

1. Presentación general: los mercados emergentes alcanzan máximos históricos

A comienzos de año, los activos de mercados emergentes se revalorizaron hasta alcanzar máximos históricos. Los inversionistas extranjeros se mostraron ávidos de bonos y acciones de mercados emergentes, de ahí que las valoraciones de los títulos rozaran máximos históricos o incluso los sobrepasaran en algunos casos. Este entusiasmo inversor se vio favorecido por la continua mejora de los indicadores fundamentales en numerosos países emergentes, así como por la mayor apetencia por el riesgo entre los inversionistas.

En los grandes mercados, sin embargo, la actividad inversora fue menos profusa. Los inversionistas se mostraron un tanto decepcionados con las valoraciones actuales en los mercados de acciones y de bonos corporativos, al tiempo que parecían confusos en cuanto a qué posición tomar. En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles estuvieron condicionadas por los tipos de interés, el precio del petróleo y los beneficios empresariales. En Japón, diversas circunstancias en apariencia idiosincrásicas repercutieron en todo el mercado, lo que detuvo en enero temporalmente la remontada de la bolsa de Tokio. Medidas favorables al accionista como la adquisición apalancada de empresas siguieron amenazando los mercados de renta fija empresarial, a pesar de lo cual sus diferenciales permanecieron estables en torno a sus mínimos cíclicos.

En los mercados de deuda pública y de *swaps*, los rendimientos progresaron pese a la disparidad de los datos económicos, al esperar los intermediarios un mayor endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y Europa. En Japón, la entrada de la inflación en terreno positivo llevó a los mercados a anticipar el abandono de la suavización de la política monetaria antes de lo previsto.

Los mercados emergentes se recuperan con la entrada de fondos extranjeros

Los precios de los activos en mercados emergentes se dispararon a comienzos de año y tanto los bonos como las acciones y las divisas registraron fuertes subidas en enero y febrero (véase el Gráfico 1.1). Esta evolución, que se suma a las impresionantes ganancias obtenidas en 2005,

acercó las valoraciones a sus máximos históricos, sobrepasándolos en algunos casos.

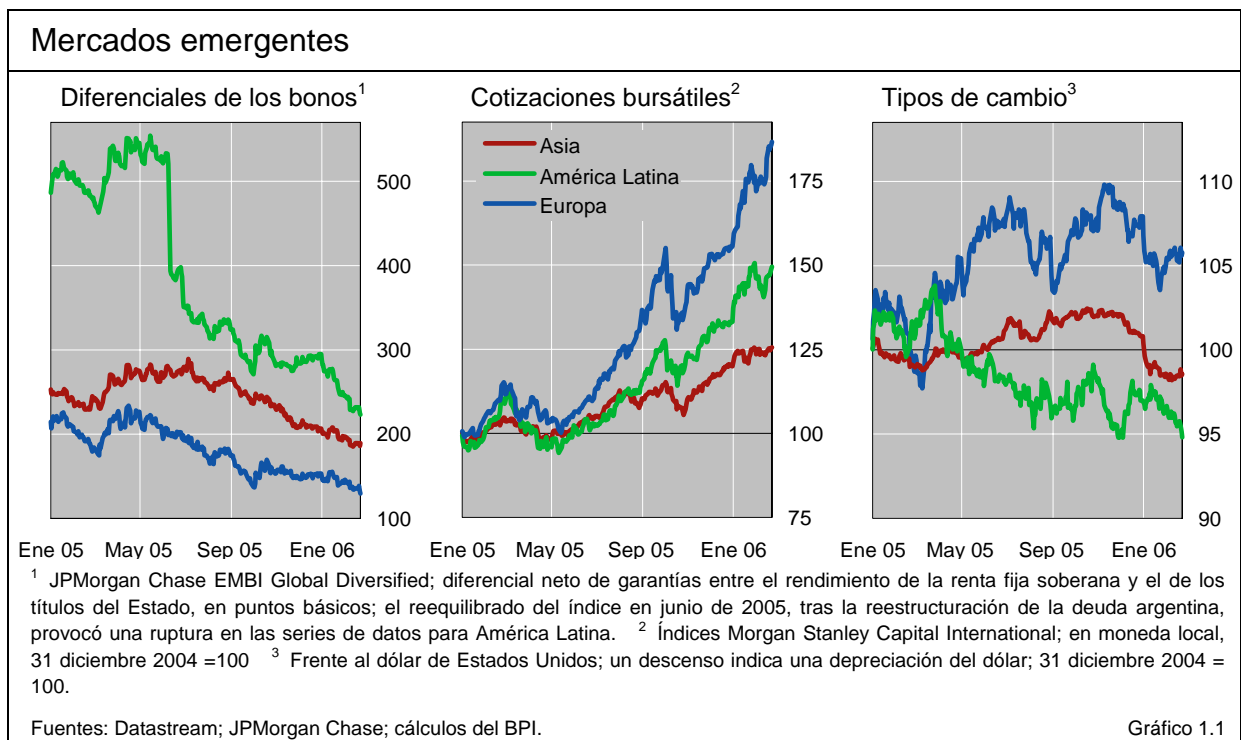
Los mejores resultados correspondieron a las acciones. Casi todos los mercados emergentes registraron ganancias de dos dígitos en 2005, destacando Egipto, Colombia y Arabia Saudita, donde las cotizaciones se revalorizaron más del doble. En muchos casos, esta progresión se aceleró en enero para desacelerarse más tarde en febrero. Las bolsas asiáticas se mostraron ligeramente rezagadas, ganando sólo el 4% en términos de moneda local en las primeras ocho semanas de 2006, frente al 20% y el 13% registrado en Europa oriental y América Latina respectivamente. Las acciones asiáticas, especialmente en mercados dominados por empresas tecnológicas, se depreciaron drásticamente el 18 de enero, al anunciar Intel cifras de ventas peores de lo esperado al mismo tiempo que se producía un episodio de ventas en Tokio (véase más adelante), aunque se recuperaron más tarde.

Las cotizaciones bursátiles remontan en los mercados emergentes...

Los inversionistas en dólares de EEUU aumentaron sus ganancias en moneda local en los mercados emergentes gracias a las oscilaciones del tipo de cambio. En las primeras ocho semanas de 2006, las monedas de las economías emergentes se apreciaron más del 2% frente al dólar estadounidense. Además, la apreciación habría sido incluso mayor de no haber sido porque los bancos centrales de numerosos países siguieron acumulando reservas de divisas.

