dejara intactos sus tipos de interés en 2006, pero en noviembre los inversionistas ya esperaban un aumento de 50 puntos básicos para mediados de 2006, mientras que en Japón se estimaba muy probable el final de la política de tipos de interés cero para finales de 2006.

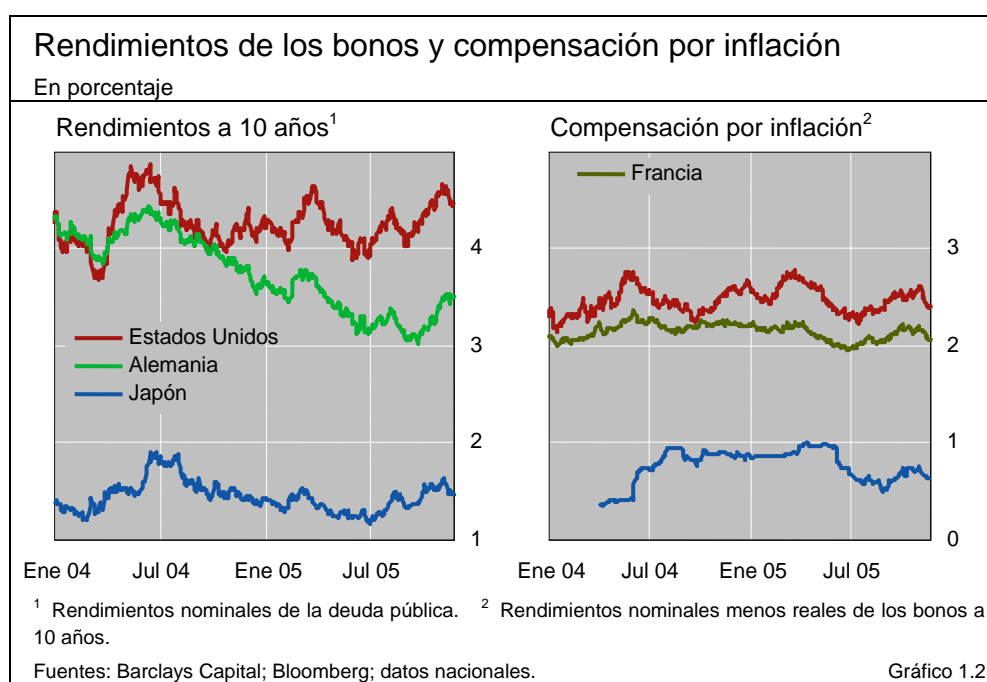
Este cambio de expectativas puede explicarse por una serie de sorpresas macroeconómicas positivas. En Japón especialmente, los inversionistas centraron su atención en los crecientes síntomas de recuperación de la demanda interna. Las previsiones de los expertos de las principales economías sobre el crecimiento económico japonés se revisaron considerablemente al alza en el tercer trimestre (véase el Gráfico 1.3), arrastrando consigo los rendimientos de la deuda pública nipona.

También en la zona del euro mejoraron las perspectivas económicas. Por ejemplo, las encuestas IFO y ZEW alemanas sobre confianza empresarial resultaron mejor de lo anticipado en septiembre y octubre, de modo que los anuncios macroeconómicos procedentes de Estados Unidos pesaron menos que en otras ocasiones en los rendimientos en euros, que no variaron entre el 4 y el 23 de noviembre, mientras que los del dólar perdieron cerca de 20 puntos básicos durante ese mismo periodo.

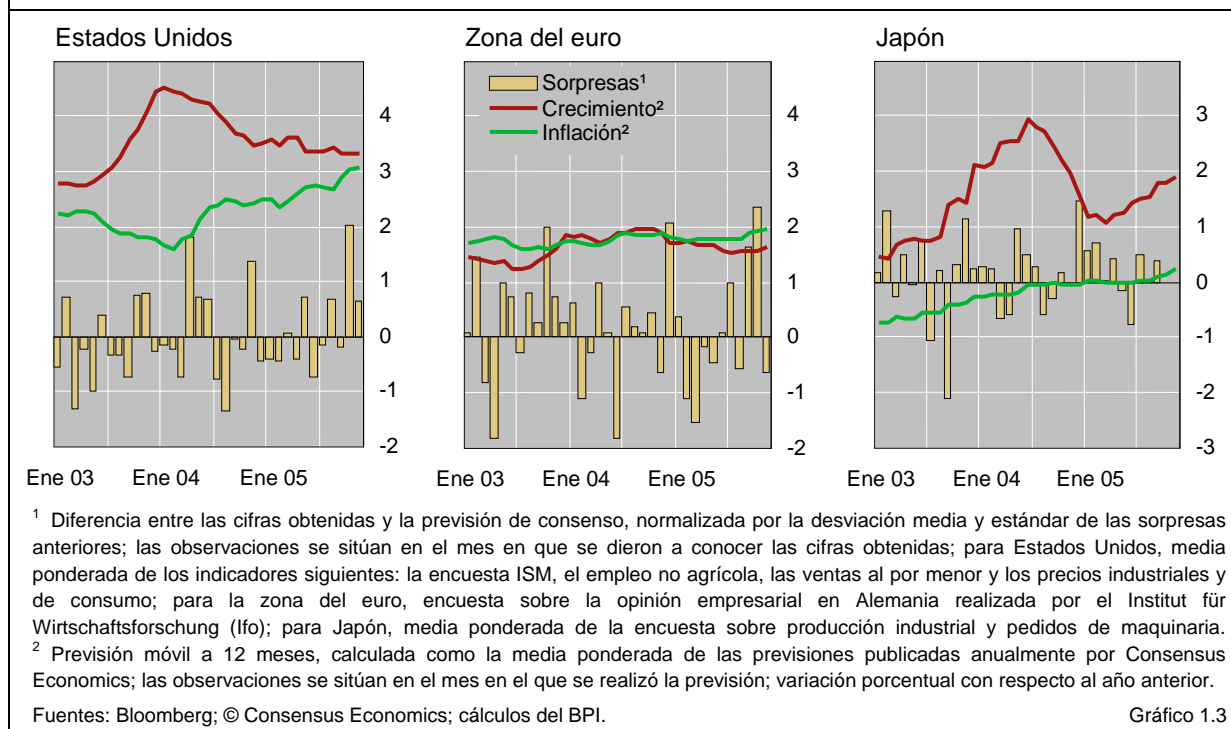
En Estados Unidos, los huracanes que azotaron el país tuvieron menor impacto económico de lo inicialmente previsto. La posibilidad de una interrupción en la subida de tipos de interés, que se dio por segura cuando el huracán Katrina tocó tierra a finales de agosto, se fue disipando poco a poco en septiembre a medida que se comprobaba que los daños no fueron tan graves como se temió en un primer momento. El anuncio el 7 de octubre de las cifras de empleo no agrícola muy por encima de lo esperado vino a confirmar

