

1. Presentación general: abandono de los activos de riesgo

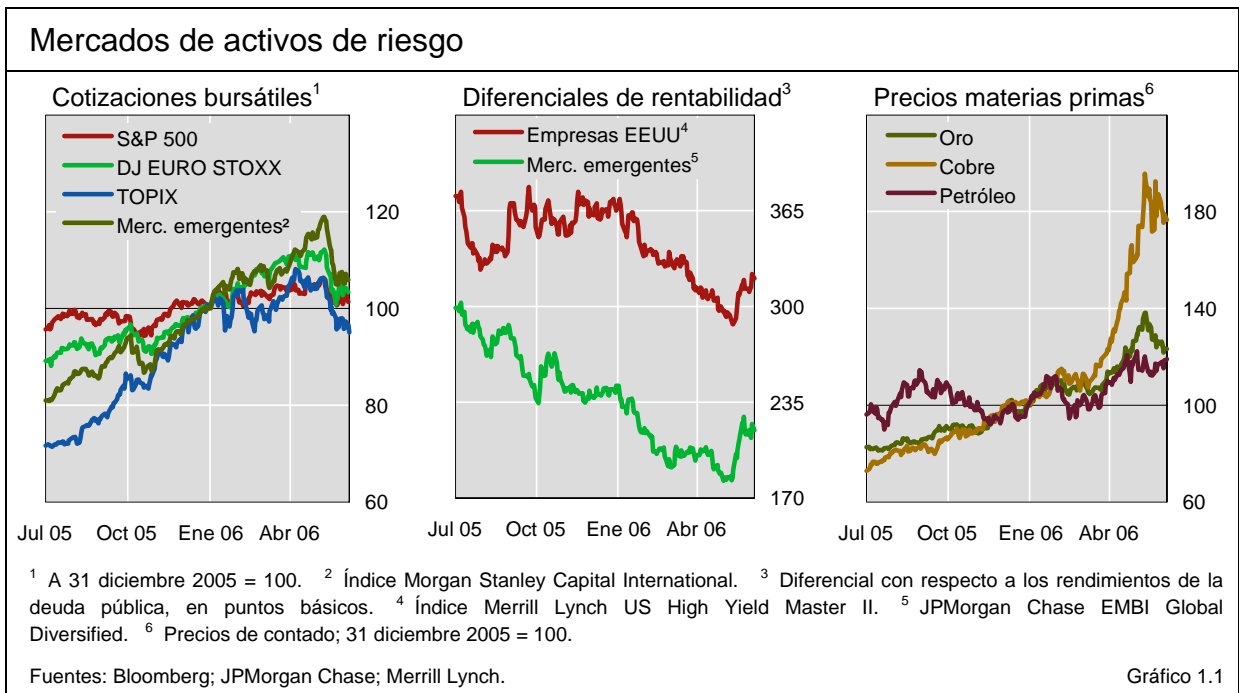
Los rendimientos de la deuda pública crecieron sustancialmente hasta mediados de mayo, ante las expectativas de sólido crecimiento económico y la inquietud por la inflación. En un primer momento, esta mayor rentabilidad apenas afectó a los precios de los activos de riesgo o a la actitud de los inversionistas ante el riesgo, ya que la solidez de las variables fundamentales compensó el impacto de mayores tasas de descuento. Los mercados de acciones y de materias primas siguieron en mayo su senda alcista, al tiempo que los diferenciales de la deuda corporativa con menor calificación y de mercados emergentes se estrecharon más. El dólar se apreció significativamente frente a otras monedas importantes a finales de abril y principios de mayo, aunque apenas se constataron efectos en otros mercados.

La inquietud ante el ritmo de las ganancias obtenidas recientemente en una amplia gama de mercados culminó en un abrupto cese del repunte a mediados de mayo, seguido de pérdidas en mercados de todo el mundo. Los mercados que más se vieron afectados fueron los de renta variable de economías emergentes, aunque también se registraron pérdidas en otros mercados. El descenso de los precios de los activos de mayor riesgo no parece deberse a una reevaluación de los indicadores fundamentales, sino más bien al debilitamiento del apetito por el riesgo entre los inversionistas. El resultado fue una reasignación de las carteras a favor de instrumentos de elevada calificación crediticia como los bonos del Estado.

Respaldo de las variables fundamentales

Durante los primeros cuatro meses de 2006, prosiguió el cambio de los inversionistas hacia activos de mayor riesgo. Se registraron subidas en los precios de la renta variable, las materias primas y la deuda de alta rentabilidad, continuando así las impresionantes ganancias registradas en 2005. Así por ejemplo, los mercados bursátiles emergentes ganaron el 19% entre finales de 2005 y mediados de mayo de 2006, al tiempo que en la zona del euro lo hicieron el 12% (véase el Gráfico 1.1). El precio del cobre casi se duplicó en ese mismo periodo y el oro se revalorizó aproximadamente el 40%. Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad y de la deuda

Los precios de los activos de mayor riesgo aumentaron a comienzos de 2006...



de mercados emergentes denominada en dólares se estrecharon más de 60 puntos básicos, hasta alcanzar niveles cercanos a sus anteriores mínimos, sobrepasándolos incluso en algunos casos.

A lo largo de este periodo, la rentabilidad de la deuda pública también creció en los principales mercados. En el caso de los pagarés del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, su rendimiento por fin consiguió salir del intervalo en el que había fluctuado desde mediados de 2004, al alcanzar el 5,2% el 12 de mayo, 80 puntos básicos por encima de su nivel de finales de 2005 y aproximadamente 30 puntos básicos más que su máximo de 2004 (véase el panel derecho del Gráfico 1.2). En cuanto al mercado en euros, los rendimientos del *bund* alemán a 10 años también aumentaron cerca de 80 puntos básicos entre finales de 2005 y mediados de mayo de 2006, hasta alcanzar el 4,1%. La deuda pública japonesa, por su parte, registró un aumento de rentabilidad de 50 puntos básicos, hasta rondar el 2%, nivel no alcanzado desde finales de los años 90.