En los mercados internacionales de deuda, la reducción de los diferenciales se produjo principalmente en los bonos de mayor rentabilidad, siguiendo así la tendencia de los últimos años. De nuevo en las primeras ocho semanas de 2006, los diferenciales de los bonos latinoamericanos denominados en dólares se estrecharon 70 puntos básicos, mientras que para emisores europeos y asiáticos el estrechamiento fue de unos 20 puntos

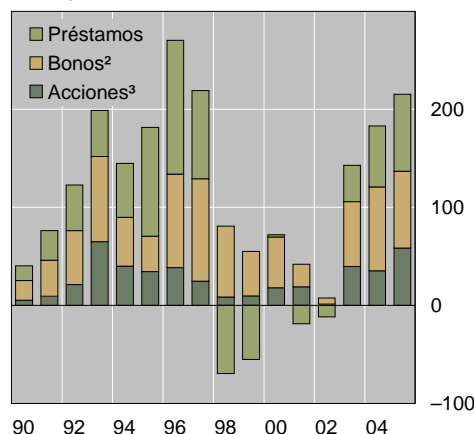
... y los diferenciales de los bonos se estrechan



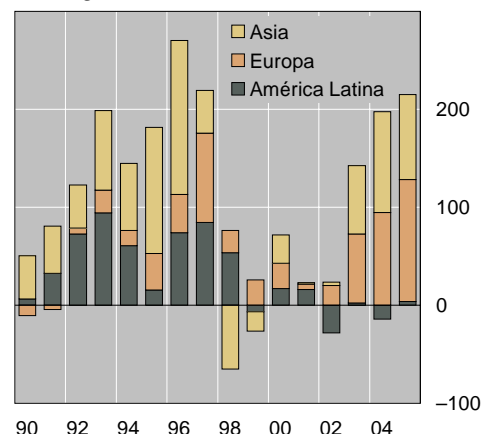
Flujos de capital privado hacia mercados emergentes

En miles de millones de dólares de EEUU constantes de 2005¹

Por tipo de instrumento



Por región



¹ Las cantidades nominales se convierten a dólares constantes utilizando el deflactor del PIB de EEUU. ² Préstamos no bancarios. ³ Excluye la inversión extranjera directa.

Fuentes: IIF; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico 1.2

básicos. En determinadas ocasiones, sin embargo, los diferenciales se ampliaron, como ocurrió el 12 de enero cuando la incertidumbre en torno a la evolución de la economía estadounidense ocasionó una “huída hacia la calidad”, si bien los episodios de ventas resultaron fugaces y los diferenciales volvieron a estrecharse.

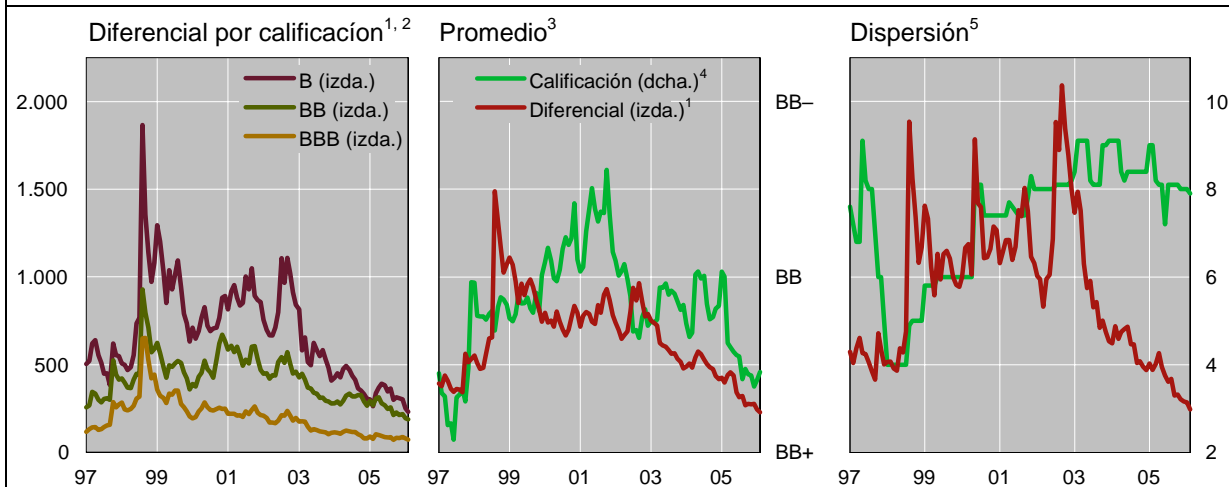
La remontada de los mercados emergentes obedeció en gran medida a la entrada masiva de capital extranjero. El Instituto de Finanzas Internacionales estima que los flujos netos de inversión de cartera en renta variable rozaron los 60.000 millones de dólares en 2005, muy por encima de los niveles observados en años anteriores (véase el Gráfico 1.2). La entrada de capitales para adquisición de títulos de deuda superaron los 160.000 millones de dólares, con inversiones sustanciales en valores denominados en moneda local. Los datos disponibles también señalan que a comienzos de 2006 los inversionistas extranjeros siguieron canalizando grandes cantidades de fondos hacia los mercados emergentes.

El entusiasmo inversor por los activos de economías emergentes se explica en parte por la percepción de una mejora en los indicadores fundamentales. Los avances en la situación externa, los sistemas financieros y las políticas fiscales y monetarias de muchos de estos mercados en los últimos años les han permitido reaccionar mejor ante las tensiones económicas, reduciendo así los riesgos que conllevan este tipo de inversiones. De hecho, en 2005 Moody's realizó aproximadamente el triple de revisiones al alza que a la baja en sus calificaciones crediticias para soberanos. Resulta significativo que países como Brasil y Argentina decidieran en diciembre de 2005 utilizar parte de sus crecientes reservas de divisas para amortizar en su totalidad préstamos del FMI por valor de 25.000 millones de dólares.

Entradas masivas
de capitales
extranjeros

Diferenciales de los bonos de mercados emergentes y calificaciones crediticias

A finales de mes



¹ Índice EMBI Global Diversified (EMBIGD) de JPMorgan Chase; diferencial neto de garantías entre el rendimiento de la renta fija soberana y el de los títulos del Estado, en puntos básicos; hasta 1998, el diferencial del índice se ha calculado utilizando datos correspondientes a cada soberano. ² Diferencial medio truncado para componentes del EMBIGD con calificación B, BB y BBB; al calcular el diferencial medio, se ha excluido el valor más alto y más bajo. ³ La calificación media se obtiene aplicando a cada soberano las mismas ponderaciones que se utilizan para calcular el diferencial. ⁴ Calificación crediticia de todos los componentes del EMBIGD; en base a las calificaciones a largo plazo para divisas de Standard & Poor's. ⁵ Diferencia entre los percentiles 90 y 10; los diferenciales, en puntos básicos; las calificaciones, en número de grados (*notches*).

Fuentes: Datastream; JPMorgan Chase; Standard & Poor's; cálculos del BPI.

Gráfico 1.3

Aun así, la demanda de los inversionistas de activos de mercados emergentes parece no explicarse únicamente por la mejora de los indicadores fundamentales, sino que también podría deberse a su preferencia por el riesgo. A comienzos de 2006, los diferenciales de rendimiento de los soberanos alcanzaron un nuevo mínimo histórico, si bien la calidad crediticia de la deuda pública no estaba en su cota más elevada. El panel central del Gráfico 1.3 compara el diferencial de rendimiento del índice EMBI Global Diversified de JPMorgan con la calificación por Standard & Poor's de los soberanos que lo componen, cuyo promedio se ha obtenido aplicando las mismas ponderaciones utilizadas para los diferenciales. El 24 de febrero, el índice cerró en 197 puntos básicos, unos 100 por debajo de su último mínimo alcanzado a mediados de 1997, al inicio de la crisis financiera asiática. En cambio, la media ponderada de las calificaciones crediticias de los emisores a comienzos de 2006 estaba todavía por debajo de su cota de mediados de 1997.

El nivel y dispersión de los diferenciales alcanzan mínimos históricos...

El empeoramiento de la calificación media de los soberanos entre 1997 y 2006 ilustra un mayor acceso de los emisores con peor calificación a los mercados internacionales de títulos de deuda. Por ejemplo, aunque Ecuador sólo contaba con calificación Caa1 por Moody's y CCC+ por Standard & Poor's, su Gobierno logró captar 650 millones de dólares en el mercado internacional de bonos a finales de 2005 (véase *"The international debt securities market"* en la página 31 del Informe Trimestral en inglés). A su vez, este mayor acceso a la financiación parece reflejar la disposición de los inversionistas a aceptar mayores riesgos si con ello obtienen rendimientos nominales más elevados.