Mayor demanda interna en Japón

Impacto limitado de los huracanes



## Anuncios macroeconómicos



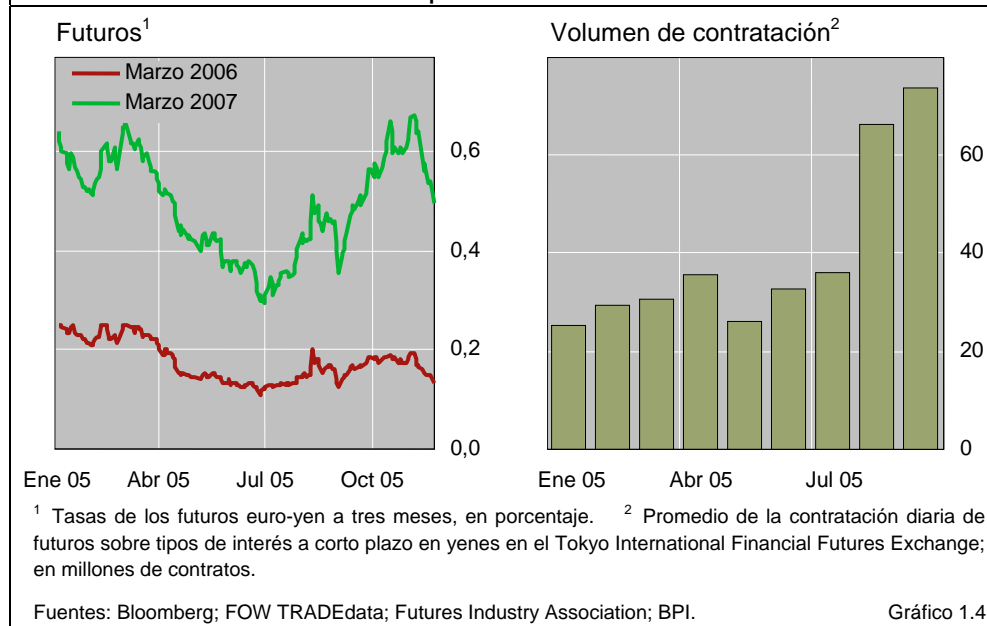
la capacidad de recuperación de la economía, aunque su repercusión en los mercados de renta fija fue menor de lo habitual. De hecho, la rentabilidad de los títulos en dólares de Estados Unidos cayó marcadamente ese mismo día a pesar de que la sorpresa superó las 100.000 contrataciones, lo que indicaría que esta vez los inversionistas en bonos se dejaron influir menos por el mercado laboral.

La atención de los inversionistas se centró en cambio en las presiones inflacionistas que pudiera tener la subida de los costes energéticos. Aunque el precio del petróleo abandonó sus máximos de finales de agosto durante el paso del huracán Katrina, en septiembre se situaban aproximadamente un 30% por encima de sus niveles a principios de año. Los productos refinados se encarecieron todavía más, aumentando con ello las expectativas de inflación. En Estados Unidos en concreto, las previsiones de inflación a corto plazo entre los expertos se dispararon en septiembre y octubre (véase el Gráfico 1.3), al igual que lo hicieron las expectativas a largo plazo de los hogares y las medidas de compensación por inflación obtenidas a partir de los rendimientos nominales y reales de los bonos (véase el Gráfico 1.2).

Las autoridades de los bancos centrales, especialmente en Estados Unidos y la zona del euro, se apresuraron a advertir de que sus políticas monetarias podrían tener que endurecerse más para poder contener las expectativas de inflación, lo que presionó al alza los rendimientos. Así por ejemplo, la “fuerte vigilancia” que estimó necesaria el Consejo de Gobierno del BCE con respecto a las presiones inflacionistas contribuyó a la marcada alza de los rendimientos del *bund* al publicarse el boletín mensual del BCE el 13 de octubre.

Preocupación por las presiones inflacionistas

## Mercados monetarios en Japón



No se considera inminente un cambio de política en el Banco de Japón

En Japón, las sólidas expectativas de una subida de precios el próximo año acrecentaron el interés en torno a cuándo y cómo abandonaría el banco central su actual orientación política no convencional. De hecho, a partir de agosto se constató un fuerte incremento de la negociación con futuros sobre el mercado monetario denominados en yenes, a medida que crecía la incertidumbre por la evolución de sus tipos de interés oficiales (véase el Gráfico 1.4). Las declaraciones de las autoridades del Banco de Japón en septiembre y octubre ayudaron a encauzar las expectativas, de modo que los tipos de interés en el mercado monetario no variaron incluso mientras crecían los rendimientos de los bonos. Estas declaraciones se interpretaron como un atisbo de que la política de tipos de interés cero no se abandonaría hasta el próximo ejercicio fiscal como pronto; entre principios de septiembre y mediados de octubre, el rendimiento implícito de los futuros a tres años denominados en yenes con vencimiento a finales de marzo de 2007 ganó cerca de 25 puntos básicos, mientras que aquellos con vencimientos en marzo de 2006 (cierre del ejercicio fiscal) apenas se incrementaron.

### Los mercados bursátiles indiferentes a las subidas de tipos de interés

En un principio, los mercados bursátiles parecieron no inmutarse ante las perspectivas de mayores subidas de tipos de interés, alcanzando muchos de ellos en septiembre sus máximos en años (véase el Gráfico 1.5), a excepción de Estados Unidos. En octubre, sin embargo, las bolsas se tambalearon ante el temor a nuevas subidas de los tipos de interés oficiales, aunque en noviembre repuntaron hasta acercarse a sus máximos de septiembre, superándolos incluso en el caso de Japón. Así, el 18 de noviembre, el TOPIX

cerró en su nivel más alto desde mediados de 2000, mientras que el S&P 500 alcanzó un nuevo máximo desde mediados de 2001.

A lo largo de septiembre, las revisiones al alza de las previsiones de beneficios ante los síntomas de sólido crecimiento económico parecieron propiciar ganancias en los mercados (véase el Gráfico 1.6), aunque en la primera mitad de octubre, la efervescencia se tornó preocupación y las bolsas de todo el mundo cayeron estrepitosamente. El detonante de este episodio de ventas fue el discurso pronunciado por el Presidente de la Reserva Federal de Dallas el 4 de octubre, en el que afirmaba que la inflación estaba "cerca del límite superior de la zona de tolerancia de la Fed". Mientras que esta observación apenas repercutió en los mercados de renta fija, que ya habían descontado en septiembre la posibilidad de una subida de tipos de interés mucho mayor de lo esperado para contener la inflación, el índice S&P 500 perdió el 1% el 4 de octubre y algo parecido ocurrió en las bolsas asiáticas y europeas cuando abrieron al día siguiente.

