

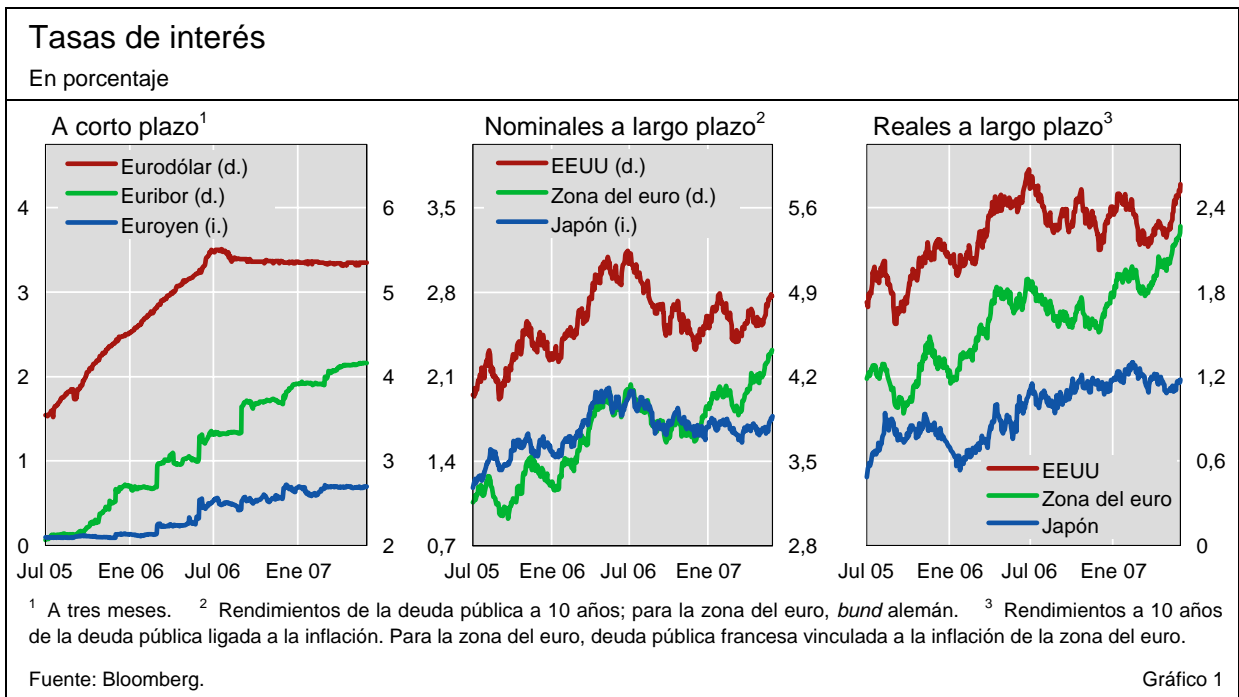
## Presentación general: repunte de los mercados tras el episodio de ventas

Los mercados financieros mundiales se recuperaron con rapidez del episodio de ventas generalizadas de finales de febrero y comienzos de marzo de 2007 y las valoraciones de numerosas clases de activos se aprestaron a alcanzar nuevos máximos. En este contexto, los rendimientos de la deuda pública de las principales economías industrializadas crecieron entre finales de febrero y principios de junio. Los rendimientos en euros fueron los que más aumentaron, al mejorar de nuevo las perspectivas de crecimiento económico en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos tardaron más en mostrar un incremento sostenido, como reflejo del gradual ajuste al alza de las perspectivas económicas del país por parte de los inversionistas, que sólo ganó ritmo hacia finales del periodo analizado. Además de la mejora percibida en las perspectivas de crecimiento, a este incremento también contribuyó el aumento de las primas por plazo.

Los mercados bursátiles mundiales prosiguieron su subida a lo largo del periodo, a pesar del amplio episodio de corrección registrado a finales de febrero y comienzos de marzo. Aunque breve, el brote de turbulencias elevó las volatilidades implícitas en la mayoría de mercados desde sus niveles históricamente bajos. No obstante, los principales índices bursátiles de Estados Unidos y Europa se recuperaron con rapidez, alcanzando a mediados de abril máximos de seis años. En cambio, en las bolsas japonesas, se frenó la recuperación que había comenzado en noviembre de 2006.

Los mercados de deuda tardaron algo más en recuperarse del episodio de pérdidas. Para finales de mayo, sin embargo, los mercados de deuda tanto en dólares estadounidenses como en euros ya habían recuperado con creces lo perdido, en algunos casos cayendo los diferenciales de rendimiento de la deuda de alta rentabilidad hasta nuevos mínimos. Aunque se consideró que los problemas en el mercado hipotecario residencial de Estados Unidos para prestatarios de baja calidad crediticia tuvieron efectos limitados, los inversionistas siguieron preocupándose por el impacto que podrían tener mayores problemas para algunos mercados de CDO.

En los mercados emergentes, los diferenciales se redujeron hasta nuevos mínimos y las bolsas subieron aún más durante el periodo analizado. Los buenos resultados económicos contribuyeron sin duda a esta favorable evolución, aunque también influyó la elevada tolerancia al riesgo mostrada por



los participantes en el mercado. En comparación con los diferenciales de los bonos corporativos estadounidenses, los de la deuda de mercados emergentes con calificación similar siguieron negociándose en márgenes más estrechos.

### Las expectativas de fuerte crecimiento elevan los rendimientos de la deuda en euros

Entre finales de febrero y comienzos de junio de 2007, los rendimientos de la deuda pública crecieron en las economías del G-3, particularmente para los bonos a largo plazo de la zona del euro (véase el panel central del Gráfico 1). El 27 de febrero, los mercados financieros internacionales sufrieron un episodio de ventas generalizadas que prosiguió en días sucesivos, causando notables caídas de los rendimientos de la deuda pública, aunque se recuperaron rápidamente conforme se disipaba el nerviosismo en los mercados. Entre el 26 de febrero y el 1 de junio, el rendimiento de la deuda pública estadounidense a 10 años aumentó aproximadamente 30 puntos básicos, hasta el 4,90%, mientras que en Japón lo hacía 10 puntos básicos hasta superar el 1,75% y en la zona del euro 40 puntos básicos hasta el 4,45%. En los mercados monetarios en cambio, las tasas de interés a corto plazo permanecieron prácticamente estables en Estados Unidos y Japón, mientras que aumentaron en la zona del euro conforme el BCE proseguía con su política de endurecimiento y crecían las expectativas de más subidas de tasas de interés en el futuro (véase el panel izquierdo del Gráfico 1).