... al igual que los rendimientos de la deuda pública

El incremento inicial de la rentabilidad de la deuda pública y la subida de los precios de los activos de riesgo estuvieron propiciados hasta cierto punto por la mejora de las variables fundamentales. Los datos dados a conocer en el periodo reforzaron la confianza en la fortaleza de la economía mundial. Las previsiones de consenso sobre el crecimiento de la economía japonesa mejoraron sustancialmente en el primer trimestre de 2006 y siguieron haciéndolo más adelante (véase el panel izquierdo del Gráfico 1.3). En la zona del euro, los excelentes resultados de las encuestas llevaron a los analistas a revisar al alza sus previsiones de crecimiento, a pesar de que los datos reales resultaron ser más débiles de lo previsto. El índice Ifo alemán para abril mostró los mejores resultados desde el auge económico posterior a la reunificación a principios de los años 90, provocando un incremento de 5 puntos básicos en la

La subida inicial reforzada por el sólido crecimiento...

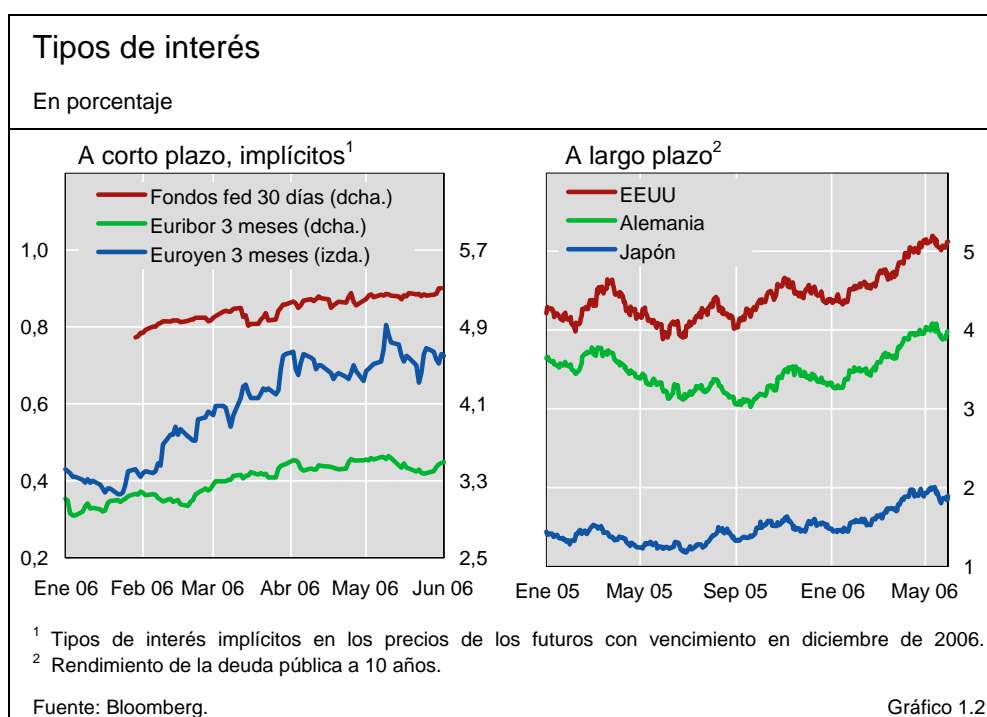
rentabilidad del *bund* el 25 de abril. En Estados Unidos, los economistas previeron una moderada desaceleración de la economía, aunque con crecimiento todavía próximo a su potencial.

... las fuertes ganancias...

El anuncio de beneficios empresariales mejor de lo esperado para el primer trimestre de 2006 dio un nuevo impulso a las subidas en los mercados de renta fija y variable. En la zona del euro, los analistas revisaron al alza en abril sus previsiones de beneficios al mayor ritmo registrado en algún tiempo (véase el panel derecho del Gráfico 1.3), algo similar a lo ocurrido en Estados Unidos, donde previsiones también mejoraron como no lo hacían desde principios de 2005. En Japón, en cambio, los inversionistas en renta variable ya habían anticipado la mejora de las perspectivas, por lo que el TOPIX apenas consiguió superar su nivel de finales de 2005.

... las bajas tasas de morosidad...

Corroborando la solidez de la situación financiera de las empresas, las tasas de morosidad de los prestatarios corporativos descendieron hasta sus niveles más bajos en años, aunque con expectativas de que volvieran a aumentar más adelante. En Estados Unidos, menos del 1% de los emisores con calificación incumplieron sus obligaciones de pago en los doce meses transcurridos hasta abril de 2006, cifra ligeramente inferior al 1,1% registrado un año antes y la más baja desde 1997. En el resto de países, durante ese mismo periodo ningún emisor con calificación incurrió en impago con respecto a sus bonos en circulación. Dicho esto, el año pasado ya comenzaron a percibirse síntomas de que la solvencia empresarial ya había alcanzado su cota más alta. Así, en los doce meses previos a abril de 2006, las rebajas de calificación de Moody's representaron el 57% del total de sus decisiones de calificación para empresas de Estados Unidos y el 54% para empresas europeas, lo que supone un aumento con respecto al 54% y el 43% respectivamente durante los doce meses anteriores.



Los mercados de activos de riesgo también se vieron estimulados por el escaso impacto que tuvo la visible fortaleza de las condiciones económicas subyacentes en las perspectivas de los tipos de interés oficiales. Los futuros sobre tipos de interés a corto plazo, después de repuntar en marzo, apenas variaron en abril y mayo, indicando así que los mercados no revisaron sensiblemente sus expectativas con respecto a la evolución del endurecimiento de la política monetaria (véase el panel izquierdo del Gráfico 1.2). En marzo de 2006, el Banco de Japón anunció el final de su política de relajación cuantitativa y su decisión de utilizar instrumentos de política más convencionales. Este anuncio no causó, sin embargo, ningún efecto inmediato en los mercados, al haber sido ampliamente anticipado y al haber resaltado el banco central su intención de mantener en cero su objetivo para los tipos de interés oficiales durante un periodo de tiempo sostenido.

