

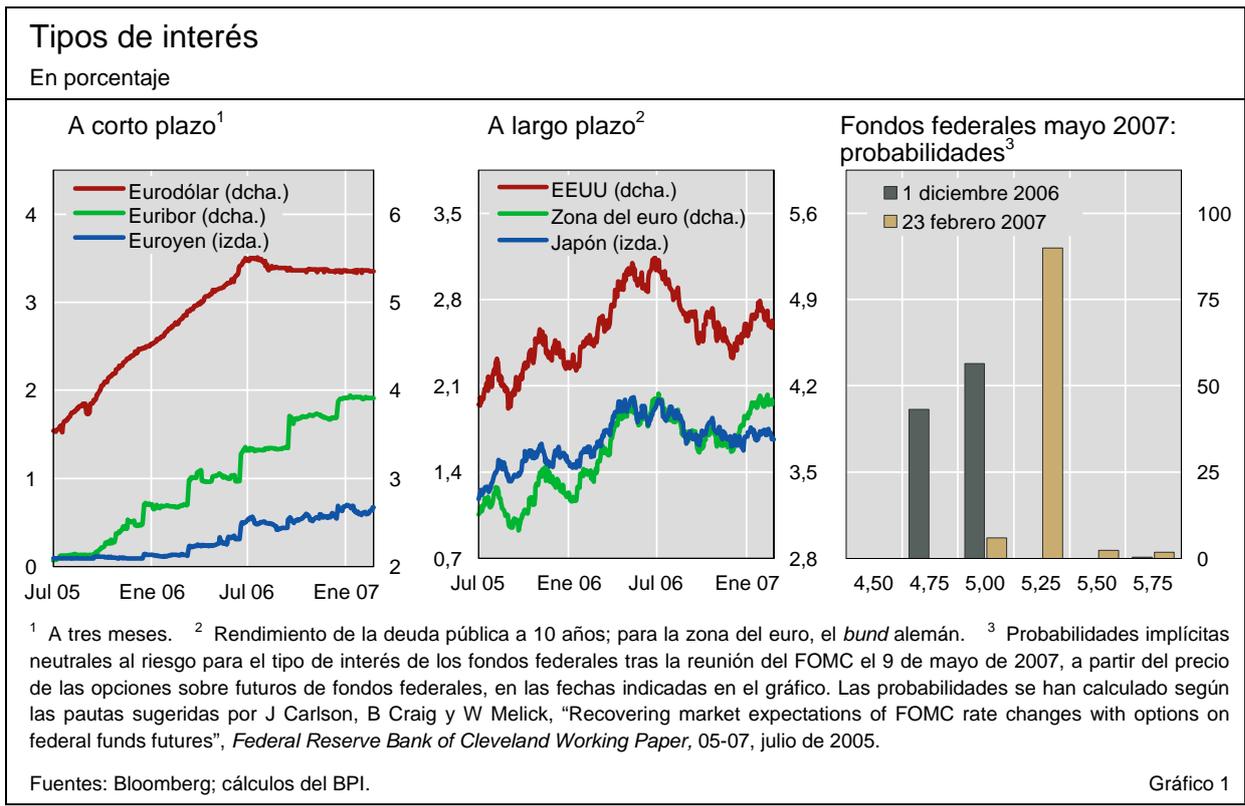
Presentación general: mercados alcistas hasta finales de febrero¹

Entre el final de noviembre y los últimos días de febrero, los activos de riesgo se revalorizaron ante la aparente mejora de las perspectivas de crecimiento económico, al tiempo que las volatilidades implícitas seguían rondando sus mínimos históricos. En este entorno, aumentaron los rendimientos de la deuda pública en los principales mercados y se expandió la opinión entre los inversionistas de que, en un futuro cercano, la política monetaria podría tornarse más restrictiva de lo inicialmente previsto. En Estados Unidos, los datos publicados indicaban un sorprendente vigor en la economía, en concreto durante la primera mitad del periodo analizado, lo que enfrió las expectativas de los inversionistas de una próxima rebaja de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal.

La rentabilidad empresarial y la continua pujanza de las fusiones y adquisiciones presionaron al alza las bolsas de todo el mundo. Al mismo tiempo, los diferenciales de la deuda empresarial de riesgo cayeron hasta un nuevo mínimo histórico, reflejando así la intensa preferencia de los inversionistas por el riesgo, la solidez de los balances empresariales y unas tasas de impago sorprendentemente bajas, especialmente en el caso de títulos de mayor rentabilidad. En los dos últimos meses, se han ampliado de forma notable los diferenciales en algunos mercados de bonos de titulización de deuda garantizada (CDO), en especial los referidos al sector residencial estadounidense, lo que podría anticipar una inflexión más pronunciada en el ciclo crediticio en los próximos meses.

Al igual que en los mercados de deuda de alta rentabilidad de las economías avanzadas, los diferenciales de la deuda de mercados emergentes cayeron hasta mínimos históricos en los dos primeros meses de 2007, mientras seguían revalorizándose los títulos de renta variable. Aunque algunos países se vieron afectados por acontecimientos locales, no parece que éstos influyeran demasiado en la opinión general de los inversionistas acerca de los mercados emergentes, al menos hasta la última semana de febrero. De hecho,

¹ Esta presentación general abarca el periodo comprendido entre finales de noviembre de 2006 y el 23 de febrero de 2007.



los inversionistas anticipaban una solidez prolongada en el grupo de economías emergentes, así como una mejora de la economía estadounidense. Es probable que la intensa preferencia por el riesgo entre los inversionistas haya influido también en la evolución de los precios de los activos en los mercados emergentes durante el periodo analizado.

Aumentan los rendimientos de la deuda ante la fortaleza de los datos económicos

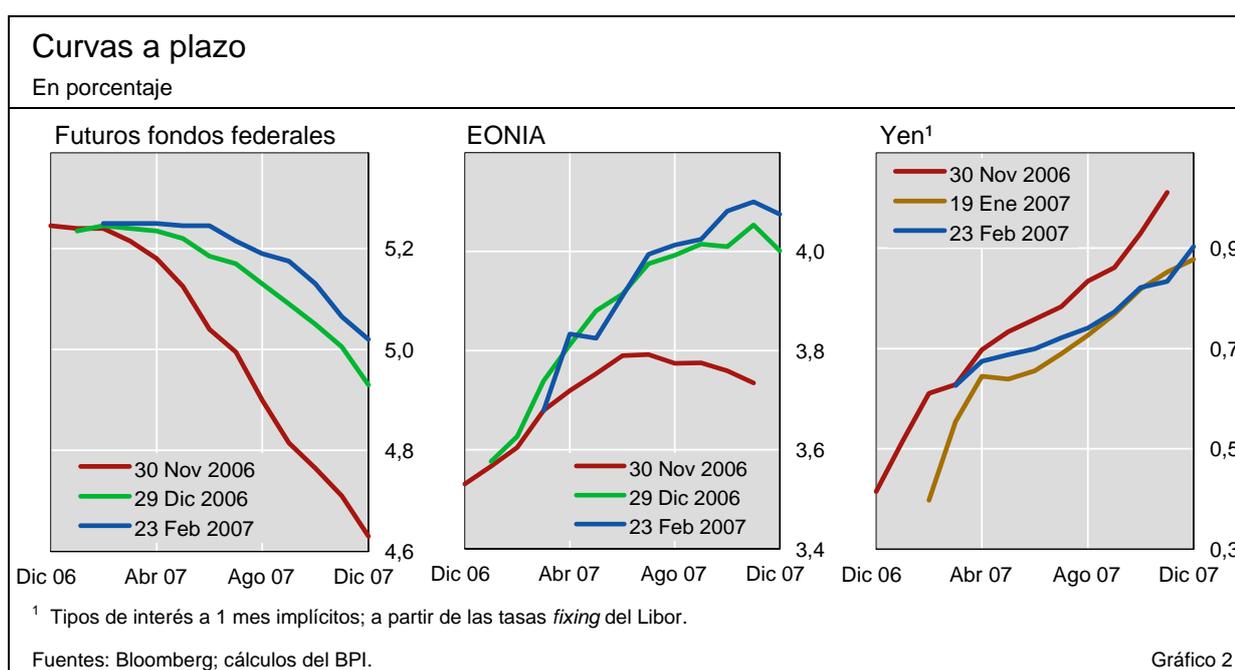
Entre finales de 2006 y comienzos de 2007, los rendimientos de la deuda pública aumentaron en las principales economías industrializadas. Tras haber alcanzado a inicios de diciembre de 2006 su nivel más bajo en casi un año, el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años creció casi 50 puntos básicos hasta situarse en el 4,90% al término de enero, para retroceder nuevamente hasta alrededor del 4,70% hacia finales de febrero (véase el panel central del Gráfico 1). En la zona del euro, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo siguieron idéntica trayectoria, con una subida del *bund* alemán a 10 años de casi 40 puntos básicos hasta el 4,05%. En Japón, los rendimientos también tendieron al alza, aunque en menor medida que en Europa y Estados Unidos, de modo que el bono japonés a 10 años se situaba a finales de febrero justo por debajo del 1,70%, menos de 10 puntos básicos por encima de su nivel a comienzos de diciembre del pasado año. Los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario permanecieron sin cambios en Estados Unidos, como reflejo de la estabilidad de la política monetaria de la Reserva Federal. En cambio, repuntaron en la zona del euro y Japón, en un

Los rendimientos de la deuda pública aumentaron...

entorno de subida de los tipos de interés oficiales (véase el panel izquierdo del Gráfico 1).