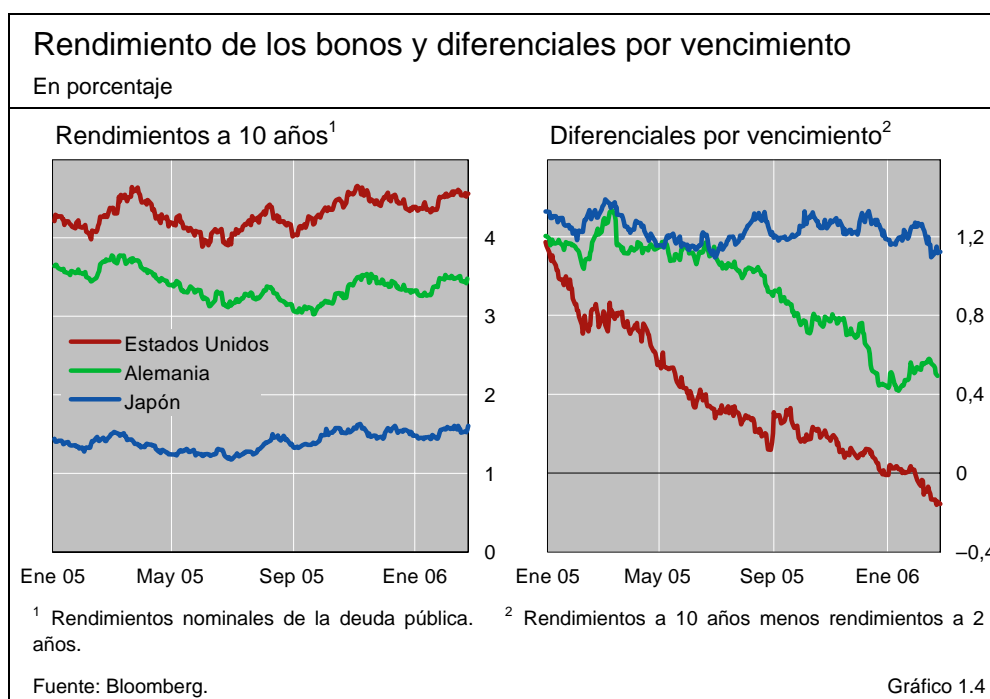
Incluso cuando se incorpora al cálculo la calificación del emisor, los diferenciales de rendimiento a comienzos de 2006 se siguen situando en mínimos históricos. El panel izquierdo del Gráfico 1.3 muestra el diferencial medio para soberanos con calificación B, BB y BBB, descartando el valor más alto y más bajo en cada caso. Para cada nivel de calificación, el diferencial medio en febrero de 2006 era muy inferior al registrado a mediados de 2005, situándose incluso por debajo de sus mínimos históricos de 1997.

... lo que sugiere gran preferencia por el riesgo país...

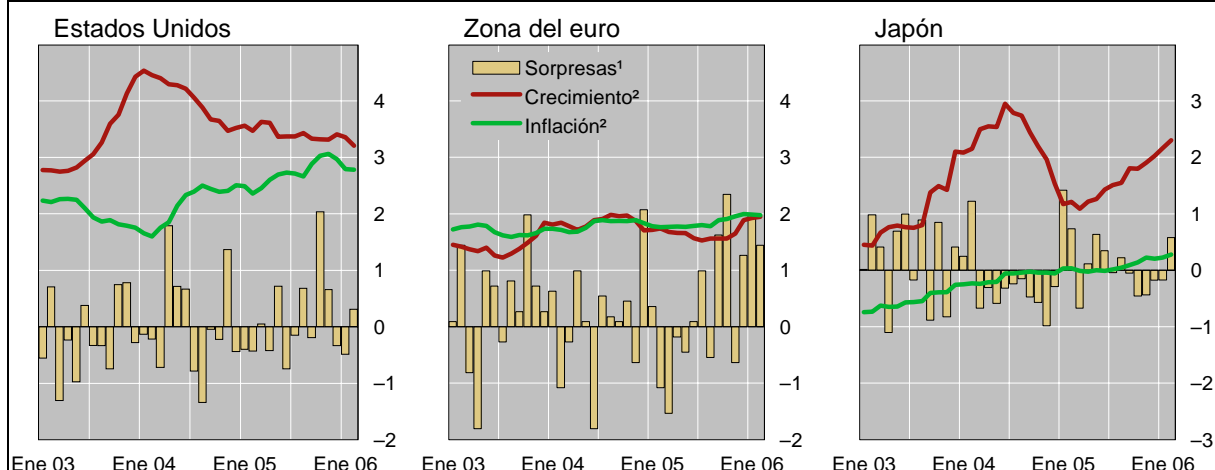
Además del nivel tan bajo en el que se situaron los diferenciales de los bonos, su escasa dispersión también apunta a una mayor preferencia por el riesgo país. El panel derecho del Gráfico 1.3 ilustra la diferencia entre los diferenciales en el percentil 90 y 10, así como las calificaciones crediticias de los más de treinta países que componen el EMBI Global Diversified. A principios de 2006, los diferenciales soberanos se agrupaban como nunca antes, lo que induce a preguntarse si los inversionistas distinguen suficientemente entre los distintos prestatarios. De hecho, las calificaciones crediticias permanecieron muy dispersas, lo que indicaría importantes diferencias en cuanto a la solvencia de los prestatarios que componen el índice.

... y mayor vulnerabilidad de los mercados emergentes ante reajustes de precios

En suma, analizando la evolución temporal de los diferenciales de los títulos de mercados emergentes y comparándolos con las calificaciones crediticias de los emisores se infiere que el apetito de los inversionistas por el riesgo ha arrastrado los diferenciales hasta sus bajos niveles actuales. Con todo, este tipo de comparaciones no son del todo perfectas, ya que las calificaciones suelen ser indicadores de solvencia un tanto rezagados y las agencias pueden haber cambiado sus criterios mientras tanto, por ejemplo concediendo mayor importancia al riesgo de liquidez y a la fortaleza del sistema financiero tras la crisis asiática. Además, el vencimiento y otras



Anuncios macroeconómicos



¹ Diferencia entre las cifras obtenidas y la previsión de consenso, normalizada por la desviación media y estándar de las sorpresas anteriores; las observaciones se sitúan en el mes en que se dieron a conocer las cifras obtenidas; para Estados Unidos, media ponderada de los indicadores siguientes: la encuesta ISM, el empleo no agrícola, las ventas al por menor y los precios industriales y de consumo; para la zona del euro, encuesta sobre la opinión empresarial en Alemania realizada por el Institut für Wirtschaftsforschung (Ifo); para Japón, media ponderada de la encuesta sobre producción industrial y pedidos de maquinaria. ² Previsión móvil a 12 meses, calculada como la media ponderada de las previsiones publicadas anualmente por Consensus Economics; las observaciones se sitúan en el mes en el que se realizó la previsión; variación porcentual con respecto al año anterior.

Fuentes: Bloomberg; © Consensus Economics; cálculos del BPI.

Gráfico 1.5

características del índice cambian a lo largo del tiempo. No obstante, en la medida en que los inversionistas hayan subestimado el riesgo país, los mercados emergentes pueden ser vulnerables a un reajuste de precios.