... y la invariabilidad de las perspectivas de tipos de interés oficiales

En Estados Unidos, los precios de los futuros sobre fondos federales y de las acciones reaccionaron con fuerza ante los anuncios relativos a la inflación, aunque el impacto no solió durar mucho. Por ejemplo, las buenas cifras sobre el mercado de trabajo dadas a conocer el 7 de abril se interpretaron como una mayor probabilidad de que la Reserva Federal siguiera subiendo sus tipos de interés, por lo que provocaron pérdidas del 1% en el índice S&P 500. Más tarde, la publicación el 18 de abril de las actas correspondientes a la reunión de marzo de la Reserva Federal se interpretó como el posible fin del ciclo de endurecimiento, llevando así a un repunte del 1,8% en del S&P 500.

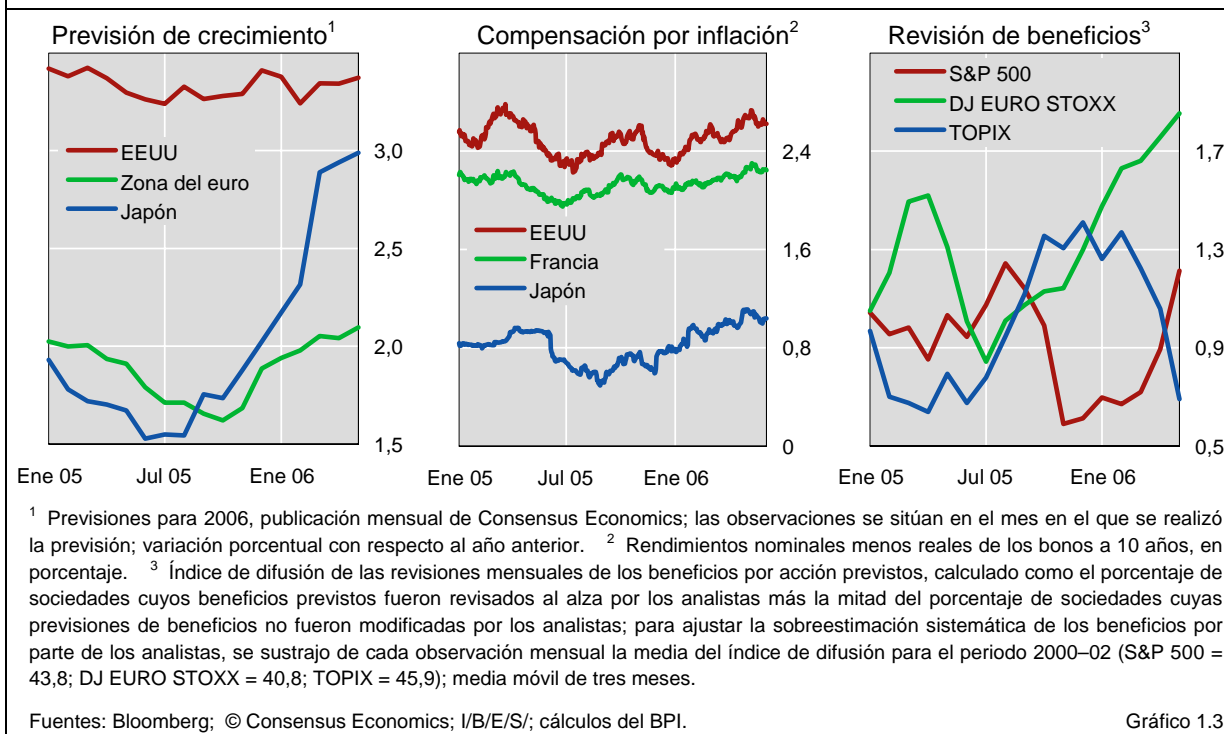
En los mercados de deuda, sin embargo, la preocupación por las presiones inflacionistas comenzó a pesar en gran medida en los rendimientos a más largo plazo a partir de principios de abril, especialmente en Estados Unidos. Mientras que la compensación por inflación que exigen los inversionistas apenas supuso el 25% del aumento del rendimiento de los títulos del Tesoro de Estados Unidos entre mediados de enero y finales de marzo, su contribución se elevó hasta rondar el 66% entre comienzos de abril y mediados de mayo (véase el panel central del Gráfico 1.3). En la zona del euro y en Japón, también aumentó la tasa de inflación neutral calculada a partir de los rendimientos de la deuda pública nominal y la indexada a la inflación, aunque en mucha menor medida: menos de 10 puntos básicos entre mediados de abril y mediados de mayo, frente a los casi 20 puntos de Estados Unidos. A pesar de dichos incrementos, la compensación por inflación en los principales mercados permaneció relativamente baja y osciló dentro del intervalo observado durante el año anterior.

La preocupación por la inflación empuja al alza los rendimientos a principios de abril

La búsqueda de rentabilidad prosigue a comienzos de 2006

A pesar del vigor de los indicadores fundamentales, la mayor preferencia de los inversionistas por el riesgo pareció contribuir a la remontada de los mercados de renta fija y variable durante los cuatro primeros meses de 2006. Durante gran parte de los dos años previos, los inversionistas habían empujado al alza los precios de los activos de riesgo en su afán por obtener

Perspectivas macroeconómicas



mayores rendimientos. Este proceso continuó a principios de 2006, a pesar de los mayores rendimientos de los bonos nominales y del endurecimiento de las condiciones monetarias mundiales.

La búsqueda de rentabilidad ayuda al estrechamiento de los diferenciales...