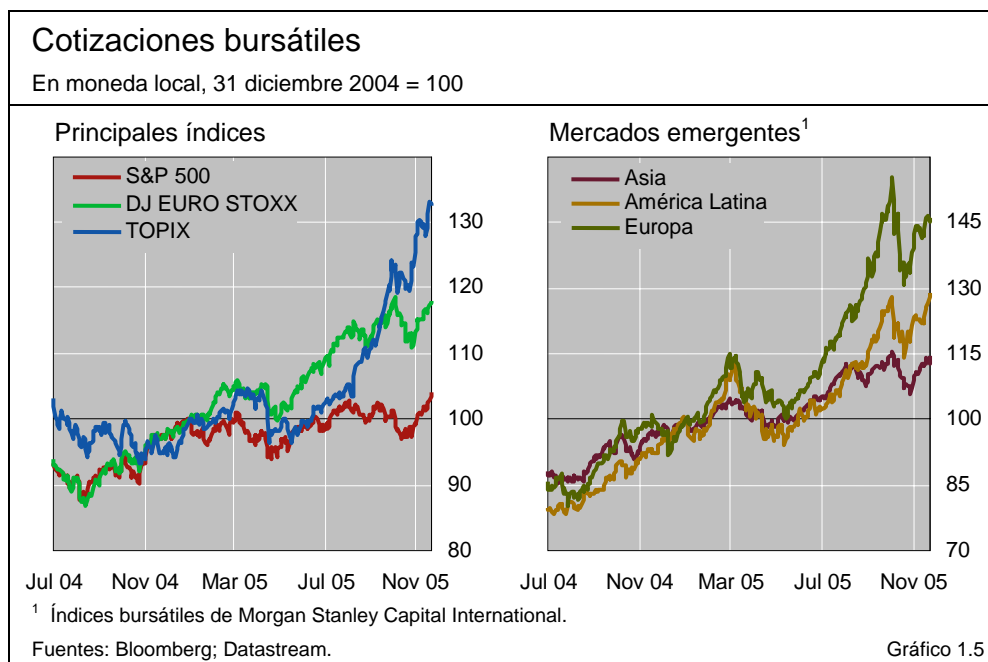
A lo largo de las semanas siguientes, las plazas bursátiles se mostraron extraordinariamente volátiles. En algunos de ellos, la volatilidad implícita alcanzó máximos anuales en octubre (véase el Gráfico 1.7), en parte por la menor preferencia de los inversionistas por el riesgo. Los precios de las opciones sobre índices bursátiles para el S&P 500, DAX 30 y FTSE 100, así como su relación con la volatilidad efectiva, apuntan a que el componente común de la apetencia por el riesgo en los mercados de Estados Unidos, Alemania y el Reino Unido alcanzó en octubre su nivel más bajo del año.

El aumento de la volatilidad implícita también es reflejo de la creciente incertidumbre ante el panorama económico. Numerosos mercados sufrieron grandes oscilaciones en octubre, como ocurrió con el S&P 500, que registró ese mes cinco de las 10 mayores oscilaciones del año. Estos altibajos

Inquietud ante un posible endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal

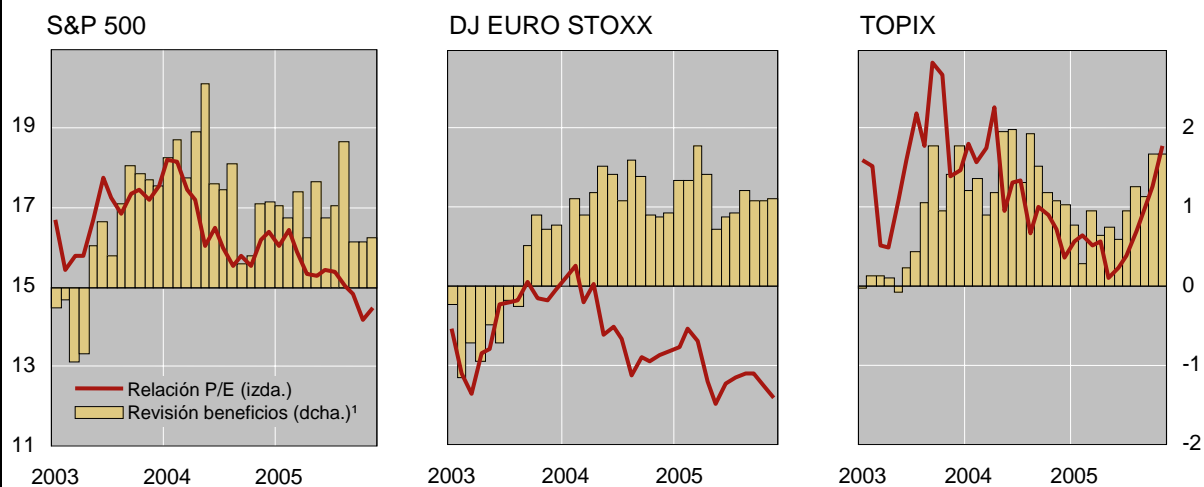
Volatilidad extraordinariamente elevada...

... ante la incertidumbre de cara al futuro



## Previsión de beneficios y valoraciones en los mercados bursátiles

A partir de los beneficios previstos a 12 meses vista



<sup>1</sup> Índice de difusión de las revisiones mensuales de los beneficios previstos a 12 meses vista, calculado como el porcentaje de sociedades cuyos beneficios previstos fueron revisados al alza por los analistas más la mitad del porcentaje de sociedades cuyas previsiones de beneficios no se modificaron; para ajustar la sobreestimación sistemática de los beneficios por parte de los analistas, se sustrajo de cada observación mensual la media del índice de difusión para el periodo 2000-02 (S&P 500 = 43,8; DJ EURO STOXX = 40,8; TOPIX = 45,9).

Fuentes: I/B/E/S; cálculos del BPI.

Gráfico 1.6

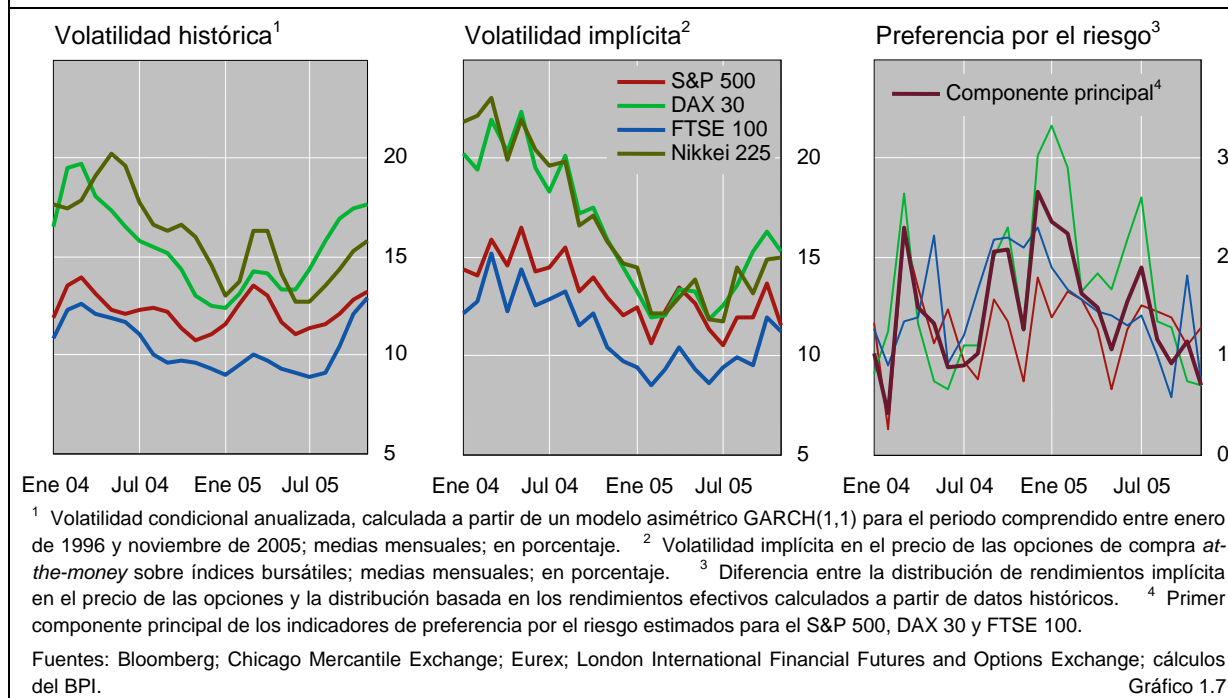
estuvieron provocados en ocasiones por los anuncios macroeconómicos, como los resultados peor de lo esperado de la encuesta ISM sobre la actividad en el sector no manufacturero el 5 de octubre, aunque en otras ocasiones se debieron a los anuncios sobre beneficios, que para la mayoría de sociedades estuvieron por encima de lo esperado. También parece que influyeron las noticias políticas de este periodo, incluido el anuncio del 24 de octubre del nuevo Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Al final, la acumulación de síntomas que confirmaban la solidez del crecimiento económico estadounidense contribuyó a tranquilizar a los inversionistas. El 28 de octubre, se anunció un crecimiento mejor de lo previsto del PIB de Estados Unidos durante el tercer trimestre, lo que provocó ganancias del 1,7% en el S&P 500. La jornada (hábil) siguiente vio como los mercados de la zona del euro registraban las mayores subidas obtenidas en un sólo día en lo que va de año, subiendo el 2,2%. La recuperación prosiguió en noviembre, reforzada por anuncios de mayores dividendos y recompras de acciones, así como de fusiones y adquisiciones (véase más abajo). Hacia mediados de noviembre, los mercados bursátiles de Estados Unidos y la zona del euro ya se habían recuperado casi por completo de las pérdidas sufridas a principios de octubre.