La sostenida presión alcista sobre los rendimientos de la deuda en la zona del euro guardó consonancia con la percepción entre los inversionistas de fortaleza económica en la zona, que continuó creciendo a tasas superiores a la media. Por tanto, el aumento de los rendimientos nominales entre finales de febrero y comienzos de junio en la zona del euro obedeció básicamente al incremento de los rendimientos reales (véase el panel derecho del Gráfico 1).

Aumentan los rendimientos de la deuda en la zona del euro...

... ante el mayor fortalecimiento de su economía

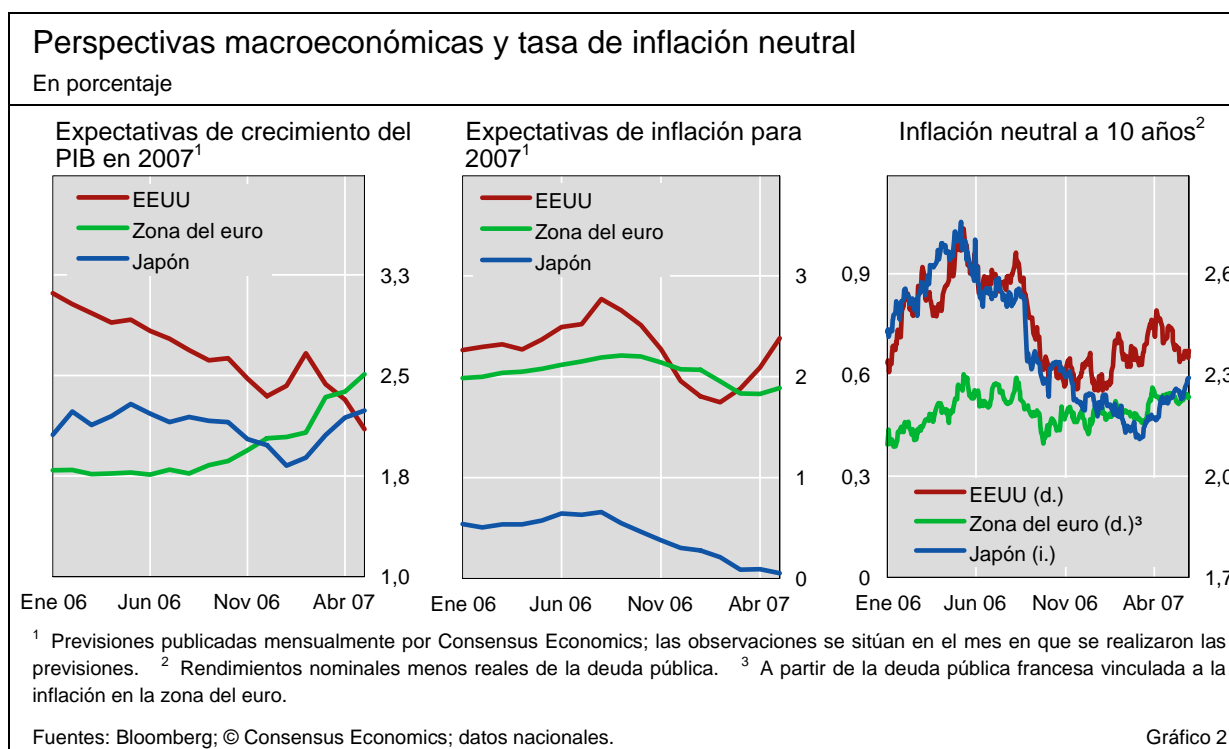
En este contexto, los analistas siguieron revisando al alza sus previsiones de crecimiento del PIB para 2007 (véase el panel izquierdo del Gráfico 2).

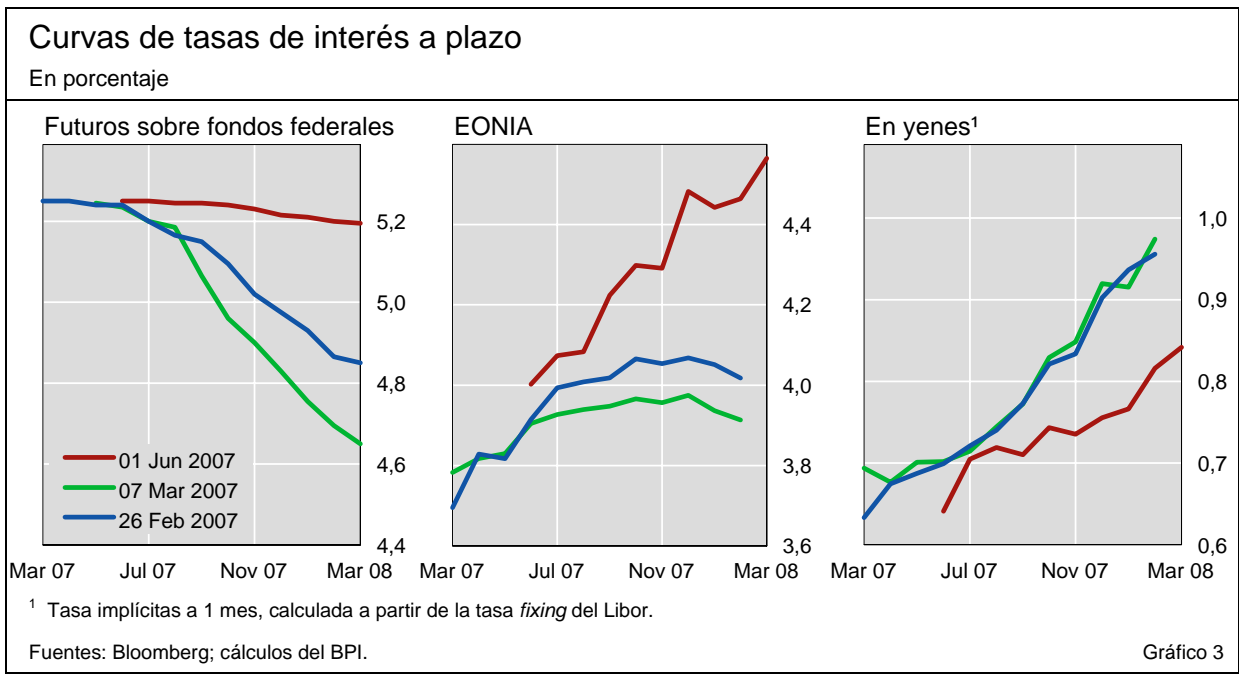
En Estados Unidos, los continuos indicios de desaceleración de la actividad económica influyeron sobre los rendimientos de la deuda durante los primeros compases del periodo analizado. Así, el episodio de ventas generalizadas de finales de febrero y comienzos de marzo indujo mayores caídas en los rendimientos de los bonos de Estados Unidos que en los de otros importantes mercados, por la percepción entre los inversionistas de especial vulnerabilidad en la economía estadounidense, en un entorno de caídas de los precios de los activos de riesgo e inquietud permanente por la debilidad del mercado de la vivienda. Aunque esa inquietud se desvaneció en gran medida posteriormente y los mercados se recuperaron, los rendimientos tardaron en sobrepasar sus niveles anteriores al episodio, al persistir el incierto horizonte económico dibujado por los inversionistas. Los analistas volvieron a revisar a la baja sus previsiones de crecimiento del PIB estadounidense para 2007, tras un breve lapso de reajustes al alza a comienzos de año (véase el panel izquierdo del Gráfico 2). Con todo, los rendimientos de la deuda crecieron en la segunda quincena de mayo, a medida que los datos de empleo más positivos de lo previsto y otros indicadores económicos favorables insuflaban el optimismo entre la comunidad inversora sobre la situación de la economía estadounidense. El rendimiento real de la deuda a 10 años evolucionó en Estados Unidos casi en paralelo al rendimiento nominal durante el periodo analizado (véase el panel derecho del Gráfico 1).