Esta búsqueda de rentabilidad entre los inversionistas quedó especialmente patente en los mercados emergentes, donde los emisores obtuvieron financiación récord y en condiciones muy favorables en los mercados de títulos de deuda internacionales en los primeros compases de 2006, incluyendo sustanciales cantidades también en moneda local (véase la sección "The international debt securities market" en la página 27 del *Informe Trimestral* en inglés). Los diferenciales se estrecharon incluso en aquéllos países donde las variables fundamentales eran relativamente débiles. Por ejemplo, los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio de Filipinas se estrecharon 100 puntos básicos entre finales de 2005 y principios de mayo de 2006, llegando así a los 150 puntos básicos, pese al lento avance de su consolidación fiscal.

... incluso mientras se acelera la emisión

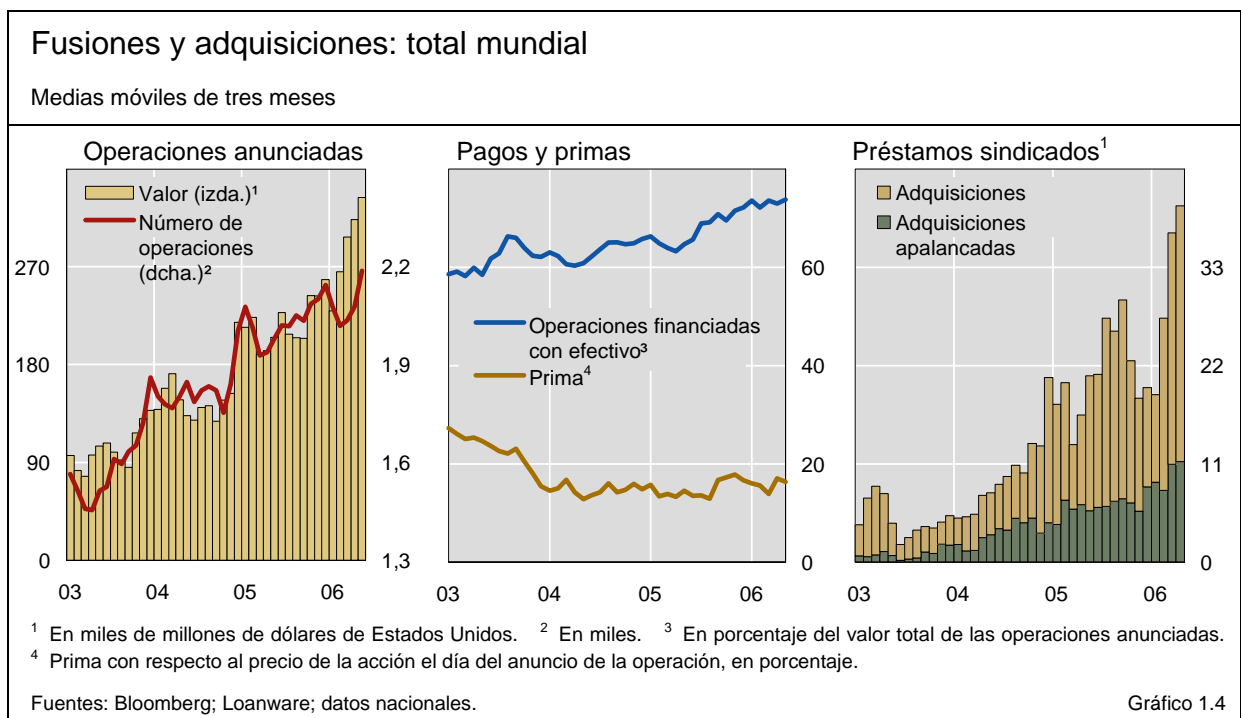
También en los mercados de deuda corporativa, los inversionistas aceptaron diferenciales más estrechos incluso mientras aumentaban los volúmenes de emisión. En Estados Unidos, la emisión bruta de renta fija privada en los cinco primeros meses de 2006 fue aproximadamente un 40% superior a la registrada en ese mismo periodo un año antes. El crédito bancario también creció con rapidez, debido en gran medida a las necesidades de financiación para fusiones y adquisiciones. Los anuncios de este tipo de operaciones en los cinco primeros meses de 2006 superaron prácticamente en un 50% a los del mismo periodo un año antes (véase el panel izquierdo del Gráfico 1.4). Mientras que durante el anterior auge de fusiones y adquisiciones (1999-2000), alrededor del 70% del total de operaciones se había financiado

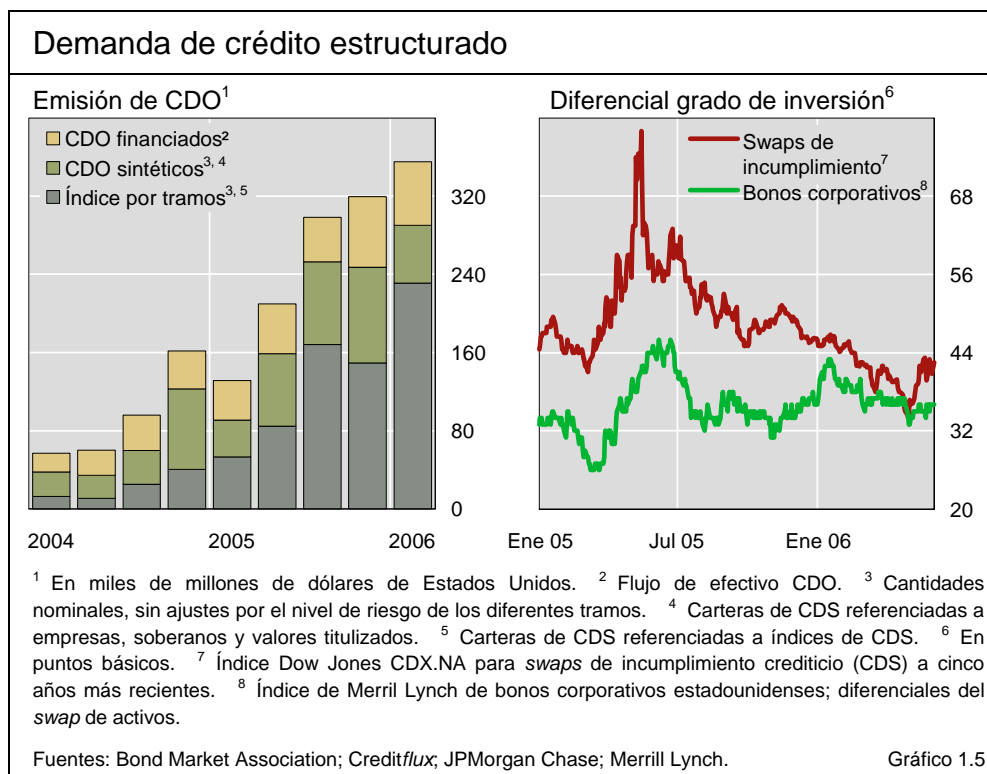
con acciones, desde 2005 sólo lo han hecho el 30%, puesto que la mayoría de las operaciones más recientes se han pagado en efectivo, obtenido a menudo en los mercados de renta fija.