La consolidación entre los inversionistas de expectativas de una política monetaria más restrictiva de lo inicialmente esperado contribuyó al aumento de los rendimientos de la deuda pública, sobre todo en Estados Unidos y, en cierta medida, en Europa. A comienzos de diciembre, los precios de las opciones sobre futuros de los fondos federales mostraban la confianza casi absoluta de los mercados en que la Reserva Federal introduciría un recorte de 25 puntos básicos durante los cinco primeros meses de 2007, así como la elevada probabilidad de dos recortes de 25 puntos básicos durante ese mismo periodo (véase el panel derecho del Gráfico 1). A finales de febrero, sin embargo, el mercado de opciones descartaba casi por completo una rebaja de los tipos de interés oficiales hasta mayo de 2007, con una probabilidad de estabilidad del 90%. Asimismo, el acusado desplazamiento hacia arriba de toda la curva de tipos de interés de los futuros sobre fondos federales indicaba un notable descenso de la probabilidad de un endurecimiento de la política monetaria durante el segundo semestre (véase el panel izquierdo del Gráfico 2). Estas expectativas de estabilidad temporal se consolidaron a tenor del comunicado emitido el 31 de enero por el FOMC y de la comparecencia, dos semanas más tarde, del Presidente de la Reserva Federal ante el Congreso, donde se reconocía un crecimiento económico más sólido, pero también se apuntaba una mejora de los datos de inflación subyacente. En la zona del euro, el BCE dio curso el 7 de diciembre a una subida, ya anticipada, de 25 puntos básicos en sus tipos de interés oficiales, que sin embargo dejó intactos en enero y febrero. La evolución de la curva de tipos de interés EONIA implícitos en los *swaps* a plazo sugiere que a finales de febrero los mercados preveían que la política monetaria de la zona del euro sería en 2007 más restrictiva de lo previsto en noviembre de 2006 (véase el panel central del Gráfico 2).

... conforme se evaporaban las expectativas de un recorte seguro de tipos de interés por la Reserva Federal



Durante el periodo analizado se adoptaron dos decisiones de política monetaria que sorprendieron a los mercados. El 11 de enero, el Banco de Inglaterra sorprendió a casi todos con un endurecimiento de su política monetaria, generando un notable aumento de los rendimientos de la deuda pública británica, que incluso se dejó sentir fuera del Reino Unido. Esta decisión reflejó datos, que el Banco de Inglaterra conocía pero no así los mercados, sobre un aumento de la inflación británica medida por el IPC hasta el 3%, es decir, todo 1 punto porcentual por encima de su objetivo de inflación.

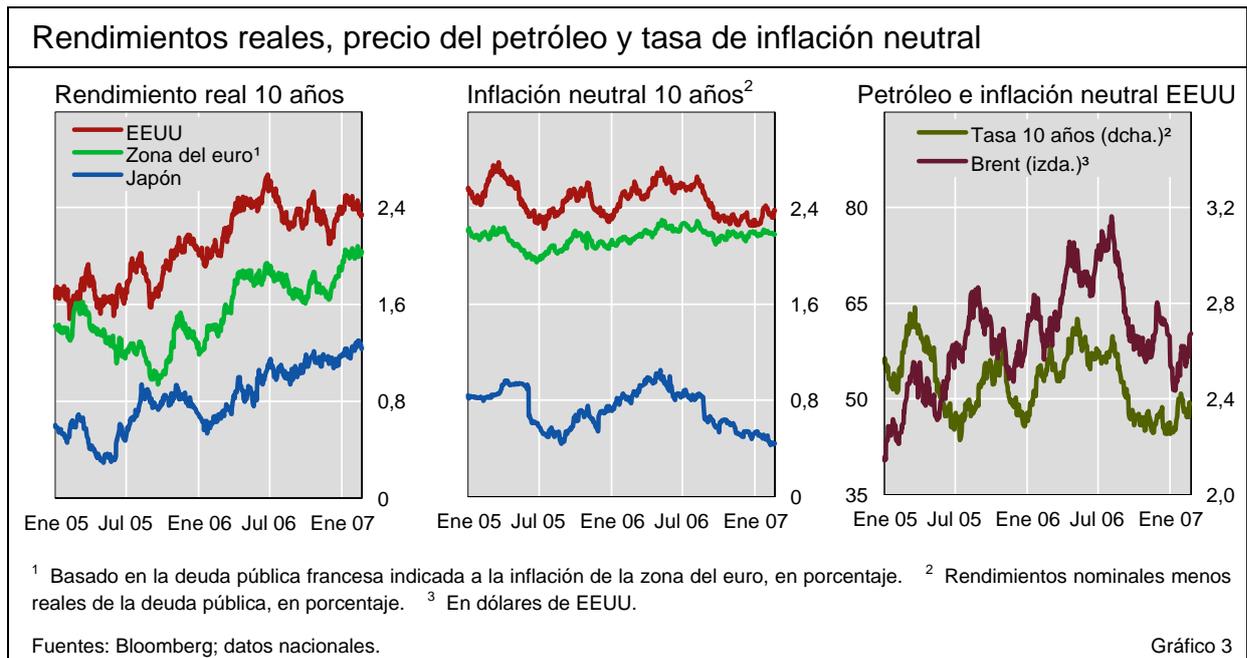
El Banco de Inglaterra sorprendió a los mercados...

En los días previos a la reunión de política monetaria del Banco de Japón el 17 y el 18 de enero, las expectativas en los mercados nipones indicaban que la probabilidad de subidas de los tipos de interés oficiales se situaba entre el 70% y el 80%, a tenor de los tipos de interés vigentes en el mercado monetario y de las encuestas realizadas entre los analistas. Sin embargo, el día anterior al comunicado oficial, comenzaron a circular rumores sobre la improbabilidad de un endurecimiento monetario, lo que generó una considerable caída de los rendimientos de la deuda. En consecuencia, el posterior anuncio oficial de mantenimiento de los tipos de interés apenas tuvo efectos sobre esos rendimientos. Tras conocerse la decisión, aumentaron las volatilidades implícitas de los tipos de interés a corto plazo del yen, descendieron los tipos de interés y se produjo un desplazamiento hacia abajo de la curva de tipos de interés a plazo implícitos. Por otra parte, el segmento de esta curva correspondiente al segundo semestre de 2007 apenas varió tras la decisión del Banco de Japón de elevar su tipo de interés de referencia 25 puntos básicos (hasta el 0,5%), en la siguiente reunión de política monetaria celebrada el 21 de febrero (véase el panel derecho del Gráfico 2).

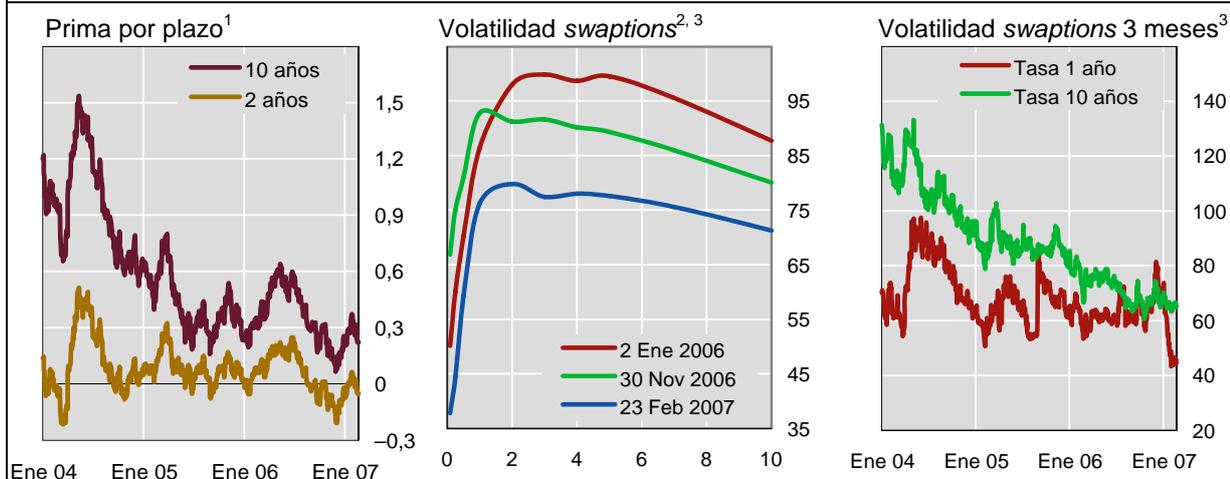
... al igual que el Banco de Japón

El vínculo existente entre las opiniones sobre la solidez de la actividad económica y las expectativas de los mercados sobre la política monetaria se puso de manifiesto tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. La

Noticias económicas positivas...