Durante los tres últimos meses, los precios de los títulos de deuda apenas se vieron afectados por las perspectivas de inflación, que fueron estables en la zona del euro y en Japón, pese a los ocasionales indicios de que los mercados

La preocupación por la economía de EEUU afectó inicialmente a los rendimientos...

... pero la mejora de las expectativas acabó por aumentarlos





preveían la continuidad de los precios alcistas en los mercados estadounidenses. La inflación general permaneció elevada en Estados Unidos, a pesar de las incógnitas sobre la fortaleza de la economía y las señales de moderación de la inflación subyacente en el pasado reciente. Las previsiones de inflación para 2007 procedentes de encuestas aumentaron desde marzo en Estados Unidos, conforme la depreciación del dólar y el repunte de los precios del petróleo generaban expectativas de persistencia de las presiones inflacionistas (véase el panel central del Gráfico 2). En este entorno, la tasa de inflación neutral a 10 años permaneció relativamente estable (véase el panel derecho del Gráfico 2), al igual que en la zona del euro y en Japón, reflejo de la estabilidad de las encuestas sobre inflación a corto plazo.

Las tasas de inflación neutras permanecieron estables...

En consonancia con sus expectativas de inflación, parece que los inversionistas previeron un endurecimiento futuro de la política monetaria estadounidense. A comienzos de junio, ya habían desaparecido casi por completo las expectativas de un recorte de las tasas de interés oficiales de la Reserva Federal durante 2007 (véase el panel izquierdo del Gráfico 3), ante las señales de fortalecimiento de su economía observadas durante la segunda quincena de mayo. El cambio en la trayectoria esperada de la política monetaria de Estados Unidos parece haber influido también en la evolución de la deuda pública de ese país. Así, las dos mayores subidas diarias del rendimiento de la deuda a 10 años en el periodo analizado coincidieron con la publicación de datos de empleo más favorables de lo previsto, lo que redujo la probabilidad esperada de rebajas de las tasas de interés a corto plazo.

... conforme se reducían las expectativas de recortes de tasas de interés por la Fed...

El cambio de expectativas de los inversionistas sobre la política monetaria también afectó a los títulos de deuda en la zona del euro y en Japón. Las expectativas de endurecimiento mayor de lo previsto de la política monetaria en la zona del euro presionaron al alza los rendimientos de los bonos. A comienzos de marzo, el BCE elevó las tasas de interés oficiales 25 puntos básicos, algo que los inversionistas pensaban que se repetiría en junio. Del

... y se esperaba más endurecimiento monetario por parte del BCE

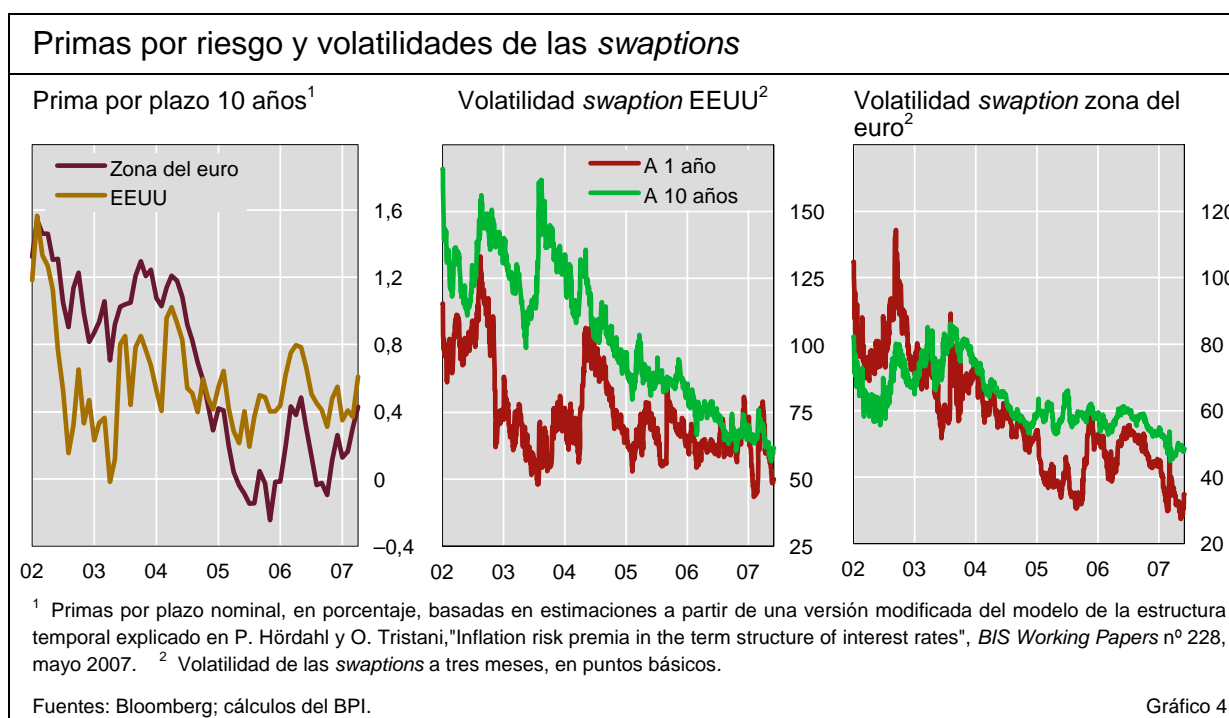
mismo modo, se revisó al alza la evolución esperada de las tasas de interés para un futuro más lejano (véase el panel central del Gráfico 3). En Japón, los mercados siguieron previendo una normalización gradual de la política monetaria, pese a las moderadas presiones inflacionistas, con una nueva subida de las tasas de interés prevista para el otoño. No obstante, el ritmo esperado de ajuste se revisó ligeramente a la baja entre finales de febrero y comienzos de junio (véase el panel derecho del Gráfico 3).