La demanda de deuda corporativa de mayor rentabilidad fue especialmente intensa. Mientras que los diferenciales de los bonos de empresa con grado de inversión apenas oscilaron durante los cinco primeros meses de 2006, los de los títulos de alta rentabilidad se estrecharon significativamente, hasta situarse en apenas unos puntos básicos por encima de su mínimo de marzo de 2005. Asimismo, los diferenciales de nuevos préstamos apalancados (es decir, a prestatarios con grado de especulación) alcanzaron nuevos mínimos a principios de 2006, a pesar de que el volumen de este tipo de préstamos se incrementó. Así por ejemplo, los préstamos para financiar operaciones apalancadas para adquisición de empresas (las llamadas LBO) promediaron los 10.000 millones de dólares al mes durante los cuatro primeros meses de 2006, frente a los 7.000 millones registrados de media en 2005 (véase el panel derecho del Gráfico 1.4). Los volúmenes registrados fueron similares a los del máximo alcanzado en la anterior oleada de LBO en 1989.

Cifra récord de préstamos para LBO

Esta demanda obedeció en parte al enorme interés de los inversionistas por los productos crediticios estructurados. Una gran proporción de los nuevos préstamos apalancados fueron adquiridos por gestores de CDO (bonos de titulización de deuda garantizada) para reagruparlos y crear así títulos de mayor calificación (a menudo, AAA). Los CDO suelen negociarse con diferenciales mucho mayores que los bonos corporativos con calificación similar, por lo que son muy populares entre inversionistas que buscan la máxima rentabilidad en una determinada calificación.





Sigue el vigor de la demanda de productos crediticios estructurados

En el primer trimestre de 2006, la emisión de CDO fue excepcionalmente elevada, en especial la de CDO respaldados por CDS, los llamados CDO sintéticos (véase el Gráfico 1.5). De hecho, la demanda de productos crediticios estructurados fue tan intensa que causó un desdoblamiento temporal entre los diferenciales de los bonos con grado de inversión y los de los CDS. Tras la agitación vivida en los mercados de deuda en el segundo trimestre de 2005, los diferenciales de los CDS se estrecharon casi sin cese a pesar de que los de los bonos no dieron muestras de volver a sus mínimos anteriores. Los gestores de CDO suelen preferir como subyacente los CDS frente a los instrumentos al contado, dado que los instrumentos basados en CDS son más rápidos de lanzar y más fáciles de personalizar y de cubrir. Toda esta actividad de estructuración parece haber presionado a la baja los diferenciales de los CDS más que los de los bonos durante la primera parte de 2006.

Atisbo de problemas de cara al futuro

A comienzos de 2006, surge la inquietud por las valoraciones en relación a...

Aun cuando los mercados de renta fija y variable ganaban posiciones entre enero y principios de mayo de 2006, se atisbaron posibles problemas de cara al futuro. En algunos mercados, el optimismo que había empujado al alza los precios de los activos de mayor riesgo se fue desvaneciendo a medida que iban aumentando las valoraciones. El consiguiente aumento de la incertidumbre sobre los rendimientos futuros tendió a ampliar la respuesta de los inversionistas ante cualquier acontecimiento negativo en los mercados.

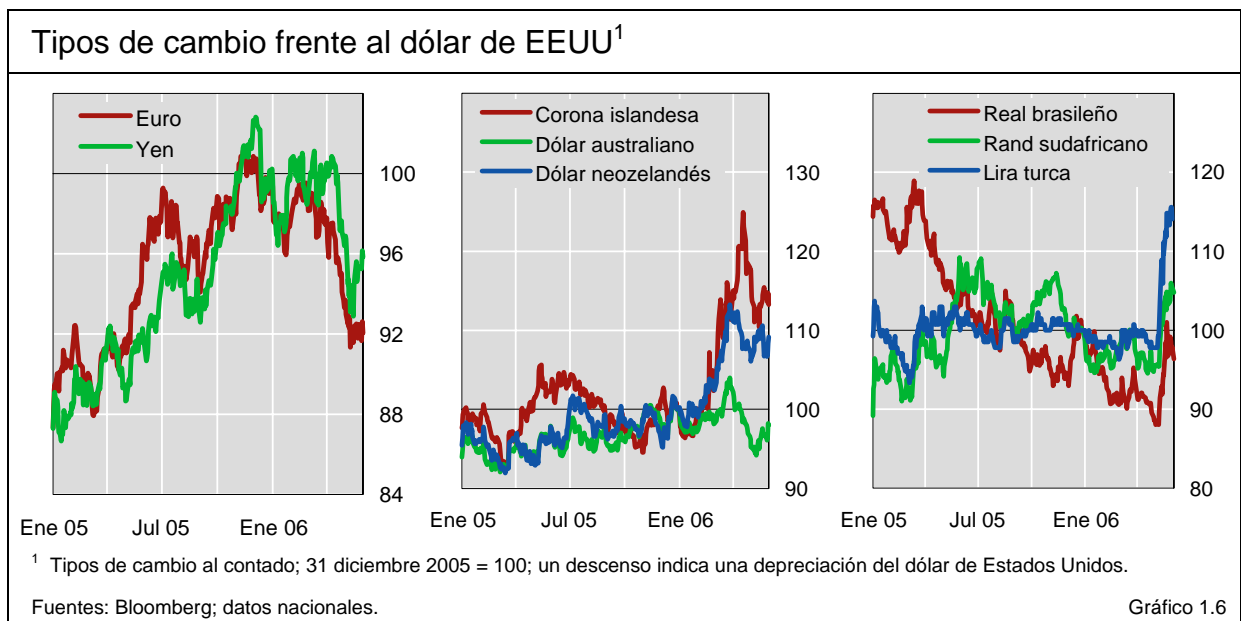
... las monedas de alta rentabilidad...