Primas por plazo en Estados Unidos y volatilidad de las *swaptions*



¹ Prima por plazo para Estados Unidos en porcentaje, a partir de D Kim y J Wright, "An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates", *International Finance Discussion Paper*, 2005-33, Federal Reserve Board, agosto de 2005. ² Estructura temporal de las volatilidades implícitas de los tipos de interés *swap* a 1 año. El horizonte del eje de abscisas se mide en años. ³ En puntos básicos por año.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Gráfico 4

publicación de diversas estadísticas económicas, especialmente en noviembre y diciembre, dio muestras de una sorprendente resistencia de la economía estadounidense, que unido a la caída de los precios del petróleo generaron optimismo entre los inversionistas. Del mismo modo, los datos económicos publicados en la zona del euro continuaron dibujando un alentador panorama de la actividad económica presente y futura. Ante la acumulación de noticias positivas, los rendimientos nominales de la deuda crecieron tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, básicamente como reflejo de un incremento de los rendimientos reales (véase el panel izquierdo del Gráfico 3). Con todo, a finales del periodo analizado, un repunte parcial de los precios del petróleo, unido a estadísticas menos favorables en Estados Unidos, moderaron el optimismo inversor respecto de las perspectivas económicas en ese país, induciendo un retroceso parcial de los rendimientos de la deuda estadounidense.

... elevaron los rendimientos reales y nominales...

El incremento de los rendimientos nominales de la deuda desde finales de noviembre en las principales economías industrializadas se vio en cierto modo atenuado por la publicación de nuevos datos de inflación, básicamente indicativos de una estabilidad o reducción de las tensiones sobre los precios. Las tasas de inflación neutrales se mantuvieron bastante estables en Europa y Estados Unidos (véase el panel central del Gráfico 3), un resultado al que podría no haber sido ajeno el descenso del precio del petróleo, al menos hasta el inicio de su repunte a mediados de enero (véase el panel derecho del Gráfico 3). No obstante, las tasas de inflación neutrales en Estados Unidos aumentaron en cierta medida durante la segunda quincena de febrero, tras la publicación de datos de inflación efectiva por encima de las previsiones.

... sin apenas modificar las tasas de inflación neutrales

Las primas por plazo estimadas en la estructura temporal de los tipos de interés nominales de Estados Unidos sugieren que parte del aumento de los rendimientos de la deuda obedeció a un incremento de las primas a partir de

sus niveles extraordinariamente bajos a comienzos de diciembre (véase el panel izquierdo del Gráfico 4). El aumento de la prima por plazo a 10 años mantuvo un notable paralelismo con la subida observada en el segmento a dos años, lo que sugiere que la prima exigida por los inversionistas para asumir el riesgo de tipo de interés creció en paralelo a lo largo de toda la estructura de vencimientos. Con todo, el aumento de la prima sólo explicaría aproximadamente la mitad de la subida total de los rendimientos nominales, que en buena parte también se justificaría por las revisiones al alza de la trayectoria futura de los tipos de interés esperada por los inversionistas.

La incertidumbre sobre las perspectivas de los tipos de interés a corto plazo, medida por la volatilidad implícita a tres meses en las opciones sobre *swaps* (*swaptions*) referidas a tipos de interés *swap* a un año, se redujo hasta alcanzar nuevos mínimos en enero y febrero (véase el panel derecho del Gráfico 4). En cambio, la volatilidad implícita en los *swaps* a 10 años descendió bastante menos, lo que sugiere la posibilidad de un descenso particularmente acusado de la incertidumbre en los plazos más cortos de la estructura de vencimientos. Este hecho posiblemente se deba a la consolidación entre los inversionistas de unas expectativas de mantenimiento transitorio de los tipos de interés por la Reserva Federal. Dicha posibilidad también se reflejó en la notable concentración de las densidades de probabilidad implícitas respecto a la evolución futura de los tipos de interés de los fondos federales (véase el panel derecho del Gráfico 1).

El descenso de las volatilidades implícitas no se circunscribió únicamente a los horizontes cortos de las *swaptions*. Así, toda la estructura temporal de las volatilidades implícitas en estas opciones referidas a tipos de interés *swap* a un año se desplazó hacia abajo entre finales de noviembre de 2006 y finales de febrero de 2007 (véase el panel central del Gráfico 4). Aunque para los horizontes superiores a dos años ese descenso fue continuación de la caída de la volatilidad implícita de los tipos de interés a corto plazo registrada durante buena parte de 2006, en el caso de los horizontes más cortos el descenso observado desde finales de noviembre invirtió la tendencia al alza de la segunda mitad de 2006. El desplazamiento hacia abajo de la estructura temporal de volatilidades registrado desde noviembre fue prácticamente paralelo en toda la gama de vencimientos hasta los 10 años, sugiriendo que, o bien la menor incertidumbre sobre la evolución de los tipos de interés a corto plazo se consideró un fenómeno estructural y por tanto persistente, o bien el descenso de las volatilidades implícitas reflejó la menor compensación exigida en los mercados por el riesgo de volatilidad a lo largo de toda la gama de vencimientos.

Las volatilidades implícitas de los tipos de interés cayeron hasta nuevos mínimos...

... en toda la gama de vencimientos

Las fusiones y adquisiciones de empresas animan los mercados bursátiles

Las bolsas internacionales continuaron avanzando durante el periodo analizado, con ganancias en Japón y Europa superiores a las de Estados Unidos (véase el panel izquierdo del Gráfico 5). El índice TOPIX subió un 13% entre el final de noviembre y los últimos días de febrero, alcanzando su

máximo de los últimos 15 años. Del mismo modo, el índice DJ STOXX europeo avanzó un 9% y el S&P 500 lo hizo un 4%, batiendo ambos sus cotas de los seis últimos años.

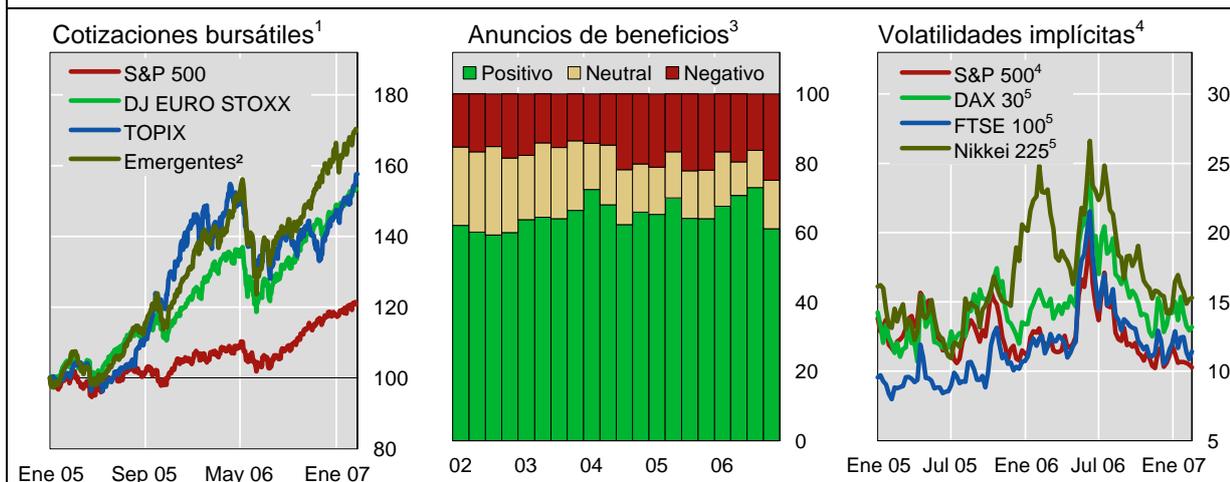
El S&P 500 alcanza un máximo de seis años

Los mercados bursátiles estadounidenses respondieron a la publicación de nuevos datos que permitían calibrar si el crecimiento de los beneficios empresariales del cuarto trimestre superaría al de trimestres anteriores, aunque también reaccionaron ante las señales de una posible desaceleración del sector residencial en Estados Unidos. El índice S&P 500 alcanzó brevemente su máximo de seis años el 24 de enero, a raíz de la publicación por parte de Yahoo! y Sun Microsystems de beneficios superiores a lo previsto, pero cedió posiciones al día siguiente tras conocerse los datos peores de lo esperado de ventas de vivienda usada y los decepcionantes beneficios de otras empresas líderes. A comienzos de febrero, el índice ya se había recuperado, aunque nuevamente sufrió un retroceso transitorio tras los comunicados de HSBC Holdings y New Century Financial Corporation el 8 de febrero, ilustrativos de un deterioro del mercado estadounidense de préstamos hipotecarios de baja calidad crediticia (véase más adelante).

Desaceleración del crecimiento de los beneficios en EEUU

En conjunto, los beneficios de las empresas estadounidenses en el cuarto trimestre de 2006 superaron las expectativas de los analistas, aunque su ritmo de crecimiento pareció desacelerarse con respecto al de trimestres precedentes. A finales de febrero, ya casi concluido el periodo en el que las empresas del S&P 500 anuncian sus resultados, los datos indicaban nuevamente más sorpresas positivas que negativas, si bien por un margen menor que en trimestres anteriores (véase el panel central del Gráfico 5). El porcentaje de empresas con sorpresas positivas (61%) ha sido el más bajo desde el cuarto trimestre de 2002, mientras que el porcentaje con sorpresas negativas (25%) fue el más elevado desde el tercer trimestre de 1998.