Aumentan las primas por plazo en EEUU y la zona del euro...

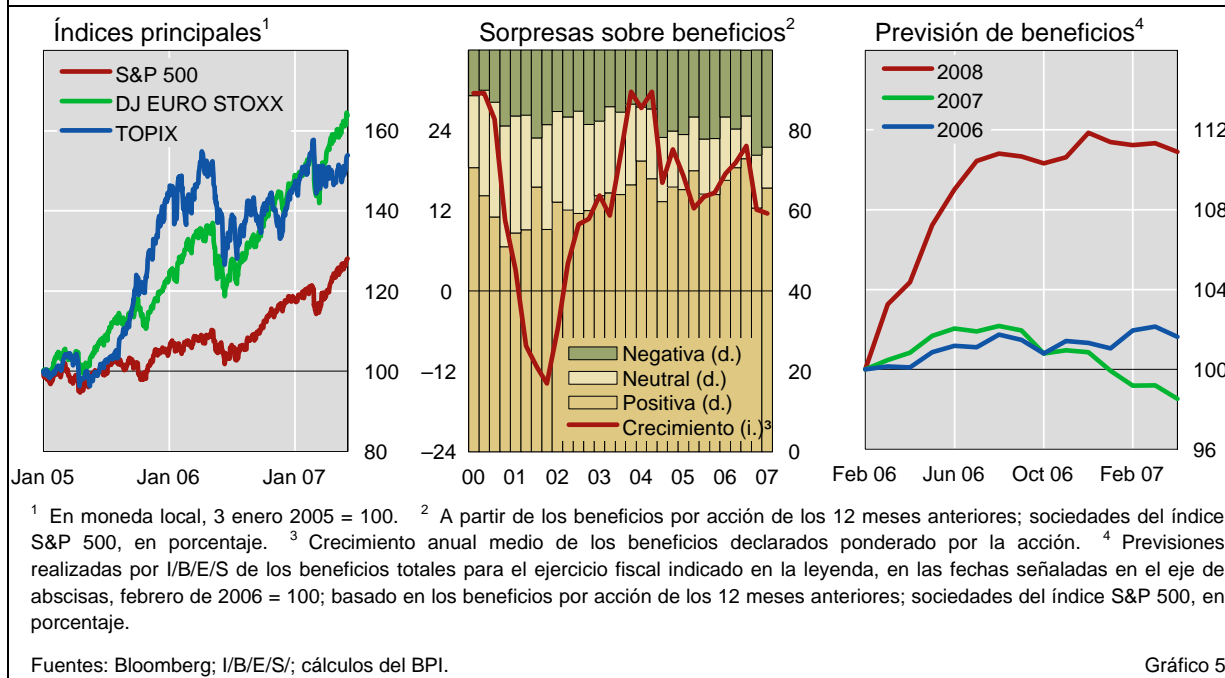
Aunque las perspectivas macroeconómicas explicaron parte de la evolución de los rendimientos de la deuda en Estados Unidos y en la zona del euro durante el periodo analizado, las fluctuaciones de las primas por plazo estimadas también parecen haber contribuido notablemente. Entre finales de febrero y últimos de marzo, la prima por plazo estimada de la deuda estadounidense a 10 años aumentó 25 puntos básicos, mientras que para la zona del euro lo hizo 30 puntos básicos (véase el panel izquierdo del Gráfico 4). Esta dinámica sugiere que las recientes fluctuaciones de los rendimientos de la deuda a largo plazo han obedecido en gran medida a cambios en la percepción de los inversionistas sobre los riesgos que rigen la evolución de esos rendimientos, o bien a cambios en el precio asignado a dichos riesgos.

... mientras la volatilidad de las swaptions permanece reducida

En Estados Unidos y en la zona del euro, las volatilidades implícitas en las *swaptions* (opciones sobre *swaps* de tasas de interés) permanecieron en niveles muy reducidos (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 4). Aunque el episodio de ventas generalizadas de febrero-marzo indujo ciertos aumentos de la volatilidad implícita, especialmente en vencimientos cortos, estos efectos se disiparon en semanas posteriores. En concreto, las volatilidades a corto plazo implícitas en las opciones sobre *swaps* de tasas de interés de la zona del euro a un año comenzaron a caer de nuevo rápidamente, alcanzando nuevos mínimos a mediados de mayo. Antes del



## Mercados bursátiles y beneficios empresariales



episodio de ventas, la volatilidad implícita en las *swaptions* estadounidenses comparables también había descendido hasta niveles no observados en años, y tardaron más en retomar su senda descendente, de modo que el 1 de junio aún no habían recuperado los niveles mínimos anteriores.