Expectativas de endurecimiento de la política monetaria

Los rendimientos a largo plazo han comenzado el año en niveles extraordinariamente bajos en los principales mercados, a pesar de las subidas de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos y la zona del euro. Aunque en los últimos meses los intereses de la deuda pública a 10 años han permanecido por encima de sus mínimos del verano de 2005, aún no han alcanzado sus máximos de junio de 2004, justo antes de la primera subida de tipos de interés por la Reserva Federal estadounidense. El 24 de febrero, el rendimiento de los bonos del Tesoro de EEUU se situó en el 4,6%, los *bunds* alemanes ofrecían el 3,5% y la deuda pública japonesa el 1,6% (véase el Gráfico 1.4).

Las curvas de rendimiento siguieron aplanándose en los últimos meses de 2005. La atenuación de las presiones inflacionistas y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos provocaron un descenso de casi un cuarto de punto en el rendimiento de su deuda pública a 10 años. En la zona del euro y Japón, las mejores expectativas de crecimiento no impidieron que los bonos del Estado siguieran de cerca la evolución de sus equivalentes en Estados Unidos (véase el Gráfico 1.5). Mientras los rendimientos a largo plazo disminuían, los de corto plazo en Estados Unidos y

Las curvas de rendimiento se aplanan a finales de 2005

Los fondos de pensiones y el descenso de los rendimientos a largo plazo

La persistencia de bajos rendimientos nominales a largo plazo en un entorno de sólido crecimiento económico ha intrigado a numerosos participantes y observadores del mercado. Los niveles de rendimiento han sido especialmente bajos para vencimientos superiores a 10 años, lo que se ha explicado en ocasiones por la demanda de los inversionistas institucionales —en concreto los fondos de pensiones—, que está presionando a la baja la curva de rendimientos en su tramo más largo. Esto a su vez podría obedecer a un efecto de retroacción, por el que los bajos tipos de interés animan a este tipo de inversionistas a adquirir todavía más bonos. En este recuadro se analiza cómo este mecanismo parece estar actuando en el Reino Unido, donde los rendimientos a muy largo plazo son extremadamente reducidos, y en qué medida podría transmitirse a otros mercados.

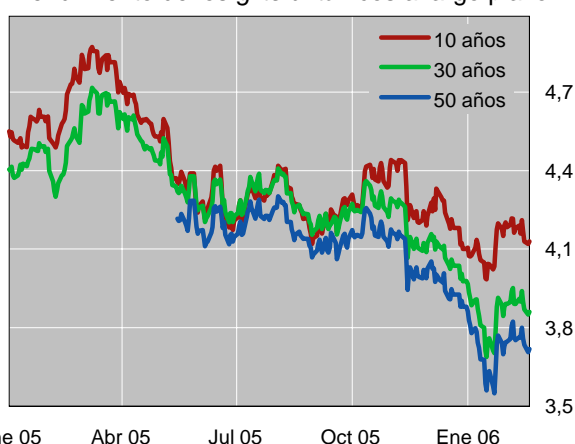
La deuda pública a 30 años en el Reino Unido (los *gilts*) han ofrecido durante años una rentabilidad inferior a la de los bonos a 10 años, y en el caso de los *gilts* a 50 años, su rendimiento es incluso inferior (véase el panel izquierdo del gráfico inferior). Los intentos de los fondos de pensiones para reducir los desajustes entre la duración de sus activos y la de sus pasivos mediante la compra de bonos a muy largo plazo se han señalado como favorecedores de este descenso de rendimientos. Ahora bien, según se han reducido los rendimientos han ido aumentando los pasivos de los fondos de pensiones, incrementando con ello aún más la demanda de títulos a largo plazo y provocando a su vez menores rendimientos.

Este efecto de retroacción ha sido especialmente marcado en el mercado británico por dos motivos. En primer lugar, la regulación británica sobre exigencias mínimas de fondos (MFR Regulations) y las normas sobre declaración de información financiera exigen utilizar los rendimientos de mercado a la hora de calcular el valor actual de las prestaciones futuras, por lo que el pasivo de los fondos de pensiones es muy sensible a las variaciones de los rendimientos^①. En segundo lugar, al estar obligadas a registrar en su balance de situación los niveles de provisión de sus planes de pensiones, las empresas prefieren minimizar su fluctuación. Los participantes en el mercado, y por ende las empresas, se han mostrado en los últimos años especialmente preocupados por el coste potencial de unos planes insuficientemente provisionados, en vista de las enormes pérdidas en las carteras de renta variable de algunas empresas a comienzos de la década de 2000, ya que sus pasivos se inflaron por el envejecimiento de los asalariados y el aumento de la esperanza de vida. Una manera en la que las sociedades británicas han intentado reducir la volatilidad de su dotación de fondos para planes de pensiones consiste en invertir en deuda a largo plazo en detrimento de las acciones. Otra solución ha sido abandonar los planes de pensiones de prestaciones definidas en favor de planes de contribución definida.

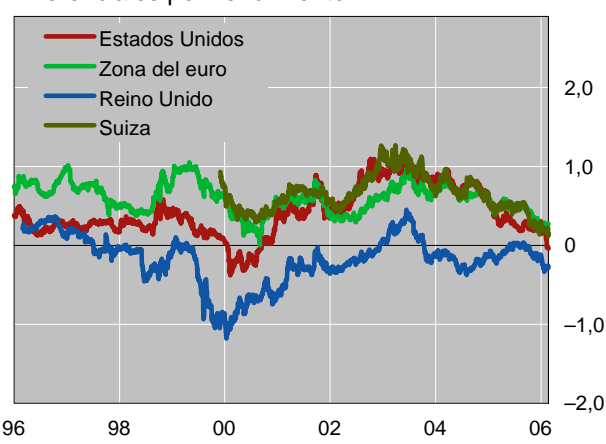
Rendimiento de la deuda pública y diferenciales por vencimiento

En porcentaje

Rendimiento de los *gilts* británicos a largo plazo



Diferenciales por vencimiento¹



¹ Rendimiento a 30 años menos rendimiento a 10 años.

Fuente: Bloomberg.

① La regulación MFR exige utilizar los rendimientos de los bonos para descontar las prestaciones que percibirán los pensionistas, así como aplicar la media ponderada de los rendimientos de la renta fija y variable para calcular las prestaciones de los trabajadores en activo cercanos a la edad de jubilación. La norma de contabilidad FRS 17 prescribe la utilización de los rendimientos de los bonos para descontar los beneficios, independientemente de la situación del beneficiario.

En otros mercados, los rendimientos a muy largo plazo también son muy bajos. Por ejemplo, la deuda pública a 30 años en Estados Unidos, la zona del euro y Suiza reporta beneficios similares o ligeramente inferiores a los de sus títulos a 10 años. En cuanto a la importancia del efecto de retroacción en estos mercados, algunos de estos países presentan ciertos elementos del Reino Unido, como la exigencia de un mínimo de provisión de fondos, aunque también existen otros factores que tienden a moderar el impacto a corto plazo de los tipos de interés en los niveles de dotación declarados. Por ejemplo, en los Países Bajos, los requisitos para provisiones son más estrictos que en el Reino Unido. Sin embargo, su mayor nivel de provisiones y la utilización de un tipo de interés fijo en vez de los rendimientos del mercado al descontar las prestaciones futuras han permitido a los fondos de pensiones holandeses operar con activos de duración relativamente baja, aproximadamente seis años (prácticamente, la duración media en el mercado de deuda pública en la zona del euro). En Estados Unidos, numerosos sistemas de pensiones no están suficientemente provisionados y las prestaciones futuras se descuentan utilizando las tasas del mercado, si bien se permite una cierta suavización de las mismas al valorar el activo y el pasivo en el balance. De cara al futuro, las diferencias entre el Reino Unido y otros sistemas podrían reducirse, al menos si salen adelante las propuestas de los Países Bajos y Estados Unidos de utilizar en mayor medida las tasas de mercado (sin suavización posible) al descontar los pagos futuros de las pensiones. No se descarta sin embargo que los fondos de pensiones de estos países ya hayan comenzado a cambiar sus prácticas en anticipación de algunos de estos cambios.