Mercados bursátiles y beneficios empresariales

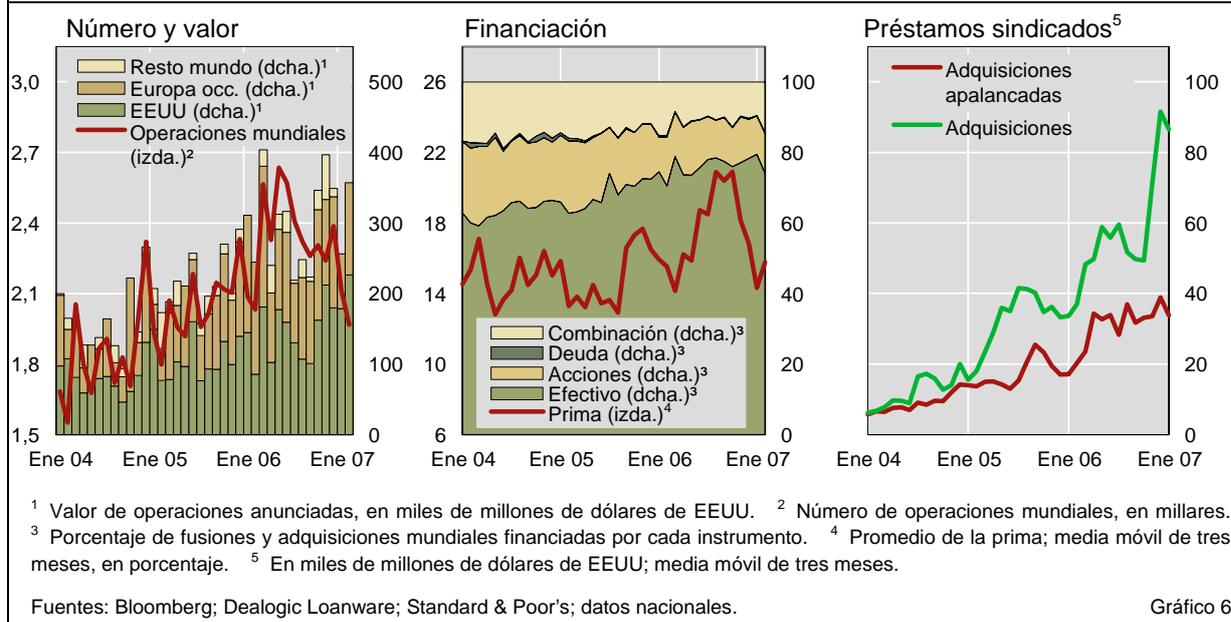


¹ En moneda local; 3 enero 2005 = 100. ² Índice Morgan Stanley Capital International. ³ A partir de los beneficios por acción obtenidos en los 12 meses anteriores; sociedades integradas en el índice S&P 500, en porcentaje. ⁴ Índice de volatilidad Chicago Board Options Exchange VIX; medias semanales, en porcentaje. ⁵ Volatilidad implícita en el precio de las opciones de compra *at the-money* sobre índices de mercados bursátiles; medias semanales, en porcentaje.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5

Fusiones y adquisiciones



Además, el crecimiento de los beneficios agregados del cuarto trimestre, levemente inferior al 10% (ponderado por el valor de las acciones), se ha situado muy por debajo del 15% y cifras superiores registradas a alturas similares de los tres periodos anteriores de publicación de resultados.

Los beneficios empresariales en general sólidos espolearon también los mercados bursátiles en Europa, al igual que los favorables datos macroeconómicos registrados en la zona del euro y Estados Unidos. Las halagüeñas cifras de beneficios y los rumores de adquisiciones de empresas permitieron al índice DJ STOXX encadenar 10 avances diarios consecutivos durante la primera quincena de diciembre, dando lugar al periodo de subida ininterrumpido más prolongado desde 1997. Aunque la publicación de nuevos resultados empresariales atemperó en ocasiones el entusiasmo de los inversionistas, las cotizaciones bursátiles mantuvieron su tendencia alcista hasta mediados de febrero, registrando este índice un máximo de seis años el día 24 de enero.

Tras carecer de dirección definida en el tercer trimestre de 2006, los mercados bursátiles japoneses se sumaron finalmente a la tendencia alcista a finales de noviembre. Si bien los elevados beneficios empresariales dieron el principal estímulo, la subida reflejó también en parte el debilitamiento del yen durante el periodo analizado, supuestamente debido a posiciones de *carry trade* que introdujeron presiones bajistas en las monedas con que se financian estas operaciones (véase el recuadro de la página 10). La escalada bursátil comenzó tras el 22 de noviembre, fecha en que el yen alcanzó un nuevo mínimo frente al euro, impulsando en última instancia el índice TOPIX a un máximo de 15 años el 21 de febrero. Los mayores avances se registraron en los sectores siderúrgico y de transporte marítimo, aunque las empresas automovilísticas y de electrónica de consumo también se encontraron entre las principales beneficiadas.

La depreciación del yen estimula los mercados bursátiles japoneses

Indicadores de *carry trades* de divisas

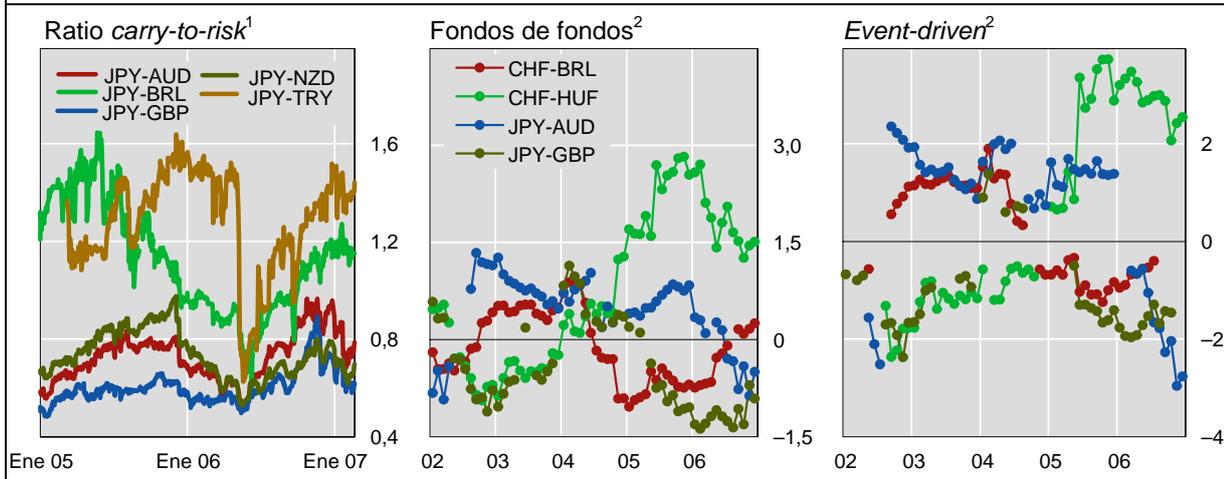
Patrick McGuire y Christian Upper

Numerosos agentes de mercado han atribuido la reciente debilidad del yen japonés y del franco suizo al repunte de las operaciones de *carry trade* con estas monedas. No obstante, resulta problemático calcular el volumen de *carry trades* a partir de información pública, no sólo porque los datos al respecto son incompletos (haciendo difícil distinguir estas posiciones de otras), sino también por la falta de consenso sobre qué constituye exactamente un *carry trade*¹. Partiendo de diversas fuentes de datos, intentamos descubrir si la actividad con este tipo de estrategias ha sido elevada en los últimos meses. La evidencia obtenida es en general dispar. Mientras que los datos del mercado de derivados indicarían un aumento de la actividad, en concreto con *carry trades* financiados en yenes, los datos sobre préstamos bancarios transfronterizos son más difíciles de interpretar. Asimismo, el rendimiento de los fondos de inversión libre y alto riesgo (*hedge funds*) parece sensible a los beneficios que reportan los *carry trade*, si bien los resultados están lejos de ser concluyentes.

El rendimiento esperado de una operación de *carry trade* depende tanto del diferencial entre los tipos de interés de las monedas que lo integran, como de la probabilidad de que se produzcan oscilaciones adversas en sus tipos de cambio. El ratio *carry-to-risk*², es decir la relación entre el rendimiento y el riesgo de los *carry trades* que mide el atractivo *ex ante* de las operaciones con pares de monedas concretos, indica que los *carry trades* financiados en yenes para invertir en monedas de mercados emergentes (como el real brasileño y la lira turca) han ido ganando atractivo desde mediados de 2006, mientras que las operaciones dirigidas a monedas de economías más avanzadas han perdido lustre en los últimos meses (véase el panel izquierdo del Gráfico A). Los *carry trades* financiados en francos muestran una pauta similar, si bien suelen mostrar ratios *carry-to-risk* inferiores a los del yen.

Los *hedge funds* parecen estar utilizando en gran medida las estrategias de *carry trade*. De hecho, el análisis de estilos mediante regresiones sugiere que parte de sus beneficios proceden de este tipo de operaciones³. En el caso de numerosas familias de *hedge funds*, incluidos los fondos de fondos y los *event-driven*, los indicadores de aproximación al rendimiento *ex post* de diversos *carry trade* resultan estadísticamente significativos, aunque su efecto neto general sobre los beneficios de los *hedge funds* no parece haber aumentado recientemente (paneles central y derecho del Gráfico A). En algunos casos, los coeficientes estimados son negativos, tal vez debido a un posicionamiento en espera de la liquidación de posiciones *carry trade* o al rendimiento relativo de pares de monedas diferentes.