Esta evolución desigual de las volatilidades de las *swaptions* en la zona del euro y en Estados Unidos podría ser reflejo de percepciones dispares sobre el grado de incertidumbre asociado a la evolución inmediata de las tasas de interés a corto plazo y, por ende, de la política monetaria. En este sentido, el episodio de ventas generalizadas pudo introducir en los mercados mayor incertidumbre sobre la evolución futura de las tasas de interés estadounidenses. Al mismo tiempo, los inversionistas podrían haber considerado todavía improbable una desviación sustancial de las tasas de interés a corto plazo con respecto a sus expectativas previas, dada la solidez de la economía real y las señales transmitidas por las autoridades monetarias de la zona del euro. Mientras tanto, las volatilidades implícitas en las *swaptions* de tasas de interés a 10 años permanecieron reducidas en ambas áreas económicas, ante las expectativas de escasa volatilidad de las tasas de interés a largo plazo y de sus determinantes macroeconómicos.

### Los mercados bursátiles alcistas capean las turbulencias

Los mercados bursátiles estadounidenses y europeos mantuvieron su trayectoria alcista durante el periodo analizado, pese a un breve periodo de turbulencias a finales de febrero. Entre últimos de febrero (antes de dicho episodio) y finales de mayo, el índice S&P 500 avanzó un 6%, alcanzando un máximo histórico de 1.530 puntos el 30 de mayo. El índice DJ EURO STOXX también ganó un 6%, logrando un nuevo máximo de seis años en el periodo

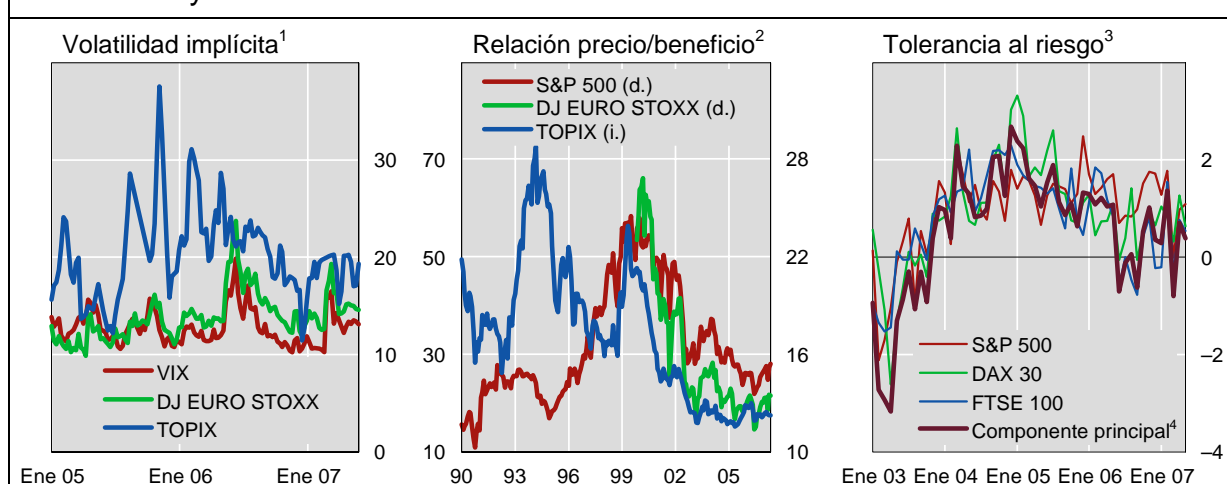
analizado (véase el Gráfico 5). En cambio, las bolsas japonesas, que habían mantenido una sólida tendencia alcista hasta mediados de febrero, se debatieron en torno a una situación de estancamiento.

El episodio de pérdidas bursátiles, iniciado el 27 de febrero en China, tuvo un impacto notable, aunque transitorio, en las bolsas internacionales. A falta de desencadenantes concretos, los participantes en el mercado señalaron la alusión a una posible recesión en Estados Unidos por parte del anterior presidente de la Reserva Federal, junto a la publicación de una cifra muy débil de pedidos de bienes duraderos en ese país, como factores que hacían dudar de la sostenibilidad del crecimiento económico estadounidense. El mercado bursátil chino perdió un 9% ese día (véase más adelante la sección sobre mercados emergentes), pero su recuperación fue rápida. En cambio, durante los cuatro días posteriores, el S&P 500 perdió un 5,2% y las plazas europeas y japonesas un 6% y un 8%, respectivamente. La volatilidad implícita en los mercados bursátiles estadounidenses y europeos experimentó un aumento concomitante con dicho episodio y permaneció elevada durante algunas semanas (véase el panel izquierdo del Gráfico 6), para reducirse posteriormente a mediados de mayo, aunque manteniéndose por encima de los mínimos de mediados de febrero.

Con este trasfondo, la desaceleración del crecimiento de los beneficios empresariales pareció alimentar la inquietud de los inversionistas en torno a las valoraciones en los mercados de renta variable. En Estados Unidos, el crecimiento de los beneficios empresariales fue del 12% (ponderado por la capitalización bursátil) en el cuarto trimestre de 2006, con un notable descenso frente al ritmo medio del 20% de los tres trimestres anteriores. En el primer trimestre de 2007, dos tercios de las empresas que anunciaron beneficios batieron las expectativas de los analistas, si bien éstas se habían revisado

El crecimiento más lento de los beneficios empresariales...

## Volatilidad y valoraciones en los mercados bursátiles



<sup>1</sup> Volatilidad implícita en el precio de las opciones de compra *at-the-money* sobre índices bursátiles; medias semanales, en porcentaje. <sup>2</sup> Cociente entre el precio de la acción y los beneficios (PER), basado en los beneficios previstos a 12 meses vista, según cálculos de I/B/E/S. <sup>3</sup> Diferencia entre la distribución de rendimientos implícita en el precio de las opciones y la distribución basada en los rendimientos efectivos calculados a partir de datos históricos. <sup>4</sup> El primer componente principal de los indicadores de tolerancia al riesgo estimados para S&P 500, DAX 30 y FTSE 100.