Los mercados de Japón superaron con creces a la mayoría del resto. Mientras que el TOPIX ganaba el 20% entre el 1 de septiembre y el 18 de noviembre, el S&P 500 y el DJ EURO STOXX lo hacían sólo el 2% y el 4% respectivamente durante el mismo periodo. Al igual que sus homólogos en los mercados de bonos japoneses, los inversionistas en renta variable se guiaron por la continua mejora del panorama macroeconómico, de tal modo que la

Los mercados  
japoneses superan  
al resto...

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



mayor subida del TOPIX en un solo día (2,5%) se produjo el 11 de octubre, coincidiendo con el anuncio de pedidos de maquinaria previstos, que arrojaba cifras mejor de lo esperado. Los acontecimientos políticos también acapararon el interés de los agentes, de modo que la aplastante victoria del primer ministro japonés en las elecciones parlamentarias del 11 de septiembre se interpretó como un empuje a las reformas económicas. Los anuncios sobre beneficios también impactaron en los inversionistas. Desde comienzos de 2005, los analistas han aumentado sus previsiones de beneficios para un número cada vez mayor de empresas japonesas (véase el Gráfico 1.6), al contrario que en Estados Unidos, donde en septiembre y octubre se revisaron al alza las previsiones de beneficios para menos empresas que durante el primer semestre de 2005.

En Japón, el aumento de los beneficios previstos se vio superado por el de las cotizaciones bursátiles, de modo que los indicadores de precio/beneficio (P/E) alcanzaron sus máximos de mediados de 2004. Mientras que las valoraciones en las bolsas de Estados Unidos y la zona del euro han tendido a la baja en 2005, las de los mercados Japoneses lo han hecho en sentido contrario, en parte debido a la pujanza de las inversiones desde el extranjero, al haber sido Japón durante gran parte del año el destino preferido de los inversionistas bursátiles internacionales.

Al contrario que los repuntes de los últimos seis años en el mercado japonés de renta variable, la corriente alcista de 2005 en el país ha coincidido con un descenso generalizado del yen, que en noviembre cayó incluso por debajo de sus mínimos de los últimos dos años frente al dólar de Estados Unidos. Parte de la explicación puede hallarse en la reciente preferencia de los japoneses por las inversiones en títulos de otros países, lo que en opinión de

... gracias a los inversionistas extranjeros...

... aunque el yen continúa débil



algunos expertos sugiere su menor aversión al riesgo de divisas. Otra explicación de la debilidad del yen sería que la contracción monetaria en Japón ha sido mucho menos severa de lo previsto comparado con otros mercados desarrollados, como se ha explicado antes. Hay pruebas de que esta debilidad habría contribuido al incremento de las operaciones *carry trade* por parte de fondos de cobertura, con las que los inversionistas financian sus posiciones largas en dólares mediante posiciones cortas en otras monedas con tipos de interés bajos, sobre todo el yen.

## Los mercados emergentes muestran una sorprendente capacidad de reacción

Las revisiones al alza de la evolución prevista para los tipos de interés oficiales tuvieron un efecto sorprendentemente contenido en los mercados emergentes. En los últimos años, los precios de sus activos se han visto impulsados por la disposición de los inversionistas a asumir mayores riesgos en un esfuerzo por mantener los rendimientos nominales que habían obtenido con tipos de interés mayores. En la actualidad, esta disposición parece intacta a pesar de la significativa subida de los tipos de interés en Estados Unidos a corto y largo plazo en septiembre y octubre.

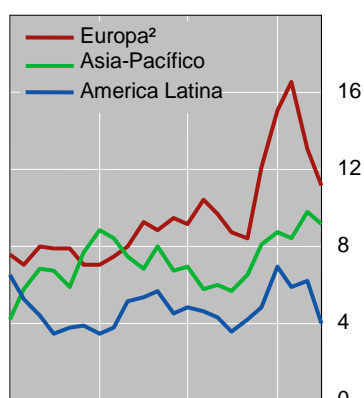
En el tercer trimestre de 2005, los mercados emergentes recibieron cantidades récord de fondos en forma de inversión extranjera de cartera (véase el Gráfico 1.8), lo que permitió que numerosos mercados bursátiles alcanzaran sus máximos en años y que los diferenciales con respecto a la deuda soberana cayeran a mínimos históricos. Entre finales de junio y finales de septiembre, los mercados emergentes de renta variable subieron el 12% en

Financiación casi récord hacia los mercados emergentes

### Flujos de cartera en mercados emergentes

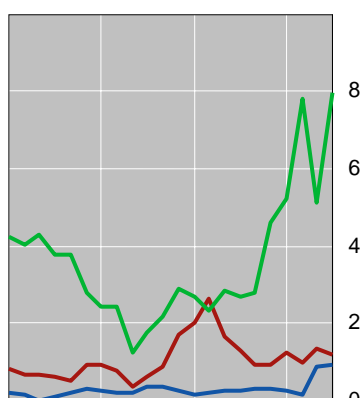
En miles de millones de dólares de EEUU

Títulos de deuda<sup>1</sup>



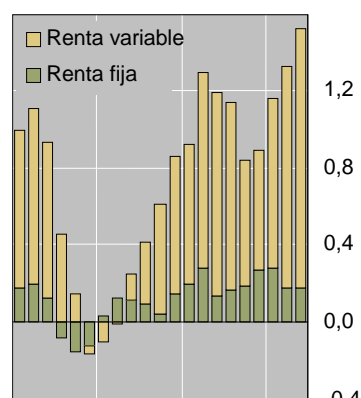
Ene 04 Jul 04 Ene 05 Jul 05

Acciones<sup>3</sup>



Ene 04 Jul 04 Ene 05 Jul 05

Fondos de inversión<sup>4</sup>



Ene 04 Jul 04 Ene 05 Jul 05

<sup>1</sup> Emisiones anunciadas de bonos y pagarés internacionales, más contrataciones de préstamos sindicados; media móvil de tres meses. <sup>2</sup> Incluye África y Oriente Medio. <sup>3</sup> Anuncios de emisión de acciones en el mercado internacional; media móvil de tres meses. <sup>4</sup> Nuevos flujos de efectivo netos hacia fondos de inversión especializados en mercados emergentes constituidos en Estados Unidos, incluye transferencias netas entre fondos.