Rendimientos de *hedge funds* y beneficios de *carry trades*



¹ Diferencial entre los tipos de interés a tres meses dividido entre la volatilidad implícita en las opciones sobre las monedas enumeradas; la moneda de financiación en todos los casos es el yen japonés. ² Coeficientes a partir de regresiones escalonadas rodantes (móviles) de 24 meses de los rendimientos de los *hedge funds* sobre índices del mercado e indicadores de aproximación a los rendimientos de los *carry trade*; la primera moneda del par es la de financiación (en la que se toma prestado) y la segunda es la objetivo (en la que se invierte).

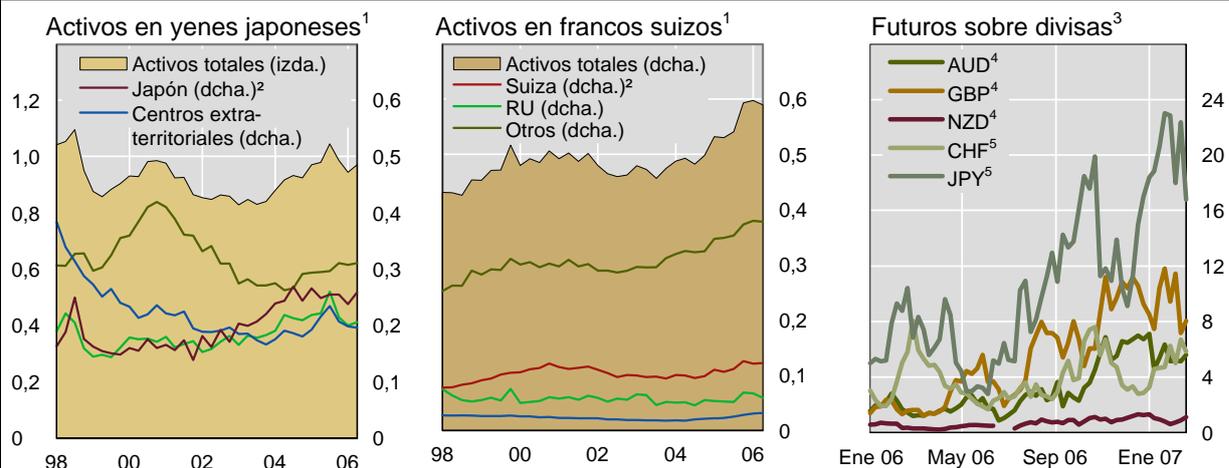
Fuentes: Datastream; HFR; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

Gráfico A

Otras fuentes de datos también pueden arrojar luz sobre este asunto. Las estrategias de *carry trade* pueden realizarse mediante operaciones directas de endeudamiento y préstamo o a través de derivados, cubriéndose después estas posiciones en el mercado de contado, con lo que pueden quedar reflejadas en las estadísticas bancarias internacionales del BPI. Sin embargo, resulta difícil saber hasta qué punto estos datos indican actividad con *carry trades*, ya que los flujos crediticios internacionales responden a diversos tipos de actividad económica. Un repunte de los activos frente a residentes en centros financieros, donde están radicados numerosos *hedge funds* y servicios de negociación por cuenta propia, reflejaría en mayor medida la actividad con *carry trades* (al menos en sentido estricto) que un aumento similar en otras zonas declarantes. Teniendo esto presente, las estadísticas bancarias internacionales del BPI proporcionan indicios variados sobre un reciente repunte de la actividad con *carry trade* (paneles izquierdo y central del Gráfico B)[®]. El aumento en el segundo semestre de 2005 del volumen de préstamos denominados en yenes en parte obedeció al incremento del crédito hacia residentes en el Reino Unido y centros extraterritoriales, si bien estas posiciones se han reducido desde entonces. Los préstamos en francos suizos también aumentaron en la primera mitad de 2006, debido principalmente al crecimiento de los préstamos a residentes en la zona del euro, mientras que los dirigidos a centros extraterritoriales han sido relativamente escasos.

Los datos sobre posiciones abiertas en futuros sobre divisas negociados en mercados organizados con posibles monedas de *carry trade* son los más contundentes a la hora de señalar una mayor actividad de estas estrategias en los últimos meses. Las posiciones cortas no comerciales (“especulativas”) en futuros sobre yenes contratados en Estados Unidos crecieron entre mediados de 2006 y finales de febrero de 2007, especialmente coincidiendo con periodos de depreciación del yen (panel derecho del Gráfico B). En cambio, las posiciones cortas especulativas en francos apenas dieron muestras de un aumento de la actividad con *carry trades* a partir de futuros durante este periodo. Las posiciones largas especulativas en contratos sobre divisas con las principales monedas objetivo de países desarrollados crecieron considerablemente en el segundo semestre de 2006, para reducirse ligeramente a comienzos de 2007 (panel derecho del Gráfico B), lo que concuerda con un incremento y posterior reducción del ratio *carry-to-risk* en este periodo. Sin embargo, las oscilaciones semanales de este cociente no parecen explicar demasiado los cambios en las posiciones especulativas, aunque la relación es estadísticamente significativa en el caso de algunas monedas[®].

Seguimiento de las operaciones de *carry trade*



¹ Activos transfronterizos de bancos declarantes al BPI (en los países de la moneda indicada) y activos frente a residentes, por país de residencia de la contraparte; en billones de dólares de EE.UU., a tipos de cambio constantes a finales del tercer trimestre de 2006.

² Excluye activos de bancos ubicados en el país. ³ En miles de millones de dólares de EE.UU.; a partir de tipos de interés a principios de 2006. ⁴ Posiciones cortas no comerciales. ⁵ Posiciones largas no comerciales.

Fuentes: CFTC; BPI.

Gráfico B

La evidencia del mercado de derivados OTC es incluso más esquemática que la obtenida a partir de contratos negociados en mercados organizados. La encuesta semestral del BPI sobre derivados OTC muestra que, hasta finales de junio de 2006, las posiciones en contratos sobre divisas denominados en las principales monedas de los *carry trade* aumentaron más rápido que el mercado en su conjunto. Los datos de liquidación más recientes proporcionados por CLS Bank indican un incremento en el volumen de *swaps* de divisas denominados en yenes, francos y libras esterlinas a finales de 2006, pese a que su negociación ha permanecido relativamente estable, lo que indicaría la influencia de factores distintos de los *carry trade*.

① Aunque algunos expertos consideran *carry trade* cualquier operación de préstamo en divisas, como por ejemplo la compra de bonos denominados en moneda extranjera por parte de hogares japoneses o los préstamos hipotecarios denominados en francos suizos a residentes en Europa central, en este recuadro nos ceñimos a operaciones especulativas con posiciones largas y cortas equivalentes, pues son las que en principio tenderían a cerrarse con rapidez en cuanto se producen tensiones en el mercado. ② Diferencial de los tipos de interés a tres meses ponderado por la volatilidad implícita de los tipos de cambio. ③ El análisis de estilos en este contexto consiste en regresiones con datos panel de la rentabilidad de los *hedge funds* sobre variables explicativas que siguen el rendimiento de índices amplios de mercado, así como indicadores de aproximación a los beneficios obtenidos con estrategias de *carry trade*. Este análisis se basa en los datos sobre el rendimiento de *hedge funds* proporcionados por HFR y en regresiones móviles de 24 meses para cada familia de fondos. Véase una explicación más detallada en P McGuire et al, "Time-varying exposures and leverage in hedge funds", *BIS Quarterly Review*, marzo de 2005. ④ Las cifras no incluyen préstamos de bancos de EEUU a residentes en ese país. ⑤ Los datos de otros mercados también proporcionan evidencias. Las posiciones abiertas en futuros negociados en Japón crecieron con fuerza, sobre todo en el caso de contratos sobre el dólar de Australia y Nueva Zelanda. Las posiciones en contratos sobre el dólar de Estados Unidos negociados en Brasil también crecieron a finales de 2006. Los futuros sobre la lira turca se negocian en la bolsa de derivados de Turquía, si bien sus volúmenes son bajos en términos internacionales.

Las noticias de operaciones de fusión y adquisición de empresas contribuyeron asimismo a estimular los mercados bursátiles, tanto en Europa como en Estados Unidos. Por ejemplo, el anuncio de la compra de Mellon Financial por parte de Bank of New York el 4 de diciembre provocó una subida de un 1% en el índice S&P 500. El 7 de febrero, el grupo de capital inversión Blackstone ganó la guerra de pujas por Equity Office Properties Trust con su oferta de 39.000 millones de dólares, que se ha convertido en la mayor adquisición apalancada de una empresa hasta la fecha. En términos más generales, los indicadores de financiación de las fusiones y adquisiciones continuaron sugiriendo en su mayoría elevados niveles de actividad, aunque el número de operaciones anunciadas ha disminuido en cierta medida durante los últimos meses (véase el panel izquierdo del Gráfico 6).