Fuentes: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; I/B/E/S; London International Financial Futures and Options Exchange; cálculos del BPI. Gráfico 6

ligeramente a la baja en los meses precedentes (véase el panel derecho del Gráfico 5). En Europa, el crecimiento esperado para 2007 del beneficio por acción de las compañías incluidas en el índice DJ STOXX 600 era únicamente del 6% a finales de mayo, frente al 15% registrado en 2006.

Los indicadores basados en los precios de mercado sugieren que los cambios en la predisposición de los inversionistas a asumir riesgos también contribuyeron al reajuste de las valoraciones a finales de febrero. Conforme los inversionistas en renta variable reducen su tolerancia al riesgo, valoran menos la posibilidad de percibir rentabilidades altas y más la posibilidad de evitar rentabilidades bajas. En consecuencia, las diferencias entre la distribución estadística de los rendimientos efectivos de la renta variable y la de los rendimientos esperados implícitos en los precios de las opciones pueden utilizarse para construir un indicador aproximado de la preferencia de los inversionistas por el riesgo (véase el panel derecho del Gráfico 6). Este indicador llegó en marzo a su nivel más bajo desde finales de 2003. Aunque la tolerancia al riesgo se recuperó ligeramente en abril y mayo, permaneció por debajo del nivel medio observado desde comienzos de 2005.

A finales de mayo, los mercados bursátiles estadounidenses y europeos habían recuperado con creces las pérdidas registradas durante el episodio de ventas generalizadas de febrero. El índice S&P 500 acabó marzo rozando su nivel previo al citado episodio, al igual que el índice DJ EURO STOXX. A comienzos de mayo, ambos índices habían remontado hasta máximos de seis años, cerrando el S&P 500 el día 3 de ese mes por encima de los 1.500 puntos por vez primera desde 2000. Estos avances se registraron en un entorno de noticias desalentadoras sobre la situación del mercado de la vivienda estadounidense, que en ocasiones influyeron negativamente sobre las cotizaciones (véase más adelante). A modo de ejemplo, el comunicado de la Mortgage Bankers Association el 13 de marzo anunciando que la tasa de morosidad entre prestatarios con buena calificación crediticia era la más alta de los últimos cuatro años (2,6% en el cuarto trimestre) generó una fuerte caída de las acciones de entidades bancarias y financieras, lo que indujo un retroceso del 2% del S&P 500 ese mismo día. Sin embargo, el 21 de marzo, los mercados reaccionaron favorablemente a la decisión de la Reserva Federal de mantener estables las tasas de interés oficiales y, sobre todo, a su comentario sobre la probabilidad de futuras subidas.

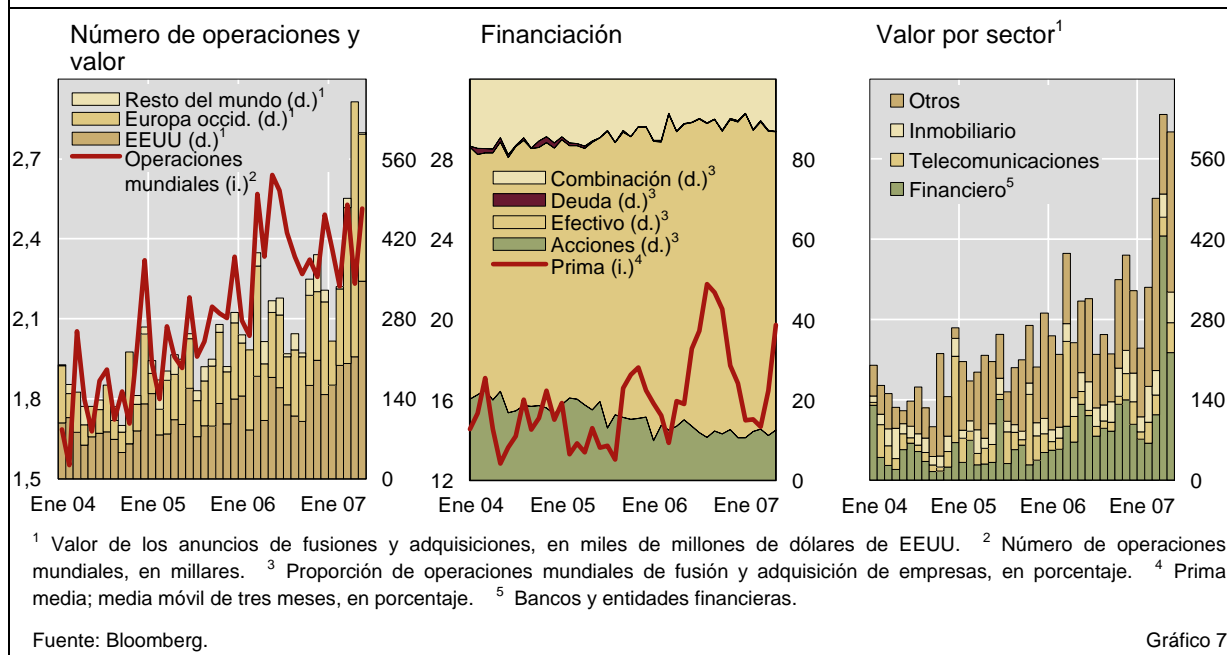
Al contrario que a inicios del año 2000, las valoraciones de los mercados de renta variable durante la presente etapa alcista se han mantenido reducidas en perspectiva histórica. Antes del desplome de las bolsas del año 2000, las relaciones precio/beneficio (PER) basadas en las previsiones de beneficios a 12 meses vista de las empresas incluidas en los índices S&P 500 y DJ EURO STOXX se situaban bastante por encima de 20, experimentando posteriores descensos durante el ciclo depresivo hasta alcanzar mínimos de 14 y 11, respectivamente, a mediados de 2006. Durante el reciente auge bursátil, el PER no se ha aproximado siquiera a las mencionadas cotas máximas, ya que el fuerte crecimiento de los beneficios a partir de 2005 ha ido parejo al de los precios de las acciones. No obstante, los indicadores PER han aumentado en

... y la subida de las cotizaciones bursátiles...

... contribuyen al aumento del PER



## Fusiones y adquisiciones a escala mundial



los últimos meses por las revisiones a la baja de las previsiones de beneficios (véase el panel central del Gráfico 6).