Fuentes: Bloomberg; Dealogic Bondware; Dealogic Loanware; Investment Company Institute; cálculos del BPI.

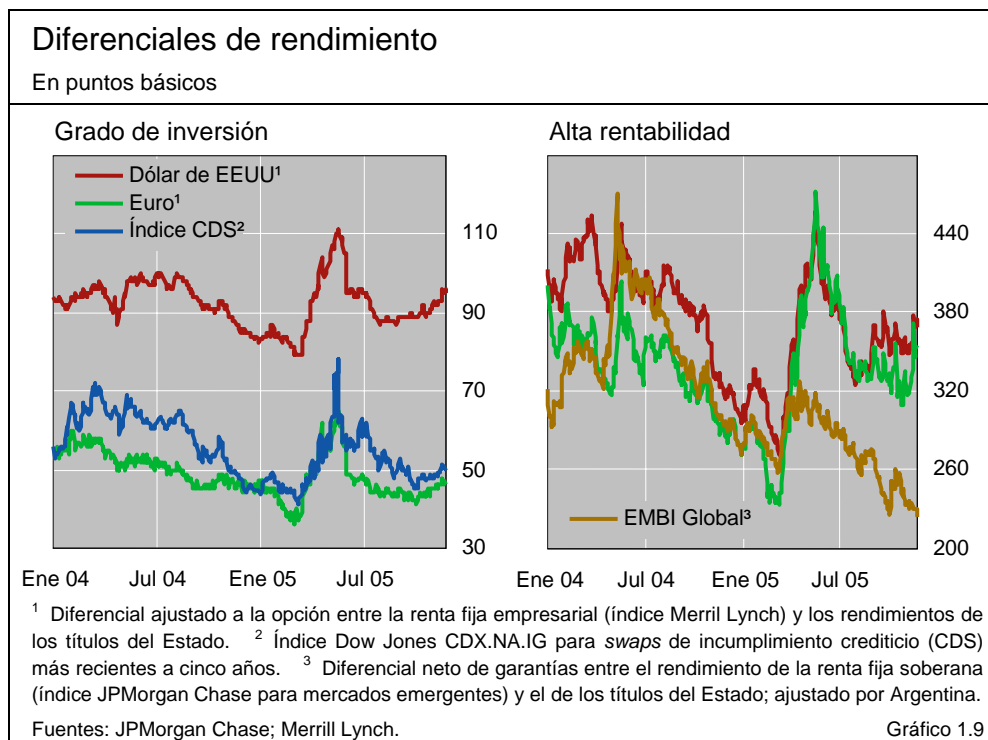
Gráfico 1.8

términos de moneda local, al tiempo que el EMBI Global (excluida Argentina) se estrechaba 60 puntos básicos, hasta los 229 (véase el Gráfico 1.9).

A pesar de las considerables pérdidas en los mercados emergentes en octubre, este episodio de ventas resultó moderado en comparación con los de principios de 2005 y abril y mayo de 2004; entre el 4 y el 28 de octubre, las bolsas de Europa oriental perdieron el 13% en términos de moneda local y las de Asia lo hicieron el 9% (véase el Gráfico 1.5). Los precios de los bonos soberanos internacionales también cayeron durante el periodo, ampliándose el EMBI Global en nada menos que 30 puntos básicos (véase el Gráfico 1.9). Asimismo, diversas monedas de economías emergentes también se depreciaron frente al dólar de Estados Unidos, especialmente aquellas con mayor rentabilidad como el real brasileño y el rand sudafricano. Pese a todo, a medida que se fueron disipando las preocupaciones en torno a una desaceleración del crecimiento de la economía estadounidense, los mercados emergentes comenzaron a recuperarse desde sus mínimos de octubre, de tal modo que a finales de noviembre las cotizaciones de las acciones y los bonos habían vuelto a sus máximos de finales de septiembre.

Durante las ventas de octubre, los inversionistas parecieron prestar poca atención a la mejora de la coyuntura local, cuando en realidad los indicadores fundamentales en la mayoría de economías emergentes apenas ofrecían motivos de preocupación. De hecho, el número de rebajas de calificación crediticia para estos prestatarios siguió siendo inferior al de mejoras de la clasificación, entre las que destacan las que realizó Moody's en octubre para Brasil (hasta Ba3) y Rusia (hasta Baa2). El escaso efecto que surtieron estas buenas perspectivas podría explicarse por el hecho de que las valoraciones en estos mercados ya se antojaban elevadas incluso antes de incorporar el efecto que tendrían mayores tipos de interés para el crecimiento mundial.

Las ventas masivas de octubre resultan transitorias



Condiciones de  
financiación  
favorables

A pesar del debilitamiento en octubre de la demanda de activos de economías emergentes, el nuevo endeudamiento en los mercados de bonos y préstamos permaneció muy por encima de sus niveles del año pasado (véase el Gráfico 1.8). Lo cierto es que algunos prestatarios redujeron o pospusieron sus emisiones previstas, especialmente en América Latina, aunque la mayoría siguió gozando de condiciones de financiación favorables incluso en el punto más álgido del episodio de ventas. De hecho, a finales de octubre, Vietnam fue capaz de lanzar su primera emisión de bonos internacionales, con un diferencial menor de lo anunciado en un principio y en mayores cantidades.