Una forma de reducir la importancia de este efecto de retroacción es aumentar la oferta de bonos a largo y muy largo plazo, lo que podría generar presiones compensatorias en el tramo final de la curva de rendimientos. Algunos Gobiernos y empresas ya han reaccionado ante estos reducidos rendimientos a largo plazo aumentando su emisión de títulos a 30 y 50 años. Sin embargo, los soberanos y las sociedades no pueden emitir sin más toda la deuda a largo plazo que deseen, si es que quieren mantener una estructura de vencimientos equilibrada en su pasivo.

la zona del euro aumentaban tras las subidas de tipos de interés acordadas por la Reserva Federal y el BCE. Por consiguiente, el tan observado diferencial de rendimiento entre los bonos del Tesoro estadounidenses a 10 y a dos años se volvió negativo. Aunque la curva de rendimientos en euros también se aplanó, los bajos tipos de interés oficiales impidieron que se invirtiera.

En el pasado, la inversión de la curva de rendimientos ha solido anticipar una recesión inminente. Esta vez, sin embargo, los participantes en el mercado se mostraron más relajados con respecto a las perspectivas de crecimiento y atribuyeron los escasos rendimientos a largo plazo principalmente al descenso de las primas por plazo ante un menor riesgo de inflación, así como a las fuertes compras de deuda pública de EEUU por parte de inversionistas extranjeros y fondos de pensiones.

El rendimiento de los títulos del Tesoro de referencia a 10 años tocaron fondo al 4,3%, antes de conocerse la cifra del IPC el 18 de enero, que aunque coincidió con los pronósticos, marcó el comienzo de una tendencia alcista en los rendimientos de Estados Unidos. A ello contribuyó una serie de anuncios económicos positivos a principios de febrero, que hizo que los mercados revisaran sus expectativas sobre la futura evolución de los tipos de interés oficiales. En el momento en que se redacta este informe, parece que se espera que la Reserva Federal suba sus tipos de interés oficiales hasta el 5% aproximadamente a mediados de 2006, y existe una pequeña posibilidad de que los baje hacia finales de año.

El 9 de febrero, el Tesoro de Estados Unidos volvió a sacar a la venta bonos a 30 años, algo que no hacía desde 2001. La subasta puso al descubierto una enorme demanda para este tipo de títulos, cuyo diferencial se

Los rendimientos del dólar aumentan a comienzos de 2006 con las nuevas expectativas en política monetaria

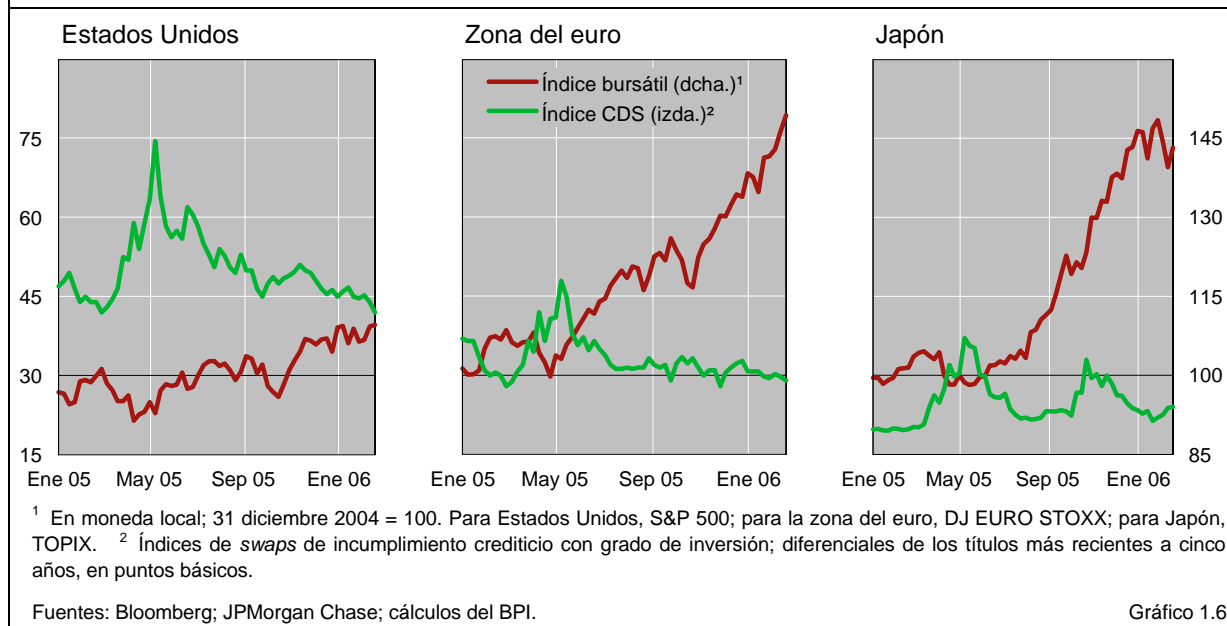
situó apenas ligeramente por debajo del de su equivalente a 10 años. Asimismo, la proporción de pujas indirectas fue mayor de lo esperado, lo que indica un gran interés por parte de inversionistas extranjeros e institucionales de Estados Unidos. En otros países, como en el caso del Reino Unido, también se ha observado una inversión en el tramo más largo de la curva de rendimientos, que parece deberse sobre todo a la elevada demanda de títulos a muy largo plazo por parte de los fondos de pensiones, y no tanto a un empeoramiento de la tendencia de crecimiento a varias décadas vista (véase el recuadro en la página 7). Diversos Gobiernos han comenzado a aprovechar las ventajosas condiciones de financiación emitiendo títulos de deuda con vencimiento incluso a 50 años.

En la zona del euro, los rendimientos siguieron de cerca la evolución del mercado estadounidense en la segunda mitad de enero y subieron aproximadamente un cuarto de punto porcentual, hasta al 3,5%. Al igual que en Estados Unidos, la elevada emisión de deuda pública podría estar detrás del aumento de los rendimientos, aunque resulta difícil determinar en qué medida. En febrero, la rentabilidad se mostró un tanto volátil, ya que los anuncios de crecimiento económico menor de lo esperado en Alemania y Francia en el cuarto trimestre de 2005 alternaron con noticias más positivas sobre la producción industrial y la confianza. El rendimiento del *Bundesanleihe* de referencia a 10 años cedió casi 10 puntos básicos el 9 de febrero y en las primeras horas del día siguiente, aunque consiguió recuperarse en gran medida durante el transcurso del día 10 tras los discursos de miembros del Consejo de Gobierno del BCE llamando la atención sobre los riesgos