En contraste con lo acaecido en Estados Unidos y en Europa, el auge de los mercados bursátiles japoneses, iniciado en noviembre de 2006, se detuvo durante el periodo analizado. El índice TOPIX tocó techo a finales de febrero en 1.817 puntos y acabó el periodo más de un 3% por debajo de esa cota. En ocasiones, la depreciación del yen y las alentadoras noticias de expectativas de crecimiento sostenido en Estados Unidos espolearon las cotizaciones de las empresas exportadoras japonesas. No obstante, la preocupación por si los beneficios empresariales fueran más débiles de lo previsto tendió a desanimar a los inversionistas en renta variable.

El auge a escala mundial de las operaciones de fusión y adquisición y de compra apalancada de empresas (LBO) no remitió durante el periodo analizado, alentando la dinámica alcista de los mercados bursátiles. El importe total de los anuncios de fusiones y adquisiciones de empresas en Estados Unidos en 2007 (1,1 billones de dólares hasta finales de mayo) ha sido el más elevado en un periodo de cinco meses (véase el Gráfico 7). La actividad en Europa durante este periodo, algo superior al billón de dólares, también fue pujante, particularmente en los sectores bancario y de servicios financieros. A modo de ejemplo, la oferta de 91.000 millones de dólares de Barclays por ABN AMRO anunciada el 23 de abril —que de concretarse representaría la mayor operación de la historia en el sector de servicios financieros— contribuyó al repunte del volumen de operaciones internacionales anunciadas en abril. En anteriores auges de fusiones y adquisiciones, las operaciones financiadas mediante intercambio de acciones han solido reducir la cotización bursátil de la empresa adquirente, mientras los accionistas de la empresa objetivo acaparaban la mayor parte del eventual valor generado en la operación (véase el Capítulo VI del 76º Informe Anual del BPI). Sin embargo,

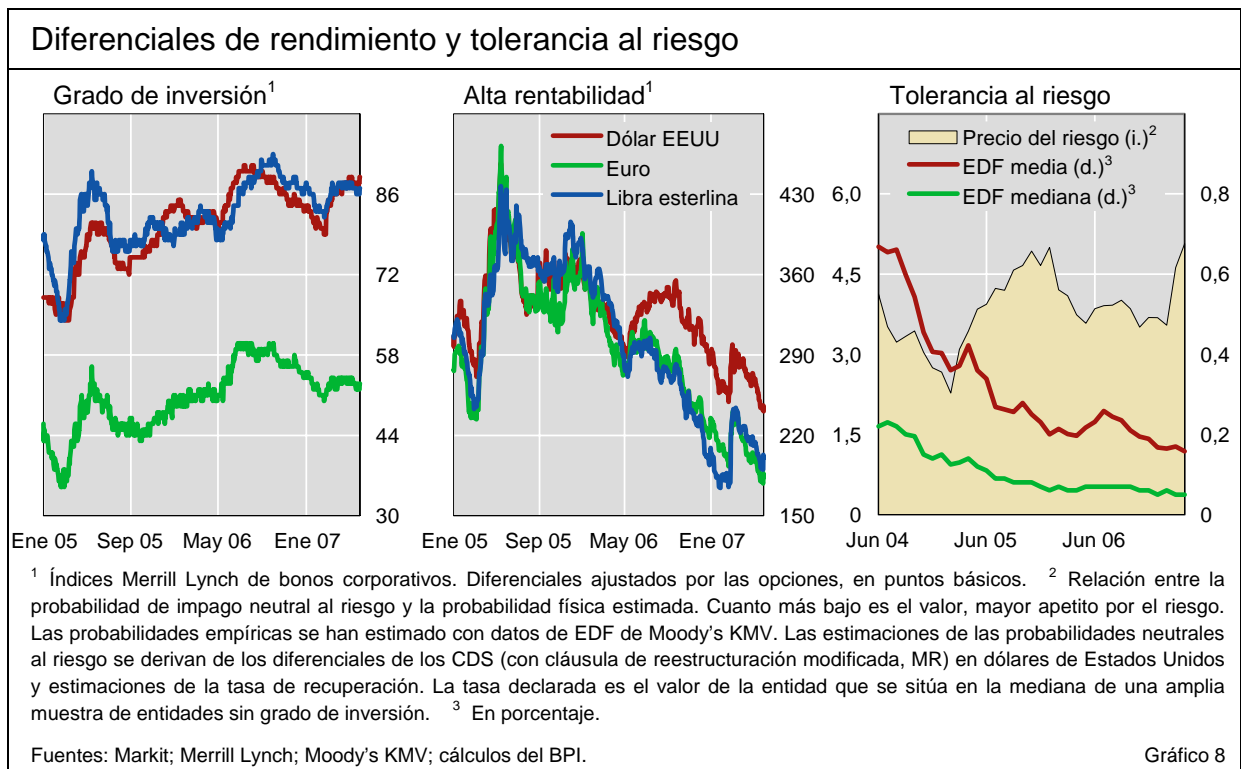
Aumento de los préstamos para LBO en el primer trimestre

durante el actual auge, la financiación mediante intercambio de acciones ha sido más modesta (12% del importe total en el primer trimestre de 2007) mientras que entre 1998 y 2000 la media fue superior al 50%. En cambio, las empresas se han endeudado más para financiar sus operaciones; así, el importe total de los préstamos sindicados concedidos en Estados Unidos para financiar operaciones de LBO ascendió a 82.300 millones de dólares en el primer trimestre de 2007, una cifra que casi duplica la del trimestre anterior.