Emisión activa de  
las empresas  
chinas

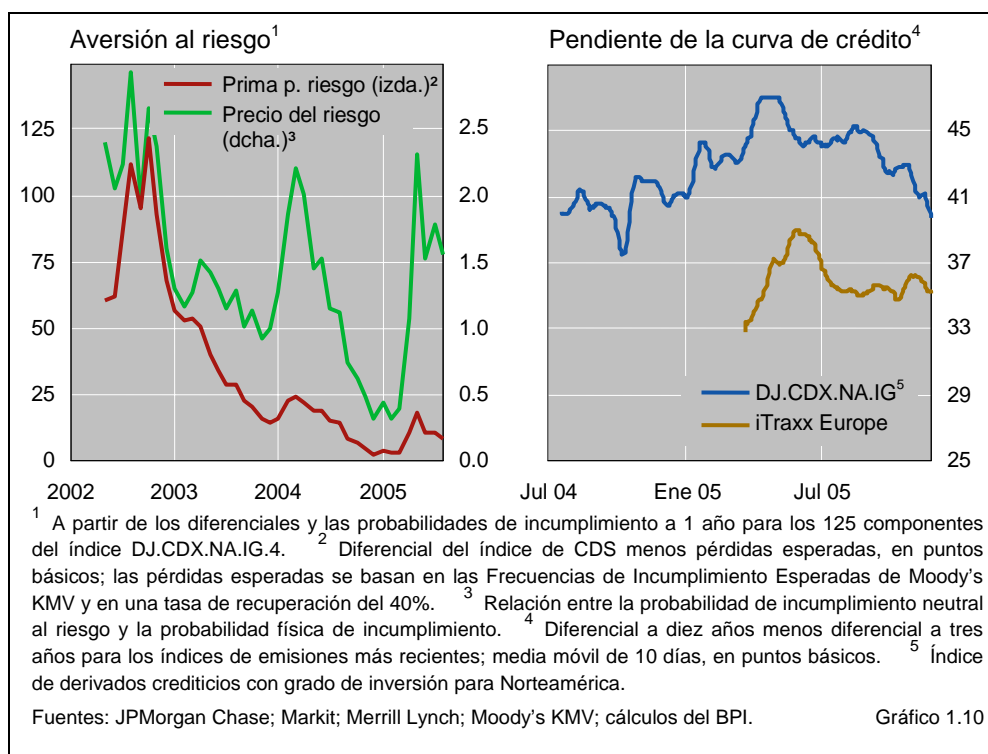
La emisión en los mercados bursátiles internacionales por parte de residentes en economías emergentes también prosiguió su frenético ritmo, destacando sobre todo las empresas chinas, que consiguieron más de 20.000 millones de dólares en los primeros 10 meses de 2005, casi tanto como el resto de países emergentes juntos. En octubre, China Construction Bank se convirtió en el primero de los cuatro grandes bancos chinos en cotizar sus acciones en el extranjero, por un total de 8.000 millones de dólares, la mayor operación de salida a bolsa jamás realizada por un banco, y la mayor para todo tipo de sociedades desde 2001. Otras economías emergentes están siguiendo la estela de China, abriendo gradualmente su sistema bancario a la competencia e inversión del exterior (véase el artículo monográfico dedicado a este tema en la página 69 del *Informe Trimestral* en inglés).

### Los mercados de deuda se descuelgan del resto

Los mercados de deuda empresarial parecieron evolucionar al margen de los demás y, tras subir al compás de las cotizaciones bursátiles en 2003 y 2004, los diferenciales de rendimiento han dado muestras de desligamiento en los últimos meses. A pesar del aumento de los rendimientos a largo plazo y de las pérdidas en los mercados de renta variable, los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio y de los bonos empresariales permanecieron prácticamente sin cambios en octubre (véase el Gráfico 1.9), ampliándose incluso en noviembre a pesar de la recuperación de las bolsas.

Los diferenciales de  
los bonos  
corporativos se  
amplían...

Los mercados de deuda no fueron inmunes a las oscilaciones en la confianza de los inversionistas, de tal modo que en agosto los diferenciales para títulos de empresa ya habían comenzado su senda alcista, varias semanas antes de que empezaran las pérdidas en los mercados bursátiles. De hecho, a diferencia de los mercados de renta variable y los de renta fija emergente, donde se alcanzaron nuevos máximos en septiembre, los de deuda privada no se han recuperado todavía por completo de las pérdidas registradas en 2005. Por ejemplo, los diferenciales de los bonos de empresa con grado de inversión denominados en dólares estadounidenses se mantuvieron en 87 puntos básicos a finales de julio (10 más que su mínimo de mediados de marzo), ampliándose en los cuatro meses siguientes unos cinco puntos más.



Tanto la evolución asincrónica de los precios de las acciones y de los diferenciales de rendimiento, como la incapacidad de los mercados de deuda empresarial para recuperarse de sus pérdidas anteriores, son reflejo en gran medida de la mayor sensibilidad de los inversionistas en renta fija frente a los riesgos imprevistos (*event risks*), en vista de lo ocurrido a lo largo de 2005, incluida la rebaja de la calificación crediticia de General Motors. Aunque el fuerte repunte de la demanda de bonos de titulización de deuda garantizada (CDO) en el segundo semestre de 2005 señala que los inversionistas siguen apostando por el riesgo, lo cierto es que la demanda se ha debilitado en cierta medida con respecto a finales de 2004 y comienzos de 2005. El panel izquierdo del Gráfico 1.10, en el que se recoge la compensación que exigen los inversionistas por el riesgo de impago, demuestra que su preferencia por el riesgo no ha conseguido recuperarse por completo tras la inestabilidad de los mercados de deuda en marzo y mayo de 2005 (véase el artículo monográfico de la página 55 del *Informe Trimestral* en inglés).

El creciente número de sociedades que anunciaron medidas ventajosas para sus accionistas parece que sirvió de recordatorio sobre los riesgos a la baja inherentes a los instrumentos de deuda. Para mantener el crecimiento de sus beneficios, las empresas se decantan cada vez más por las adquisiciones; entre enero y octubre de 2005, los anuncios de fusiones y adquisiciones crecieron cerca del 35% con respecto al mismo periodo de 2004 (véase el Gráfico 1.11). Estas adquisiciones no van necesariamente en detrimento de los acreedores, pues muchas de las operaciones anunciadas este año se han financiado con efectivo. Aunque esta fórmula puede aumentar el apalancamiento de las empresas, en el pasado ha contribuido a mejorar los beneficios en mayor medida que cuando las operaciones se financian

... mientras el  
apetito por el riesgo  
permanece  
contenido

mediante acciones. Asimismo, la prima sobre el precio de las acciones de la sociedad adquirida se ha situado muy por debajo de los niveles del año 2000, cuando se produjo la última gran oleada de fusiones.