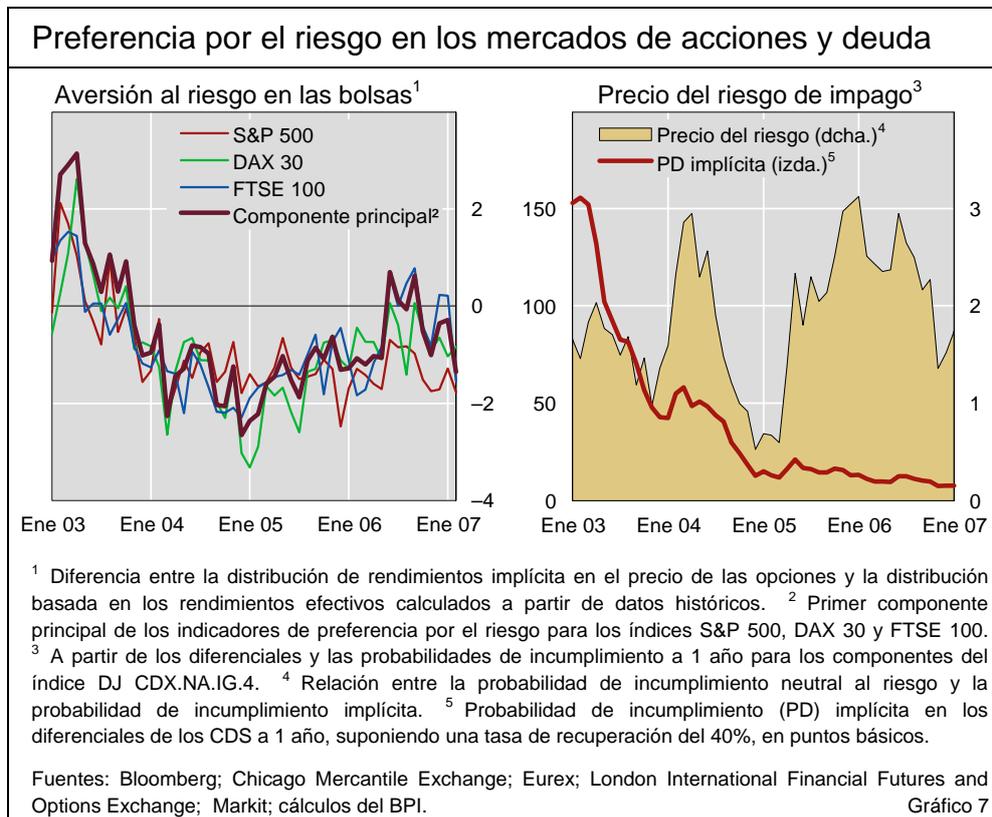
Aparte de los beneficios y de las fusiones y adquisiciones, la mayor preferencia de los inversionistas por el riesgo también parece haber contribuido a los avances en los principales mercados bursátiles. Las volatilidades implícitas se mantuvieron reducidas hasta mediados de 2006, especialmente en el índice S&P 500 (véase el panel derecho del Gráfico 5). La volatilidad implícita depende tanto de las expectativas sobre la volatilidad futura de los mercados, como de la aversión de los inversionistas a esta volatilidad. Ambos factores pueden desagregarse comparando la distribución de los rendimientos esperados implícita en los precios de las opciones con la distribución de las series históricas de rendimientos. Las medidas de aversión al riesgo obtenidas con este método indican un descenso durante el periodo analizado, habiendo alcanzado el componente común de las medidas individuales para diversos mercados bursátiles su valor más bajo desde julio de 2005 (véase el panel izquierdo del Gráfico 7).

Los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad alcanzan mínimos históricos

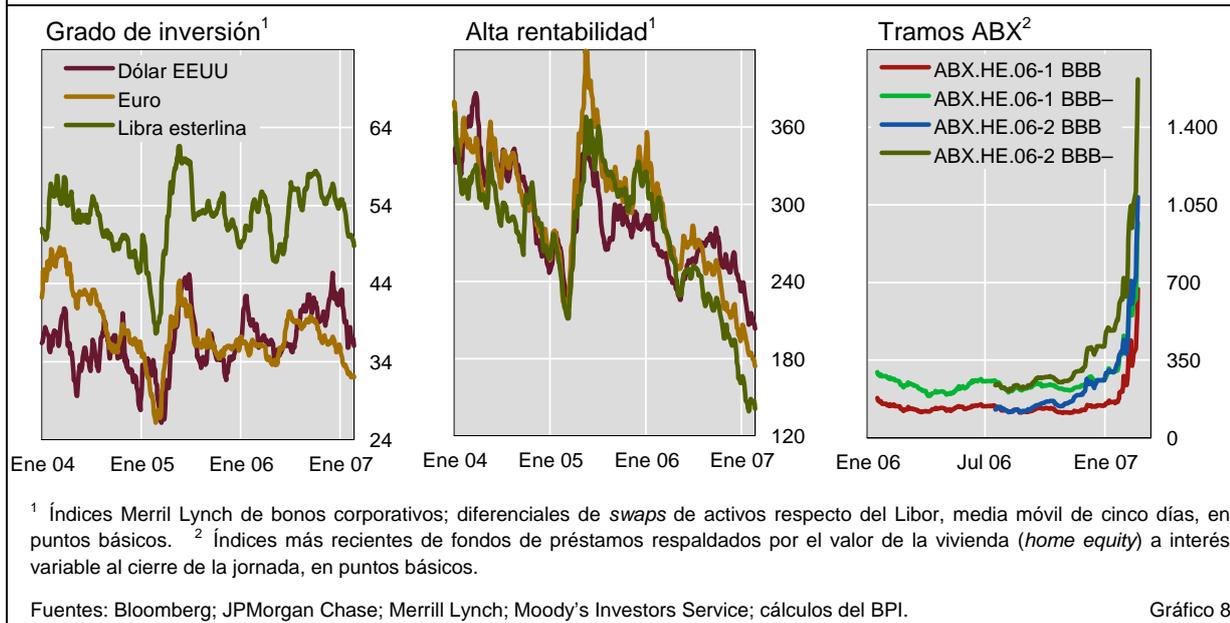
Los mercados de deuda corporativa continuaron su escalada entre el final de noviembre y los últimos días de febrero. La evolución de la deuda de alta rentabilidad fue especialmente sólida, con caídas de los diferenciales hasta mínimos históricos en algunos mercados (véase el Gráfico 8). Los diferenciales de los *swaps* de activos de alto rendimiento denominados en dólares estadounidenses se redujeron 59 puntos básicos, finalizando el periodo analizado cerca de su mínimo histórico (198 puntos básicos). Asimismo, los diferenciales observados en los mercados de deuda de alta rentabilidad en euros y libras esterlinas alcanzaron mínimos históricos durante el periodo. Los mercados de deuda con grado de inversión tendieron también al alza, con una contracción de los diferenciales de nueve puntos básicos en el mercado denominado en dólares estadounidenses, y de cinco y siete puntos básicos en la deuda denominada en euros y libras esterlinas, respectivamente.

Los mínimos históricos de los diferenciales de la deuda reflejan...

Al igual que en los mercados bursátiles, la mayor preferencia de los inversionistas por el riesgo parece haber contribuido a la escalada en los mercados de deuda. Puede obtenerse una sencilla estimación de la preferencia por el riesgo en los mercados de deuda a partir del cociente entre las probabilidades de impago neutrales al riesgo derivadas de los diferenciales de rendimiento y esas mismas probabilidades derivadas a partir de la información subyacente en los balances de situación empresariales (véase el panel derecho del Gráfico 7). Desde el verano de 2006, este cociente ha tendido a la baja, alcanzando en noviembre su nivel más reducido desde marzo de 2005.



Diferenciales de rendimiento



... fuerte demanda de productos estructurados...

La demanda de productos de deuda estructurada por parte de los inversionistas continuó siendo sólida en el cuarto trimestre de 2006, contribuyendo también así a mantener reducidos los diferenciales de rendimiento. La emisión internacional de bonos de titulización de deuda garantizada (CDO) al contado durante 2006, por valor de 489.000 millones de dólares, ha sido la más elevada hasta la fecha, con una actividad especialmente intensa en el último trimestre del año. La emisión de CDO sintéticos, que combinan y titulan *swaps* de incumplimiento crediticio de una serie de empresas, se disparó también en 2006, hasta un importe estimado de 450.000 millones de dólares, duplicando el volumen emitido en 2005. Los oferentes (*arrangers*) de estos productos suelen cubrir sus posiciones en los mercados de contado, lo que podría estar presionando a la baja los diferenciales de rendimiento.

... sólidos fundamentos empresariales...