Los rendimientos en euros imitan a los del dólar

Cotizaciones bursátiles y diferenciales corporativos

Datos a finales de la semana

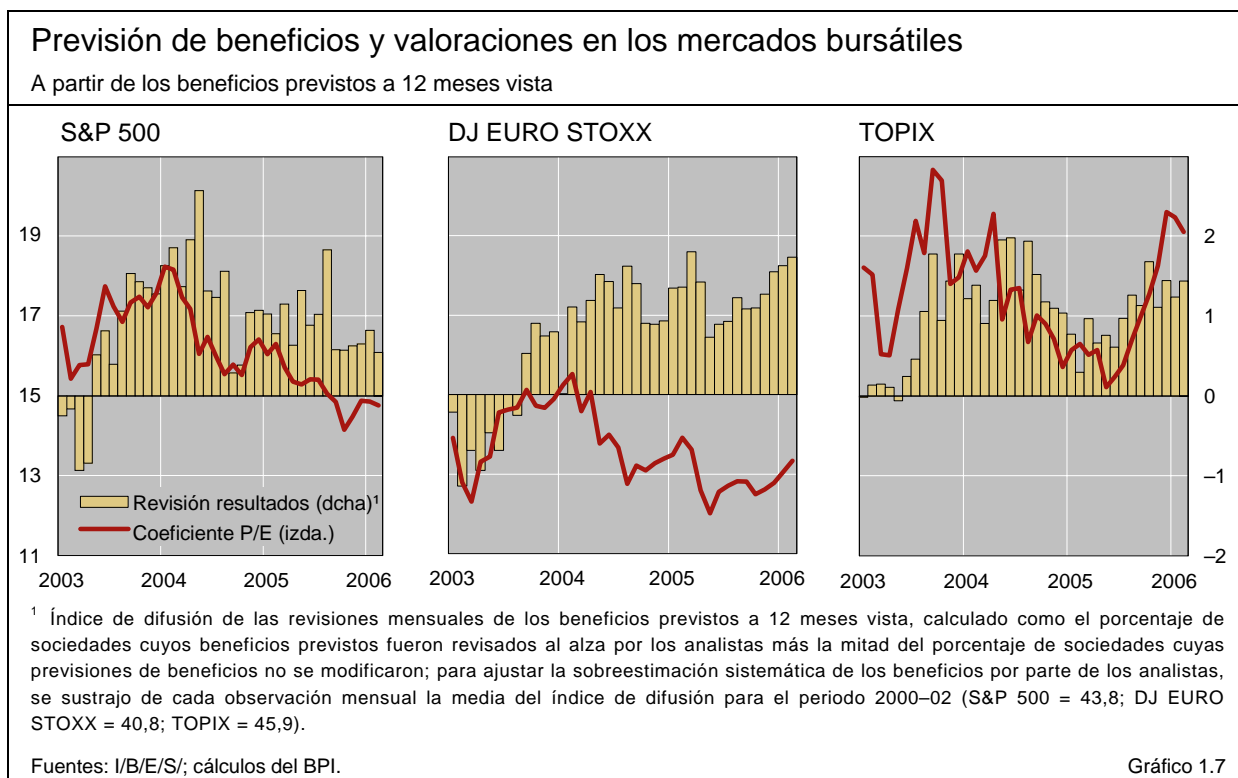


inflacionistas asociados con el elevado precio del petróleo y con el crecimiento del crédito. Los participantes en el mercado lo interpretaron como un aviso de que el BCE aumentaría la tasa mínima de puja hasta el 2,5% en la reunión del Consejo el 2 de marzo e incluso más según avanzara el año.

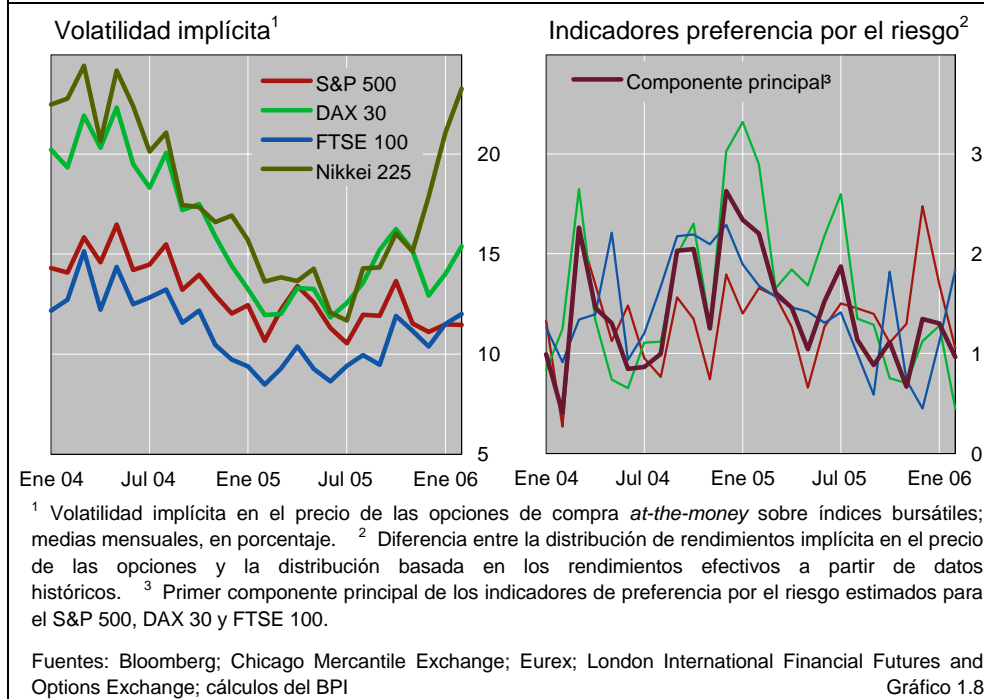
Los rendimientos de la deuda pública japonesa (JGB) alcanzaron el 1,6% a mediados de febrero, ante las expectativas del fin de la deflación. El 27 de enero, su rendimiento creció 4 puntos básicos al conocerse que la inflación había entrado con más fuerza en terreno positivo y volvió a aumentar el 10 de febrero al afirmar el Gobernador del Banco de Japón que los datos de inflación se tendrían muy en cuenta en futuras decisiones de política monetaria. En el pasado, el Banco de Japón ha dejado claro que el abandono de la relajación cuantitativa de su política monetaria sólo comenzaría cuando se registrara un aumento sostenido de los precios de consumo, aunque esto no conllevaría necesariamente un aumento de los tipos de interés. Al cierre del presente informe, parece que los mercados esperan el abandono de esta suavización cuantitativa para principios del segundo trimestre de 2006, si bien estiman que los tipos de interés oficiales pueden permanecer bajos durante algún tiempo.

Los rendimientos en yenes crecen al atisbarse el fin de la deflación

Esta anticipación de un cambio en la política monetaria tuvo un impacto moderado debido a la presión a la baja que ejercieron los flujos procedentes de paraísos fiscales atraídos por las marcadas oscilaciones de las cotizaciones bursátiles. Así por ejemplo, el rendimiento de los JGB a 10 años cayó sensiblemente el 13 de febrero, debido a las pérdidas bursátiles ante la preocupación por las altas valoraciones. Este contrapeso sobre los rendimientos también se vio reflejado en un aumento en la volatilidad implícita de las opciones sobre los futuros de JGB en enero y febrero, aunque permaneció muy por debajo de sus niveles de 2004.