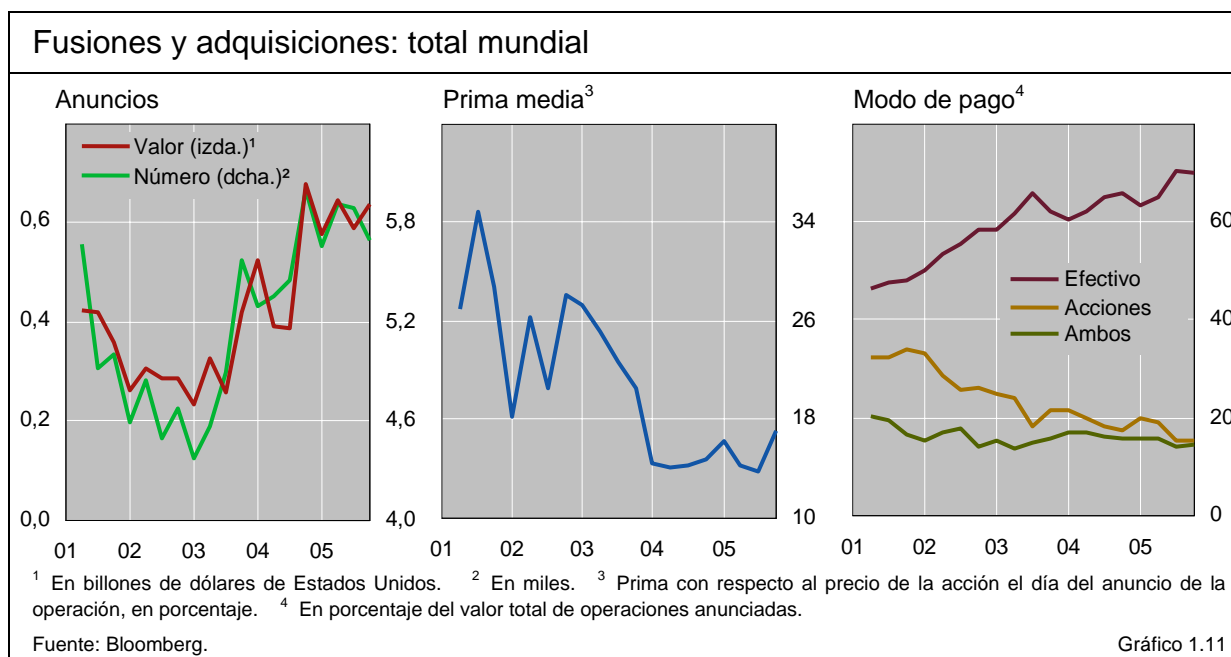
Más preocupante para los acreedores son los cambios en la estructura de capital de las empresas. En los tres primeros trimestres de 2005, la financiación para adquisiciones apalancadas de empresas prácticamente se ha duplicado con respecto al mismo periodo de 2004 (véase el Gráfico 1.12), al tiempo que, según Standard & Poor's, la relación deuda/beneficios en estas operaciones se ha situado en sus cotas más altas de los últimos años. Asimismo, la recompra de acciones en Estados Unidos ha estado muy por encima de sus máximos de 2004 y los dividendos han crecido a tasas de dos dígitos en los principales mercados.

El sector automovilístico de Estados Unidos siguió preocupando a los inversionistas en renta fija. Delphi, el mayor proveedor de componentes para automóviles en Estados Unidos y antigua filial de General Motors, se declaró en quiebra en octubre, lo que produjo una nueva rebaja en la calificación de GM —habida cuenta de las amplias conexiones entre ambas sociedades— y en la de un gran número de CDO. Dado que en diciembre de 2004 Delphi había recibido la calificación de grado de inversión, sus títulos se incluyeron en una gama de CDO más amplia de lo habitual para prestatarios de menor calificación. A pesar de esta reacción en cadena, los mercados de renta fija se adaptaron a esta quiebra sin mayor sobresalto, con la ayuda también de diversas iniciativas para mejorar el funcionamiento del mercado de CDS, incluida la liquidación en efectivo de contratos sobre índices (véase la sección sobre mercados de derivados en la página 43 del *Informe Trimestral* en inglés).

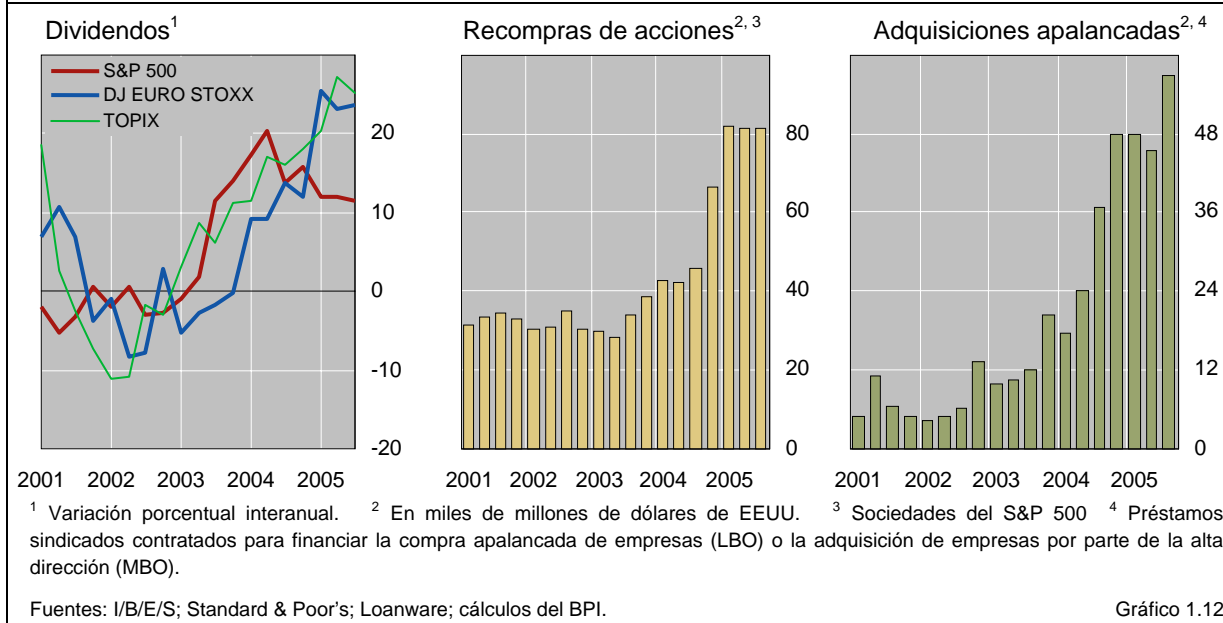
Los mercados crediticios también reaccionaron con calma tras el paso del huracán Katrina, a pesar de haber sido el desastre natural más costoso del que se tenga constancia (véase el recuadro en la página 15). Durante las

Cambios en la estructura de capital favorables al accionista

El sector automovilístico de EEUU despierta preocupación



## Medidas favorables al accionista



semanas siguientes, numerosas sociedades de seguro y reaseguro vieron ampliarse los diferenciales de sus *swaps* de incumplimiento crediticio, y de nuevo a finales de septiembre, antes de que el huracán Rita tocara tierra. Con todo, los diferenciales de numerosas compañías de seguro se habían ampliado incluso más durante el episodio de ventas registrado en los mercados de deuda a comienzos de 2005.

A pesar de estas sorpresas y de la tendencia hacia medidas beneficiosas para el accionista, los inversionistas parecieron mantener su confianza en las perspectivas de solvencia crediticia. En los últimos meses, los diferenciales de los CDS a corto plazo para empresas de Estados Unidos han aumentado con respecto a los de largo plazo, lo que apuntaría a un menor optimismo entre los inversionistas (véase el Gráfico 1.10). Aun así, la pendiente de la curva sigue tan pronunciada como en 2004, lo que indicaría que no se espera un marcado empeoramiento de los indicadores crediticios fundamentales a medio plazo, coincidiendo así con las proyecciones de la mayoría de expertos. Por ejemplo, Moody's prevé que la tasa de morosidad para las emisiones (mundiales) con grado especulativo vaya aumentando pero de un modo gradual, desde el mínimo cíclico del 1,8% a mediados de 2005 hasta poco más del 3% dentro de un año, aunque se espera que continúe muy por debajo de su promedio del 4,8% de los años 90.