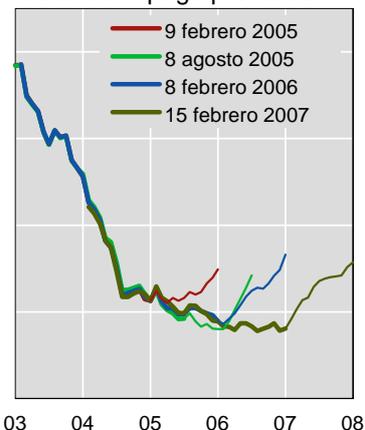
El crecimiento de los beneficios y la solidez generalizada de los balances empresariales han contribuido a la escalada de los mercados de deuda. En términos agregados, los beneficios empresariales en porcentaje del PIB han evolucionado al alza en la totalidad de los principales mercados desde mediados de 2001, mientras que el cociente entre los activos líquidos y la deuda persiste en niveles elevados. Asimismo, al menos en Estados Unidos, la deuda corporativa en porcentaje de los flujos de efectivo disminuyó en 2006 por quinto año consecutivo. La evidente solidez del sector empresarial ha arrojado tasas efectivas de impago sorprendentemente reducidas en la deuda con grado especulativo, que han oscilado en torno al 2% desde 2005 y han permanecido siempre por debajo de las previsiones (véase el panel izquierdo del Gráfico 9).

... y tasas de impago empresarial anormalmente reducidas

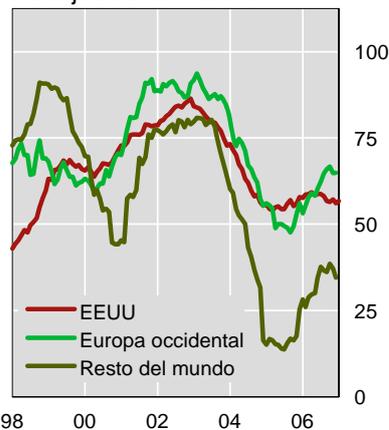
Los participantes en el mercado esperan en general un incremento de las tasas de impago en 2007, aunque no parece existir gran preocupación por un deterioro repentino y generalizado de la solvencia. No obstante, la divergencia

Tasas de impago y solvencia

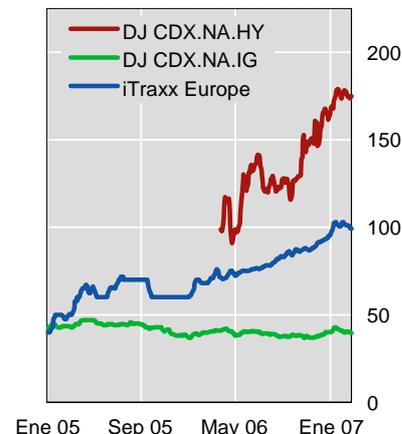
Tasas de impago previstas¹



Rebajas de calificación²



Pendiente curva de crédito³



¹ Previsiones de tasas de impago para grado especulativo realizadas por Moody's en el año de la leyenda, en porcentaje; las líneas delgadas representan previsiones a un año vista desde la fecha de la leyenda; las líneas gruesas representan las tasas de incumplimiento históricas. ² Rebajas de calificación crediticia para sociedades no financieras en porcentaje del total de cambios de calificación realizados por Moody's; media de los 12 meses anteriores. ³ Pendiente de la curva a 10 años menos la de tres años (diez menos cinco, en el caso del iTraxx Europe) para diferenciales de CDS más recientes; media móvil de cinco días.

Fuentes: JPMorgan Chase; Moody's Investors Service; cálculos del BPI.

Gráfico 9

entre los diferenciales de los índices de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) sobre activos de alto rendimiento con vencimientos a largo y a corto plazo ha venido aumentando al menos desde mayo de 2006 tanto en el mercado estadounidense como en el europeo (véase el panel derecho del Gráfico 9). Los diferenciales se han reducido a lo largo de toda la estructura de vencimientos, pero en mayor medida en el caso de instrumentos con vencimientos cortos y medios. Si bien la fuerte demanda de instrumentos con vencimientos cortos puede haber contribuido a esa evolución dispar, el aumento de la pendiente de la estructura temporal de estos contratos podría indicar que el optimismo de los mercados respecto al riesgo de impago a corto plazo no ha llegado a transmitirse por completo a sus expectativas a plazos más largos.

Los inversionistas en instrumentos de deuda tampoco parecen estar preocupados por el vigente auge de las fusiones y adquisiciones a escala internacional, ni por sus posibles repercusiones sobre la solvencia. La financiación de estas operaciones mediante deuda, estimada a partir de los préstamos sindicados destinados a compras y adquisiciones apalancadas de empresas, ha crecido de forma acusada en los últimos meses, señalando posiblemente un aumento de los niveles de endeudamiento empresarial. La financiación de estas operaciones mediante emisión de acciones ha perdido peso, hasta suponer alrededor de un 12% de las operaciones anunciadas en 2006, frente al 17% de 2005 y al 19% de 2004 (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 6). En promedio, las primas pagadas en las operaciones más recientes no han sido especialmente elevadas.

Los problemas en el segmento de baja calidad crediticia del mercado hipotecario estadounidense se han hecho más evidentes, aunque por ahora no

Aumento sustancial de los diferenciales de CDO basados en préstamos con garantía hipotecaria

está claro cómo podrían transmitirse al conjunto de los mercados de deuda². Los diferenciales de los tramos distintos del grado de inversión para CDO basados en préstamos con garantía hipotecaria se ampliaron notablemente en diciembre, como reflejo del aumento de las tasas de impago y de las noticias de quiebras de varias entidades financieras especializadas en el segmento de baja calidad crediticia (véase el panel derecho del Gráfico 8). Sin embargo, tras el comunicado del HSBC el 8 de febrero anunciando un aumento de provisiones para hacer frente a impagados en su cartera de préstamos de baja calidad crediticia, y la revisión a la baja por parte de New Century Financial de sus provisiones de concesión de préstamos para 2007, los diferenciales volvieron a ampliarse en más de 200 puntos básicos en apenas dos días. El 20 de febrero tuvo lugar un nuevo aumento de los diferenciales, tras el anuncio por parte de Novastar —otra importante entidad financiera estadounidense especializada en el segmento de baja calidad crediticia— de fuertes pérdidas netas en el cuarto trimestre de 2006.

Nueva reducción de los diferenciales de la deuda de los mercados emergentes

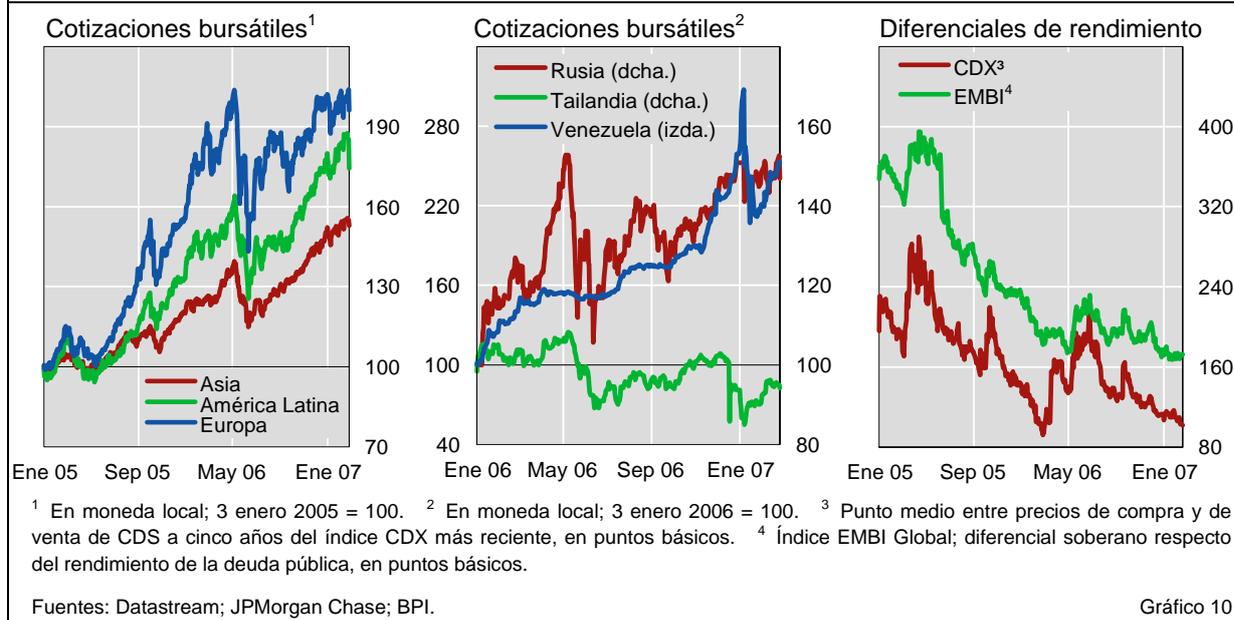
Los diferenciales de la deuda siguieron reduciéndose en los mercados emergentes durante el periodo analizado, mientras continuaba la tendencia alcista en las bolsas. Entre el final de noviembre y los últimos días de febrero, el índice EMBI Global de diferenciales pasó de 200 a 170 puntos básicos, registrando mínimos históricos consecutivos a lo largo de esa senda descendente (véase el panel derecho del Gráfico 10). Los diferenciales de los CDS de los mercados emergentes mantuvieron también su tendencia a la baja, aunque sin alcanzar los mínimos observados antes del episodio de ventas generalizadas de mayo-junio. Entre finales de noviembre y de febrero, el índice bursátil MSCI Emerging Market sumó un 7% adicional a la ganancia del 21% registrada en los 11 primeros meses de 2006.

La volatilidad transitoria en los mercados de activos de las economías emergentes...