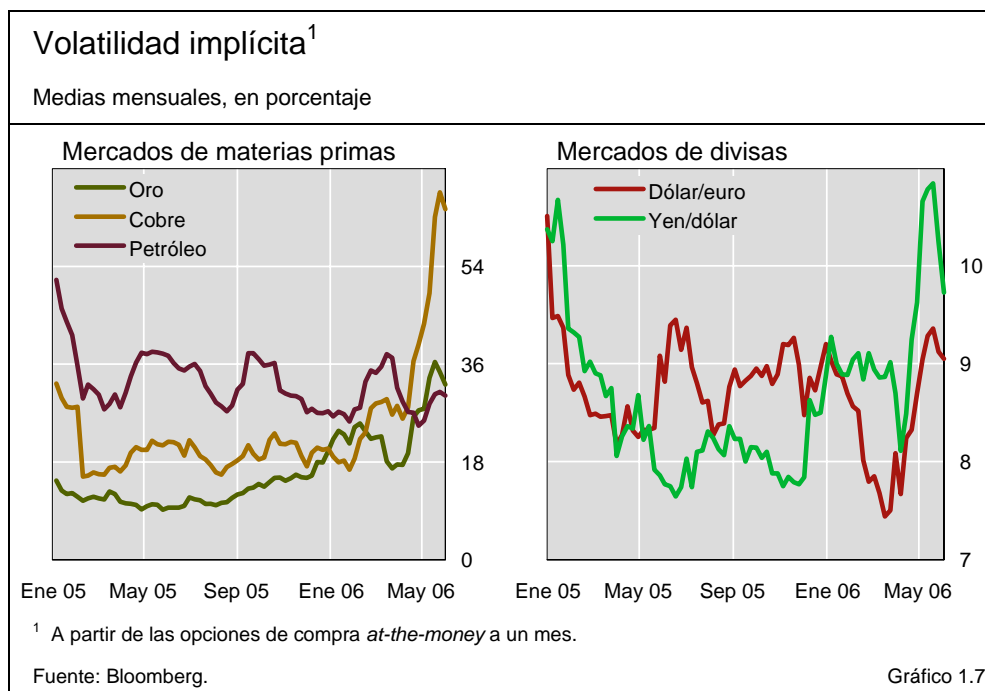
El potencial para que un acontecimiento negativo en un mercado se extienda a otros mercados quedó perfectamente ilustrado a finales de febrero

de 2006, cuando se cerraron posiciones de *carry trade* realizadas con la corona islandesa. Durante los dos días posteriores al anuncio de Fitch sobre perspectivas negativas para la calificación soberana de Islandia, la corona se depreció un 7% (véase el Gráfico 1.6). Un caso así normalmente no habría afectado a otros mercados cambiarios, pero esta vez y en apenas unas horas el cierre de posiciones con coronas produjo caídas profundas (aunque breves) en otras monedas de alta rentabilidad, como las de Australia, Brasil, Hungría, Nueva Zelanda y Sudáfrica.

Si bien en este episodio hubo un claro detonante, no siempre ha sido así. A finales de febrero, la bolsa de Arabia Saudita comenzó a registrar pérdidas y poco después se desplomaron todos los mercados de Oriente Medio. Para mediados de mayo, el mercado saudita ya se situaba un 50% por debajo de su máximo. A pesar de la gravedad de esta corrección, es difícil identificar un detonante claro, pues no parece estar relacionada con ningún cambio en los indicadores fundamentales. De hecho, este episodio de ventas coincidió con otro aumento de los precios de petróleo, lo que normalmente habría mejorado las perspectivas para Arabia Saudita y otros países exportadores de petróleo. Sin embargo, así como en 2005 el optimismo de los inversionistas se unió a su comportamiento gregario de tal modo que los precios de las acciones se duplicaron en Oriente Medio, en esta ocasión se produjo un proceso similar pero a la inversa. A pesar de las favorables condiciones económicas subyacentes, el aumento de beneficios en los mercados de Oriente Medio anduvo a la zaga del incremento de precios. La euforia de los inversionistas locales ante los ingresos del petróleo llevó a los múltiplos precio/beneficio de las acciones a niveles muy superiores a los que resultaría normal para las variables fundamentales existentes, lo que acabó por minar el optimismo inversor que antes había apuntalado la subida.

... las acciones en Oriente Medio...





... las materias primas...

También en los mercados de materias primas se notó la intranquilidad por las valoraciones. La volatilidad implícita en los mercados de cobre y oro comenzó a crecer con rapidez a mediados de abril (véase el Gráfico 1.7). Resulta inusual que los precios estuvieran subiendo tan rápido al mismo tiempo, pues las subidas en las bolsas suelen ir asociadas con descensos de volatilidad. La relación positiva entre la volatilidad implícita y los precios apunta a un aumento de la incertidumbre en torno a las valoraciones a medida que las bolsas iban ganando puntos. Cabe destacar que en el mercado del petróleo, la volatilidad implícita permaneció inmóvil a pesar de las subidas en otros mercados de materias primas. Esto podría indicar que las condiciones subyacentes de oferta y demanda se estimaban más positivas para los precios del petróleo que para otros productos básicos.