Volatilidad y preferencia por el riesgo en los mercados bursátiles



Tensión en el sistema de negociación de la bolsa de Tokio

Las cotizaciones bursátiles comenzaron el año con mal pie en las principales plazas. Tras su remontada en el último trimestre de 2005, las bolsas tuvieron dificultades para fijar su rumbo a comienzos de 2006, registrando cuantiosas pérdidas algunos días y recuperándose durante los días siguientes. En las ocho semanas transcurridas hasta el 24 de febrero, el S&P 500 ganó el 3% y el TOPIX permaneció sin cambios (véase el Gráfico 1.6), mientras que el DJ EURO STOXX tomó cierto impulso y subió el 8%.

La incertidumbre sobre la evolución de los beneficios empresariales comenzó a presionar las cotizaciones a la baja. A este desconcierto contribuyó la subida del 15% del precio del petróleo entre mediados de diciembre y de enero, así como los malos resultados de empresas de renombre como Yahoo!, Intel, Citigroup y General Electric. La pérdida de confianza de los inversionistas culminó el 20 de enero con una caída del 1,8% en el S&P 500, el mayor descenso en un solo día desde 2003. Muchos otros mercados siguieron la senda del índice estadounidense, aunque no registraron pérdidas tan estrepitosas.

A pesar de la mayor incertidumbre, los inversionistas siguieron mostrándose en general optimistas sobre las perspectivas del sector empresarial, sobre todo en Europa. Desde mediados de 2005, los analistas han mejorado sus previsiones de beneficios para un número cada vez mayor de empresas europeas (véase el Gráfico 1.7). En Estados Unidos, sin embargo, ha dejado de aumentar el número de sociedades cuya previsión de beneficios ha mejorado, si bien es cierto que tampoco se está reduciendo.

Incertidumbre acerca del impacto de los beneficios en las acciones...

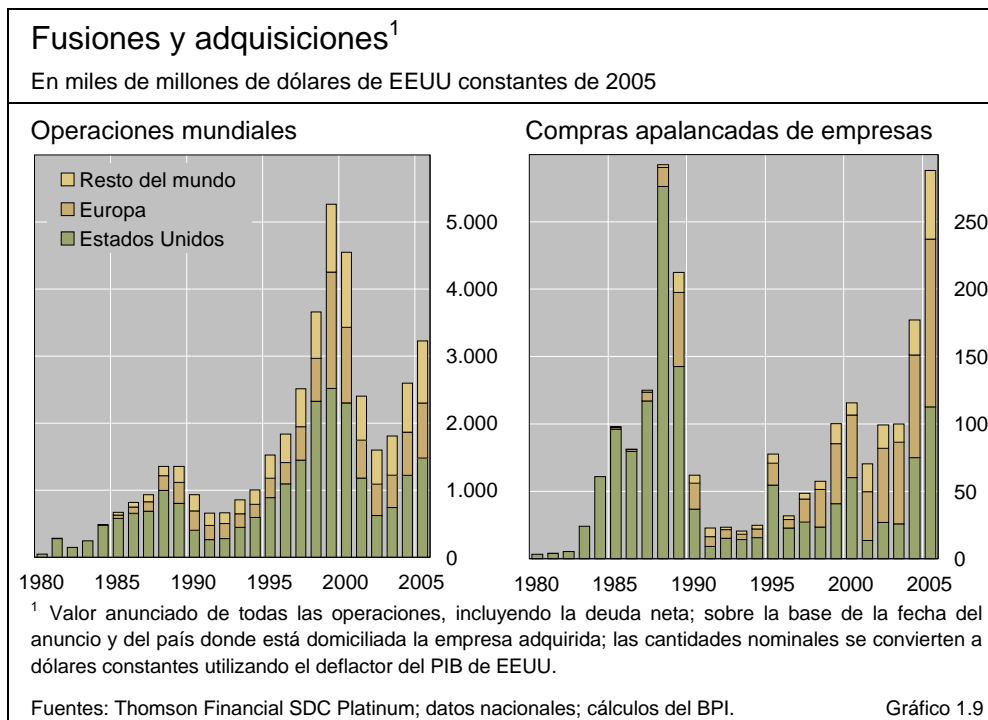
Todo ello ha permitido que las cotizaciones bursátiles no caigan por debajo de un cierto nivel.

A excepción de Japón, la volatilidad en los principales mercados bursátiles en enero y febrero no provocó un aumento marcado de la volatilidad implícita (véase el Gráfico 1.8), que permaneció en torno a su mínimo histórico, sobre todo en Estados Unidos. Los inversionistas parecieron considerar las circunstancias actuales como episodios puntuales que no resultarían en un futuro aumento de la volatilidad. Asimismo, la preferencia por el riesgo implícita en el precio de las opciones sobre índices bursátiles indica pocos cambios en la disposición de los inversionistas a asumir riesgos en renta variable (véase el Gráfico 1.8).

... pero la volatilidad implícita permanece baja

En la bolsa de Tokio, la volatilidad se acentuó en enero debido a alternaciones en el funcionamiento normal del mercado. Las acusaciones de fraude en torno a las acciones de Livedoor, empresa japonesa especializada en Internet, produjeron una estrepitosa caída del índice TOPIX a mediados de enero. Cuando la oleada de ventas comenzó el 17 de enero, sólo se vio afectada la sociedad investigada y desde la apertura del mercado hasta el mediodía, el TOPIX incluso subió algunos puntos. Sin embargo, ese mismo día por la tarde, las ventas se extendieron al resto de empresas niponas, incluidas sociedades líderes como Toyota, cerrando el TOPIX la jornada con pérdidas del 2,3%. Al día siguiente, las ventas se intensificaron y el TOPIX volvió a caer casi un 6%, aunque el mercado se recuperó hacia el final de la jornada y cerró perdiendo el 3,5%.

Breve episodio de ventas en Tokio tras la investigación de una empresa de Internet...



... a medida que aumenta el nerviosismo de los inversionistas por las altas valoraciones

Esta generalización de un episodio de tensión en apariencia idiosincrásico podría explicarse por las altas valoraciones, que habrían puesto en guardia a los inversionistas frente a noticias negativas. La subida del 40% del TOPIX en el segundo trimestre de 2005 superó con creces el aumento de los beneficios previstos, por lo que el coeficiente precio/beneficio pasó de 15 en junio de 2005 a casi 20 a finales de año (véase el Gráfico 1.7). Las altas valoraciones hicieron dudar a los inversionistas cada vez más sobre la futura evolución del TOPIX, como indica la tendencia al alza de la volatilidad implícita (véase el Gráfico 1.8).

Los márgenes también podrían haber agravado la oleada de ventas en la bolsa de Tokio. Al conocerse las alegaciones de fraude, se esfumó la liquidez de las acciones de Livedoor, al no haber compradores para el precio estipulado dentro de la variación diaria permitida en esta plaza bursátil. Así pues, algunos inversionistas apalancados tuvieron que vender otros activos para cumplir los requisitos mínimos de colateral exigidos por sus intermediarios, lo que resultó en mayores órdenes de venta; todo ello, unido al aumento de las órdenes de compra por inversionistas atraídos por un mercado cuyas cotizaciones caían en picado, colapsaron el sistema de negociación del TSE. El 18 de enero, la bolsa de Tokio tuvo que cerrar por primera vez en su historia antes de la hora habitual, algo que podría haber agravado el episodio de ventas, al precipitarse los inversionistas a pasar sus órdenes antes del cierre del mercado. Pese a todo, el caso Livedoor minó sólo temporalmente el optimismo de los inversionistas y la bolsa de Tokio alcanzó nuevos máximos a finales de enero.