En este entorno bursátil generalmente favorable, algunos mercados emergentes sufrieron un revés transitorio unido a un brote de volatilidad justo a comienzos de 2007, ante la repentina caída de los precios de las acciones. Entre los más afectados estuvo el mercado bursátil ruso, con una pérdida de casi un 7% entre el final de 2006 y el 9 de enero (véase el panel central del Gráfico 10). Pese a la dificultad para identificar los detonantes inmediatos de estas oscilaciones bruscas de las cotizaciones, es probable que el descenso prolongado de los precios del petróleo y de otros productos básicos haya tenido algo que ver al respecto. Otro posible factor habría sido la percepción en círculos inversionistas de la necesidad de una corrección, especialmente en el mercado ruso tras la subida de un 51% registrada en 2006. Aunque el citado episodio planteó en los mercados la duda de si estaba decreciendo la

² Véase una discusión de los riesgos existentes en los mercados hipotecarios de baja calidad crediticia en A. Frankel, "Prime or not so prime? An exploration of US housing finance in the new century", *BIS Quarterly Review*, marzo de 2006.

Mercados emergentes: cotizaciones bursátiles y diferenciales soberanos

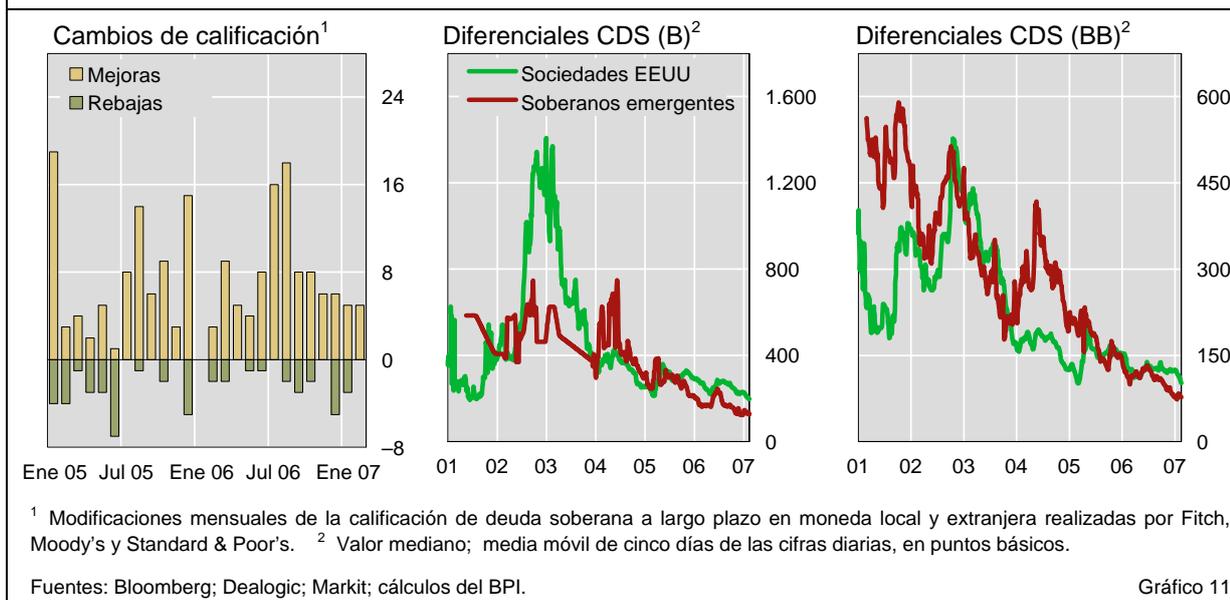


preferencia de los inversionistas por el riesgo de los mercados emergentes, lo cierto es que un par de semanas después las bolsas ya se habían recuperado casi por completo de las pérdidas experimentadas en enero.

Ciertos acontecimientos de ámbito local produjeron brotes de alta volatilidad en los mercados de algunos países, si bien muy localizados. El 18 de diciembre, el Banco de Tailandia anunció la introducción de controles de capital tendientes a contener los flujos de entrada de capital especulativo. La medida adoptada establecía la obligación de las instituciones financieras de retener en cuentas no remuneradas el 30% de las divisas extranjeras intercambiadas por baht tailandeses. Además, los inversionistas sólo podrían recuperar sus fondos tras mantener su inversión en Tailandia al menos durante un año, so pena de perder un tercio del depósito. Estas medidas respondieron a la inquietud por la rápida apreciación de la moneda tailandesa frente al dólar estadounidense, de un 4% durante el mes previo al anuncio de las medidas y de un 16% desde comienzos de 2006. El progresivo deterioro de las exportaciones tailandesas a raíz del fortalecimiento del baht, acentuado tras el golpe militar de septiembre, indujo a las autoridades a tomar medidas. Creyendo que los flujos de capital se canalizaban hacia el mercado de deuda interno, las medidas diseñadas trataron de desincentivar precisamente estas entradas de capital. En los días posteriores al anuncio del establecimiento de los controles de capital, el baht se depreció hasta un 4%, si bien los principales efectos se observaron en el mercado bursátil tailandés, que cedió alrededor de un 15% el día posterior al anuncio, lo que sugiere que buena parte de los flujos en realidad se dirigían al mercado de renta variable (véase el panel central del Gráfico 10). Ese mismo día, las ventas netas de acciones por parte de no residentes alcanzaron un valor récord de 700 millones de dólares, por lo que el Gobierno decidió introducir una serie de excepciones en

... a raíz de acontecimientos de ámbito local...

Cambios de calificación crediticia y diferenciales de rendimiento



los controles, incluida la inversión en acciones. A finales de febrero, el mercado bursátil ya había recuperado en torno a dos tercios de las pérdidas registradas y el baht había retomado su senda alcista, apreciándose un 5% con respecto al nivel previo a la implantación de los controles. En conjunto, los efectos de la turbulencia tailandesa sobre los mercados de Asia y del resto del mundo fueron limitados y transitorios.

También dos países latinoamericanos experimentaron episodios de turbulencia a raíz de acontecimientos políticos. Los diferenciales de la deuda externa de Ecuador superaron los 1.000 puntos básicos, al descontar los mercados una mayor probabilidad de pérdidas tras la victoria en las elecciones presidenciales del candidato que había mencionado públicamente la posibilidad de una suspensión de pagos similar a la de Argentina. Mientras tanto, en Venezuela se ampliaron los diferenciales de la deuda y las bolsas perdieron casi un 20% tras el anuncio de la nacionalización de una serie de empresas privadas. En ocasiones, los precios de los activos venezolanos reflejaron también el abaratamiento del petróleo.

Aparte de esos brotes de volatilidad transitoria, las condiciones económicas en general favorables y la mejora de las perspectivas de la economía estadounidense continuaron estimulando los precios de los activos en los mercados emergentes hasta finales de febrero. Existieron además otros factores coadyuvantes, como las expectativas de fuerte crecimiento interno y de una situación fiscal generalmente favorable. Con todo, la intensa preferencia de los inversionistas por el riesgo parece haber sido importante para la continua evolución favorable de los mercados de activos de economías emergentes durante el periodo analizado. Aunque el número de revisiones positivas de calificaciones crediticias ha seguido en los últimos meses excediendo el de revisiones negativas —por ejemplo, Standard & Poor's subió en enero, hasta grado de inversión, la calificación de la deuda la India—, el

... apenas tuvo efectos agregados sobre los diferenciales

cociente entre ambos fue inferior en el periodo comprendido entre diciembre y febrero que en cualquier otro periodo de tres meses desde mediados de 2005 (véase el panel izquierdo del Gráfico 11). Sin embargo, este hecho apenas afectó al ritmo de estrechamiento de los diferenciales de la deuda de los mercados emergentes.

El atractivo de la deuda de los mercados emergentes para los inversionistas también se reflejó en la persistente disparidad entre la evolución de los diferenciales de estos activos frente a los de la deuda corporativa estadounidense con idéntica calificación (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 11). Para un horizonte temporal relativamente prolongado, los diferenciales de los CDS de mercados emergentes con calificaciones B y BB han solido superar los diferenciales de CDS corporativos comparables, con la notable excepción de un periodo en el bienio 2002-03 posterior a la quiebra de Enron y a la revelación de una serie de irregularidades en las buenas prácticas de gobierno corporativo en Estados Unidos. Sin embargo, hacia mediados de 2005, parece haberse producido un cambio de los precios relativos de la deuda de los países emergentes frente a la deuda corporativa, de forma que los diferenciales de aquélla tienden ahora a ser inferiores a los de ésta. Esta tendencia ha venido persistiendo a lo largo de los últimos meses. Por ejemplo, desde el episodio de ventas generalizadas de mayo-junio de 2006, el valor mediano de los diferenciales de los CDS a cinco años referidos a la deuda de mercados emergentes con calificación BB ha descendido 35 puntos básicos, mientras que para los correspondientes CDS sobre la deuda corporativa estadounidense sólo ha disminuido 10 puntos básicos. Esta evolución dispar podría sugerir una reevaluación significativa del grado de riesgo que conlleva la deuda de los mercados emergentes al de la deuda corporativa con la misma calificación y/o una reducción sustancial del precio del riesgo de crédito en los mercados emergentes.