Se prevé un aumento gradual de las insolvencias

## El impacto del huracán Katrina en el sector del reaseguro

Ingo Fender y Philip Wooldridge

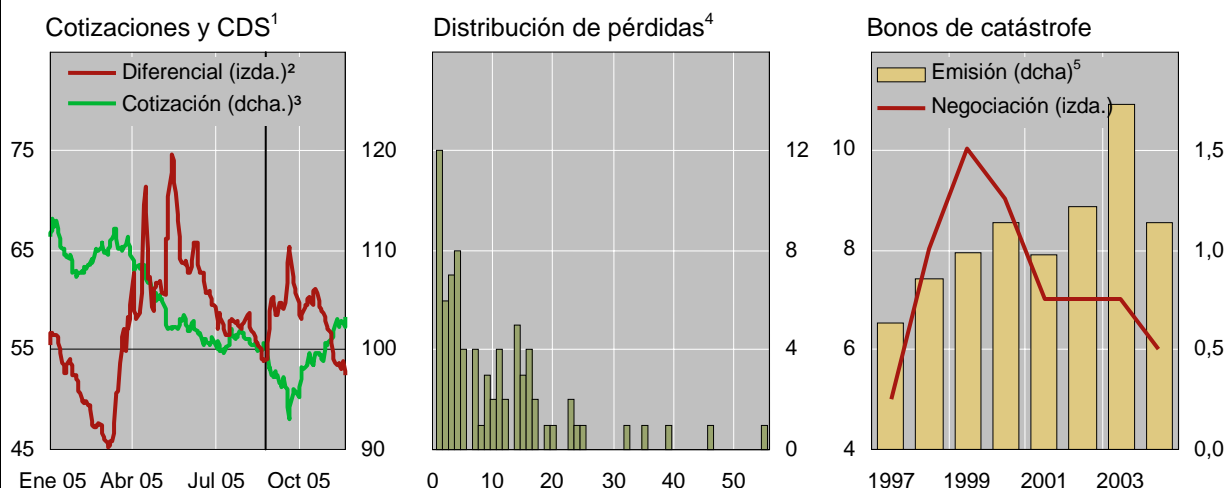
El huracán Katrina, que azotó la costa del golfo de Estados Unidos a finales de agosto de 2005 diezmando a su paso la ciudad de Nueva Orleans, probablemente pase a la historia como la catástrofe natural más cara jamás registrada, con unas pérdidas aseguradas estimadas en nada menos que 60.000 millones de dólares, más del doble que con el Huracán Andrew en 1992, el más devastador hasta entonces. Dadas las dimensiones y la naturaleza de la catástrofe, es probable que el sector del reaseguro soporte hasta el 50% de estas pérdidas, bastante más que en desastres anteriores. A pesar de lo ingente de las pérdidas, los inversionistas no han estimado en ningún momento que Katrina vaya a ocasionar dificultades financieras graves. Aunque los diferenciales de los swaps de incumplimiento crediticio de las reaseguradoras se ampliaron en septiembre, lo hicieron en menor medida que durante el episodio de ventas en los mercados de deuda en 2005 (véase el panel izquierdo del gráfico inferior) y además, volvieron a contraerse en octubre. Las cotizaciones bursátiles de estas compañías también se recuperaron rápidamente.

El sector del reaseguro contribuye a la estabilidad en los sistemas financieros, pues con la protección que proporciona a las aseguradoras, absorbe las turbulencias que de otro modo socavarían la solvencia de éstos. En concreto, las reaseguradoras ayudan a diversificar los riesgos y, a través de sus inversiones, también favorecen la liquidez en el mercado, especialmente en los de transferencia del riesgo. Así pues, cualquier problema que pueda afectar a este sector podría acabar por extenderse a otros, ya sea a través de quiebras directas o de rebajas de calificación, que les obligarían a retirarse de actividades empresariales no esenciales para su negocio.

La capacidad de reacción del sector del reaseguro ante el huracán Katrina puede atribuirse en gran medida a su sólida base de capital. Tras los atentados de Estados Unidos en septiembre de 2001, las primas de los seguros se incrementaron de forma considerable, especialmente para riesgos catastróficos. De este modo, las reaseguradoras consiguieron recomponer su base de capital, cuya suficiencia había quedado en entredicho con ocasión de dichos atentados. El fuerte crecimiento de las primas también atrajo la atención de nuevos inversionistas en capital privado, como los fondos de cobertura, que financiaron la creación de nuevas sociedades de reaseguro, como CIG Re y Glacier Re.

Las estadísticas de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) muestran que las reaseguradoras contaban con un capital de 244.000 millones de dólares a finales de 2003,

### Impacto del huracán Katrina



<sup>1</sup> La barra vertical señala la fecha en la que el huracán Katrina tocó tierra (29 de agosto). <sup>2</sup> Media ponderada de los diferenciales de rendimiento de los CDS a cinco años para Swiss Re, Munich Re y ACE (denominados en dólares de Estados Unidos), con cláusulas de reestructuración modificadas, en puntos básicos. <sup>3</sup> Cotizaciones de las acciones del sector de reaseguro con relación al índice bursátil global; 29 de agosto de 2005 = 100. <sup>4</sup> Pérdidas estimadas incurridas por 78 sociedades de seguro y reaseguro como consecuencia del huracán Katrina; la proporción de pérdidas de fondos de accionistas (eje de abscisas, en porcentaje) se traza con respecto al número de empresas (eje de ordenadas). <sup>5</sup> En miles de millones de dólares de Estados Unidos.

Fuentes: Benfield Group; Datastream; Guy Carpenter; Markit; Swiss Re; cálculos del BPI.

con lo que las pérdidas por el huracán Katrina no afectarán la solvencia del sector en su conjunto. Ahora bien, las pérdidas en porcentaje del capital se estiman importantes para determinadas reaseguradoras, lo que dispara sus necesidades de recapitalización y la posibilidad de rebajas en su calificación crediticia (véase el panel central del gráfico anterior). De hecho, algunas reaseguradoras ya han adoptado medidas para reponer su capital. La disponibilidad de los inversionistas para recapitalizar estas entidades muestra su confianza en la capacidad de éstas para modelar y valorar adecuadamente el riesgo de los desastres naturales. Ahora bien, la preocupación en cuanto a la capacidad para modelar estos riesgos y la mayor frecuencia con la que se incurre en pérdidas podrían provocar cambios en los criterios de calificación, así como rebajas crediticias en el medio plazo.

La contribución directa de los mercados de capitales para absorber las pérdidas relacionadas con Katrina será limitada, a pesar de los esfuerzos, tras el huracán Andrew, por fomentar el uso de instrumentos como bonos y opciones de catástrofe (CAT) para repartir más ampliamente los riesgos en caso de catástrofe. Los bonos CAT en circulación no alcanzaban los 5.000 millones de dólares a mediados de 2005, de los que tan sólo una pequeña cantidad correspondía a huracanes en la costa del golfo de Estados Unidos. La evolución algo decepcionante del mercado se explicaría porque la relación de intercambio entre el riesgo de base y el riesgo moral limita la utilidad de los bonos CAT con respecto al reaseguro directo. Con esta última opción, el riesgo de base se evita mediante mecanismos contractuales específicamente adaptados a las necesidades de la entidad que desea transferir el riesgo, lo que sin embargo aumenta la complejidad del contrato y con ello los costes de su seguimiento. Los contratos estándar, por su parte, reducen el riesgo moral condicionando los pagos a niveles de pérdida predeterminados para una región o sector, pero aumentan el riesgo de base para la entidad que busca transferir riesgos.