El TOPIX recuperó finalmente la calma en parte ante la posibilidad de que el Banco de Japón pusiera fin a su política monetaria de relajación cuantitativa antes de lo esperado. Una semana después de la reunión de política monetaria el 8 y 9 de febrero, el índice japonés cayó un 3% ante la confianza mostrada por las autoridades del banco central en la evolución de la economía y de la inflación.

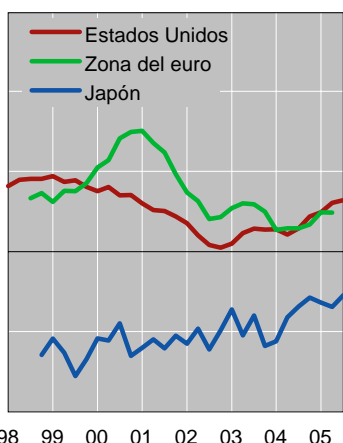
Aceleración del endeudamiento empresarial

El rápido ritmo de fusiones y adquisiciones...

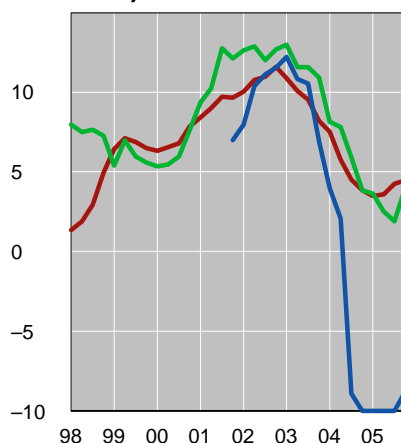
En los mercados de deuda, siguió planeando la sombra del riesgo de imprevistos (*event risk*), materializado en medidas favorables al accionista. En los últimos meses, el ritmo de fusiones y adquisiciones —incluidas las compras apalancadas de empresas (LBO)— no ha dado tregua, alcanzado un valor de 3,2 billones de dólares en 2005, casi un 30% más que en 2004 y su nivel más elevado desde el año 2000 (véase el Gráfico 1.9). Más preocupante para los inversionistas en deuda es el hecho de que las LBO batieran en 2005 su record de los años 80, cuando el frenesí adquisidor resultó en la quiebra posterior de algunas empresas. Esta vez, sin embargo, el aumento de la actividad en LBO no se limitó a Estados Unidos, sino que más de la mitad del total de operaciones incluyeron sociedades no estadounidenses, especialmente de Europa aunque también de Asia.

Calidad del crédito empresarial

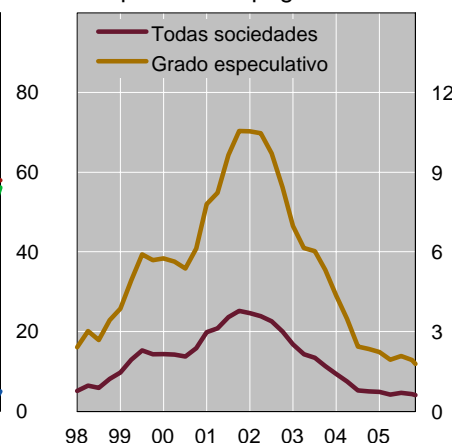
Endeudamiento^{1,2}



Rebajas de calificación^{1,3}



Suspensión de pagos⁴



¹ Entidades no financieras. ² Préstamos y valores distintos de acciones, neto de amortizaciones, en porcentaje del PIB; para Estados Unidos, instrumentos del mercado de deuda. ³ En porcentaje de todas las modificaciones de calificación realizadas por Moody's; media móvil de 12 meses. ⁴ Tasas arrastradas de morosidad del emisor de 12 meses, en porcentaje.

Fuentes: BCE; Moody's; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico 1.10

Debido en parte al ritmo de las adquisiciones, el endeudamiento empresarial se ha acelerado en los últimos trimestres. En Estados Unidos, el nivel de nuevo endeudamiento neto de empresas no financieras alcanzó sus niveles más altos en los últimos cuatro años (véase el Gráfico 1.10), mientras en Europa el crédito bancario a este tipo de sociedades creció un 8% aproximadamente entre finales de 2004 y de 2005, si bien la emisión de renta fija permaneció moderada. En Japón, por su parte, las amortizaciones de deuda superaron a las emisiones netas por el margen más reducido de los últimos 10 años.

La aceleración de las fusiones y adquisiciones y del endeudamiento corporativo ha repercutido favorablemente en las condiciones de financiación de las empresas. Bien es cierto que las circunstancias en el primer semestre de 2005 enfriaron en cierta medida la disposición de los inversionistas a asumir riesgos imprevistos, en concreto los procedentes de Estados Unidos, al tiempo que contribuyeron a ampliar los diferenciales de rendimiento desde sus mínimos cíclicos (véase el Gráfico 1.6). Aun así, los inversionistas han seguido muy dispuestos a asumir riesgos de crédito y en las primeras semanas de 2006 los diferenciales para los bonos corporativos y los *swaps* de incumplimiento crediticio han oscilado en una franja muy estrecha, cerca de sus mínimos del ciclo.

Los inversionistas se muestran confiados en parte porque no perciben que las actividades de financiación de las empresas hayan dañado seriamente su solvencia. El repunte del endeudamiento fue en cierta medida cíclico, impulsado por las necesidades de capital inversor y circulante, y estuvo acompañado de un fuerte aumento de beneficios. Asimismo, algunos sectores tienden a fortalecerse con las consolidaciones, especialmente en Europa y Japón, por lo que las fusiones y adquisiciones reforzarían la situación financiera de las empresas pertenecientes a ellos. Asimismo, la prima sobre

... tiene un impacto positivo en los diferenciales de rendimiento de las empresas

Las tasas de morosidad permanecen bajas...

las acciones de la empresa adquirida fue en 2005 casi idéntica a la del año anterior, todavía muy por debajo de las primas que se abonaron durante la última oleada de consolidaciones. Por último, las tasas de morosidad permanecieron excepcionalmente bajas y las insolvencias rondaron el 2% durante todo 2005, contradiciendo las previsiones de la mayoría de los analistas que anticipaban un aumento (véase el Gráfico 1.10).

... pero comienzan a surgir síntomas de deterioro de la calidad crediticia

Sin embargo, comienzan a atisbarse síntomas de tensión sobre la calidad crediticia de las empresas. Así por ejemplo, el número de rebajas de calificación crediticia para empresas no financieras aumentó ligeramente en porcentaje del total de calificaciones en 2005, no sólo en Estados Unidos sino también en Europa (véase el Gráfico 1.10).

Al mismo tiempo, también es posible que las fusiones y adquisiciones no hayan tenido efectos tan favorables para la solvencia de cara al futuro. Los fondos de capital inversión (*private equity funds*) registraron ingresos récord en 2005, recaudando dos de ellos más de 10.000 millones de dólares cada una. Dado que estos fondos compiten con las empresas para realizar adquisiciones, la prima a pagar posiblemente tienda a aumentar. Los fondos de cobertura también compiten en las adquisiciones, atraídos por los altos rendimientos que han obtenido los fondos de capital inversión en los últimos años. Asimismo, el capital del que disponen ahora estos últimos los sitúan en mejor posición de pujar por empresas que hasta ahora se consideraban demasiado grandes para ser objeto de una LBO. Ya en 2005, los fondos de capital inversión cerraron algunas operaciones de más 10.000 millones de dólares, como la adquisición apalancada de la empresa de telecomunicaciones danesa TDC en noviembre por valor de 12.000 millones de dólares. Por último, este tipo de inversionistas ha ido aumentando su coeficiente de apalancamiento.