... y el dólar de EEUU

En los mercados de divisas también aumentó la incertidumbre a finales de abril. El dólar de Estados Unidos se depreció aproximadamente el 6% frente al euro y al yen entre mediados de abril y mediados de mayo, prácticamente cuando comenzaron las preocupaciones en los mercados de deuda denominada en dólares (véase el Gráfico 1.6). A medida que el dólar se debilitaba, aumentaba la volatilidad implícita en los mercados cambiarios, hasta sus niveles más altos de comienzos de 2005 (véase el Gráfico 1.7).

Revaloración del riesgo en todo el mercado

Las acciones fueron las más afectadas...

Ante esta mayor incertidumbre sobre las valoraciones en algunos mercados, las tornas cambiaron en muchos de ellos a mediados de mayo. Desde el 10 de mayo aproximadamente, los precios de la deuda pública con alta calificación crecieron, mientras que los de activos de más riesgo cayeron. La amplitud de este cambio en la opinión de los mercados fue en algunos casos sorprendente, al verse inmersos casi todos ellos en este episodio de ventas, incluso aquellos

en los que antes los inversionistas parecían sentirse cómodos con las valoraciones. Así por ejemplo, las acciones en países industrializados no dieron muestras de estar claramente sobrevaloradas. De hecho, los múltiplos precio/beneficio en los principales mercados se habían reducido en los primeros compases de 2006 (véase el Gráfico 1.8), pese a lo cual las bolsas se vieron seriamente afectadas durante esta oleada de ventas. El DJ EURO STOXX se redujo el 10% entre el 10 y el 22 de mayo, el TOPIX lo hizo el 6% y el S&P 500 el 5% (véase el Gráfico 1.1).

Los mercados de deuda corporativa eran, en principio, más vulnerables a un reajuste de precios en las bolsas, teniendo en cuenta que los diferenciales estaban más cerca de sus mínimos históricos a pesar del aumento de actividad con LBO. Con todo, la ampliación de diferenciales fue relativamente moderada. Los diferenciales de los bonos de empresa de alta rentabilidad de Estados Unidos se ampliaron 25 puntos básicos, mucho menos que durante la agitación de los mercados de deuda en abril y mayo de 2005. Asimismo, si bien las materias primas comenzaron a abandonar sus máximos, permanecieron muy por encima de sus niveles de finales de 2005.

La corrección de mediados de mayo fue especialmente pronunciada en los mercados emergentes, aunque una vez más, los precios de la deuda se mantuvieron mejor que los de las acciones. El índice MSCI de renta variable de mercados emergentes se redujo un 11% en términos de moneda local entre el 10 y el 22 de mayo (véase el Gráfico 1.1). Algunos mercados cayeron incluso más, por ejemplo las bolsas de Rusia (24%) y la India (17%). Numerosas monedas se depreciaron de manera sustancial frente al dólar de Estados Unidos, perdiendo la lira turca el 14% y el real brasileño el 12% (véase el Gráfico 1.6). Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda pública en moneda local se incrementaron marcadamente en numerosos mercados. Aunque los diferenciales de títulos de deuda extranjeros denominados en dólares se ampliaron aproximadamente 30 puntos básicos, siguieron por debajo de sus niveles de finales de 2005 (véase el Gráfico 1.8).

Es difícil identificar un acontecimiento concreto que haya desatado la profunda corrección iniciada a mediados de mayo. Este episodio de ventas no fue ni simultáneo ni repentino; mientras que algunos mercados alcanzaron sus máximos el 9 de mayo, otros lo hicieron unos días más tarde, y mientras que unos registraban caídas en un día extraordinariamente amplias, otros apenas registraban ligeros descensos. Todo ello indica que los datos nuevos que iban conociéndose no fueron la principal causa de esta corrección. A decir verdad, las variables fundamentales no cambiaron significativamente a mediados de mayo. Sin duda, había preocupación por la inflación. Por ejemplo, el anuncio de incrementos de los precios de consumo de Estados Unidos mayores de lo esperado dado a conocer el 15 de mayo generó una caída del 1,7% en el S&P 500 e incluso mayores descensos en las bolsas de Europa y América Latina. Con todo, esta inquietud ya había quedado constatada bastante antes. Además, si bien la mayor preocupación por la inflación se registraba en Estados Unidos, sus mercados cayeron menos que otros.

... especialmente en los mercados emergentes

Las variables fundamentales sin cambios...

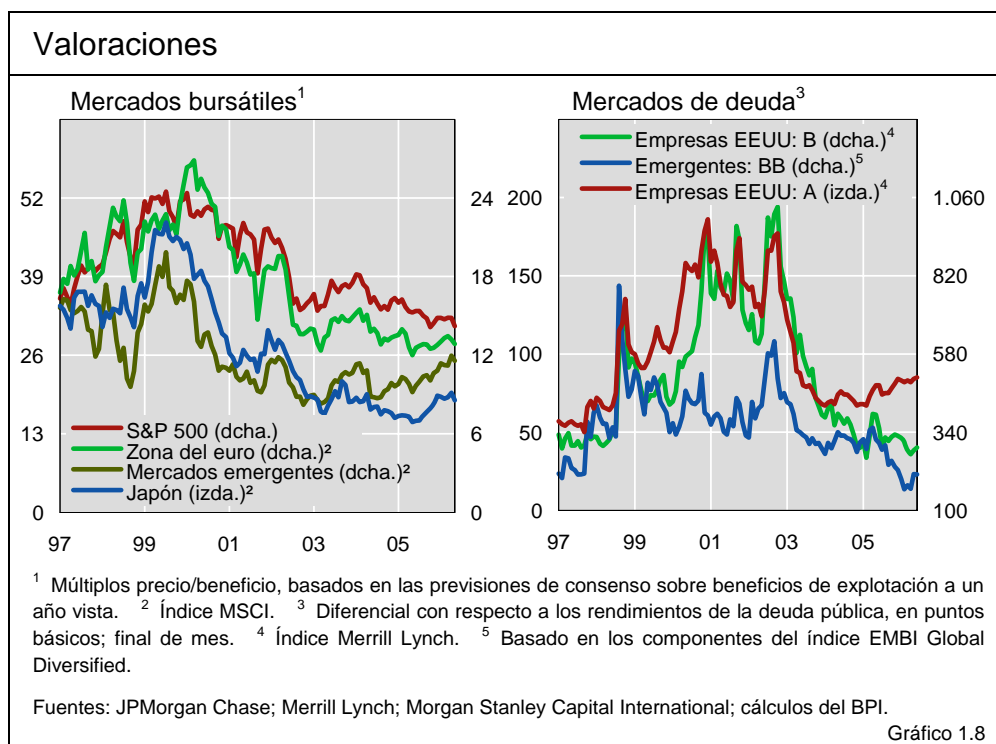
... sugieren un descenso del apetito por el riesgo como principal desencadenante...

... lo que coincide con las crecientes volatilidades implícitas

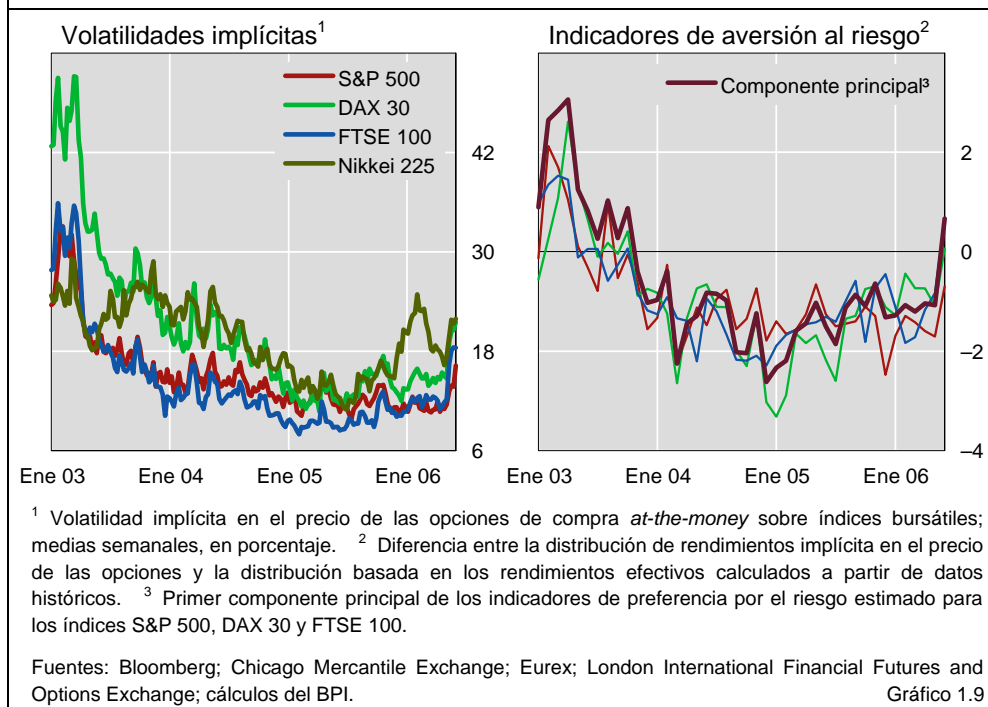
Descartados entonces los indicadores fundamentales, la preferencia por el riesgo podría haber sido un detonante clave de estas ventas masivas. Una característica esencial de esta oleada es que los mercados que más perdieron solieron ser aquellos que alcanzaron cotas más altas durante los meses previos. Los descensos de precios en algunos mercados parecieron contagiarse a otros, aumentando así la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las recientes ganancias en otros mercados y provocando con ello una huida de los inversionistas intentando asegurar sus beneficios.

Los mercados aumentos de volatilidad implícita que acompañaron a la oleada de ventas resultan congruentes con una amplia revaloración del riesgo. En la mayoría de los principales mercados bursátiles, la volatilidad implícita alcanzó sus máximos de mediados de 2004, cuando se produjo un episodio de ventas generalizadas en los mercados de deuda (véase el Gráfico 1.9). La volatilidad implícita de las acciones japonesas permaneció por debajo de sus niveles de enero, cuando el TOPIX tocó techo, aunque aumentó de todos modos. En el caso del índice S&P 500, su volatilidad implícita llegó a su máximo del 20% en el transcurso de la jornada del 24 de mayo, tras fluctuar aproximadamente el 11% a lo largo de los primeros cuatro meses de 2006, para volver a caer más tarde, aunque el 2 de junio todavía estaba muy por encima de sus niveles en los primeros meses del año.

La volatilidad implícita está sujeta a la influencia de las percepciones de la volatilidad futura en el mercado y de la aversión de los inversionistas a dicha volatilidad. Estas dos influencias pueden esclarecerse al comparar la distribución de la rentabilidad esperada implícita en los precios de las opciones con la distribución histórica de rendimientos. Las medidas de aversión al riesgo que se obtienen de este modo muestran un marcado aumento en los mercados a finales de mayo (véase el Gráfico 1.9). El componente común de



Volatilidad y preferencia por el riesgo en los mercados bursátiles



las diversas medidas alcanzó su nivel más alto desde mediados de 2003, lo que sugiere que, a pesar de que la inquietud por la inflación puede haber aumentado en cierta medida la volatilidad futura percibida en los rendimientos del mercado, el aumento de la volatilidad implícita estuvo motivado por una mayor aversión al riesgo. Si se mantuviera, podría indicar que la búsqueda de rentabilidad que ha caracterizado a los mercados financieros desde 2004 podría haber remitido, aunque hasta niveles distintos según el segmento de mercado del que se trate.