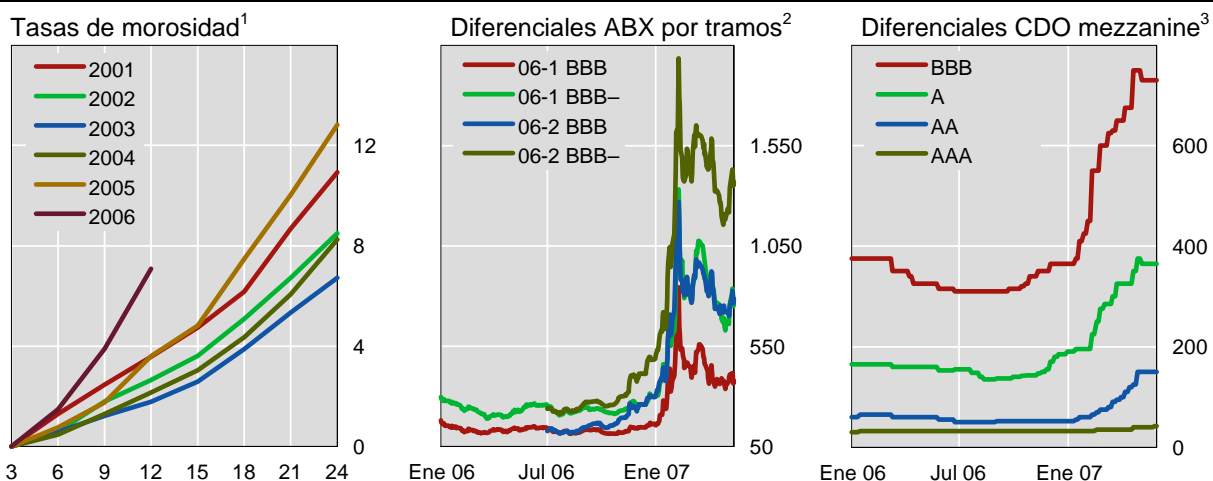
### Recuperación más lenta de los mercados de deuda

Los mercados de deuda también se recuperaron del episodio de turbulencias de finales de febrero y principios de marzo, pero con menor rapidez que las bolsas. Aunque la deuda con grado de inversión sólo se vio levemente afectada, con un aumento de sus diferenciales de unos pocos puntos básicos, los índices de la deuda de alta rentabilidad estadounidense y europea crecieron más de 40 puntos básicos desde sus mínimos históricos en las dos semanas posteriores al episodio (véase el Gráfico 8). Si bien los mercados bursátiles ya habían recuperado a finales de marzo el grueso de sus pérdidas, los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad en euros no lograron retornar hasta mediados de mayo a su mínimo alcanzado a mediados de febrero. El proceso fue algo más largo en el mercado de deuda de alta rentabilidad en dólares estadounidenses, ya que no fue hasta finales de mayo cuando sus diferenciales lograron alcanzar el nivel previo al episodio de ventas generalizadas.

Al igual que en los mercados bursátiles, el reajuste durante febrero y marzo de las valoraciones en los mercados de deuda tendió a reflejar cambios en la tolerancia al riesgo de los inversionistas. Una estimación sencilla del



## Mercado hipotecario de baja calidad crediticia en EEUU



<sup>1</sup> Tasas de mora superior a 60 días para préstamos hipotecarios concedidos a prestatarios de baja calidad crediticia (*subprime*), por año de concesión, en porcentaje. El eje de abscisas refleja el número de meses transcurrido desde la firma del crédito. <sup>2</sup> Diferenciales al cierre del índice más recientes de *Home equity* de JPMorgan Chase (ABX.HE) a interés variable, en puntos básicos. <sup>3</sup> Diferenciales sobre el Libor de los tramos de CDO respaldados por tramos *mezzanine* de ABS, en puntos básicos.

Fuentes: JPMorgan Chase; LoanPerformance.

Gráfico 9

precio de una "unidad" de riesgo en un determinado segmento del mercado de deuda se obtiene como el cociente entre las probabilidades de incumplimiento derivadas de los diferenciales de rendimiento y las estimaciones del riesgo de incumplimiento a partir de modelos, como por ejemplo las frecuencias de incumplimiento estimadas (EDF) por Moody's KMV. Esta medida del precio del riesgo de crédito creció con fuerza en marzo y abril, conforme las primas de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) permanecían por encima de sus mínimos de febrero, pese a la sostenida y lenta evolución a la baja de las EDF (véase el panel derecho del Gráfico 8). De hecho, la EDF mediana de la muestra de referencias utilizada en este análisis alcanzó un mínimo cíclico en abril tanto en los mercados en dólares estadounidenses como en euros, en niveles del 0,05% y 0,04%, respectivamente.

El trasfondo de los problemas en el mercado hipotecario estadounidense de baja calidad crediticia podría haber inquietado a los inversionistas, alimentando la incertidumbre y contribuyendo al episodio de turbulencia en los mercados financieros. Las tasas de morosidad de los préstamos en ese segmento, que habían oscilado en torno al 11% durante gran parte de 2004 y 2005, alcanzaron el 13% a finales de 2006, con el grueso de la subida básicamente concentrado en el cuarto trimestre. Asimismo, los problemas parecen haberse manifestado en los préstamos más recientes, concretamente en aquellos concedidos en los ejercicios 2005 y 2006 (véase el panel izquierdo del Gráfico 9). Por una parte, cabe suponer que el reducido tamaño de este segmento contendrá los riesgos de transmisión. El crédito a prestatarios de baja calidad crediticia (*subprime*) y los créditos para prestatarios con documentación insuficiente representaban en conjunto a finales de 2006 alrededor del 14% del total de préstamos hipotecarios estadounidenses en circulación. Por otra parte, el aumento de la morosidad ha ocasionado ya la

Menor tolerancia al riesgo en marzo y abril

Los problemas en el mercado hipotecario de EEUU...

quiebra de una serie de entidades financieras especializadas en el segmento de baja calidad crediticia, así como una notable ampliación a partir de noviembre de 2006 de los diferenciales de los tramos sin grado de inversión de los bonos de titulización de deuda (CDO) (véase el panel central del Gráfico 9).

Estos diferenciales se contrajeron ligeramente entre finales de febrero y de mayo conforme se iban conociendo las consecuencias directas de los problemas del segmento hipotecario de baja calidad crediticia. No obstante, entre los inversionistas ha ido creciendo la preocupación en torno a los efectos que un deterioro sostenido de ese mercado podría tener sobre las valoraciones de los CDO garantizados mediante bonos de titulización de activos (ABS). Resulta difícil determinar en qué parte del mercado de CDO se concentran exactamente los riesgos que plantea este tipo de financiación de baja calidad. Las estimaciones basadas en datos comerciales sobre operaciones CDO individuales sugieren que los ABS (de todas las clases) representan aproximadamente un tercio de las garantías totales que respaldan los CDO al contado. Las estimaciones del sector sugieren que una importante proporción de esos ABS están expuestos a hipotecas de baja calidad crediticia. Los diferenciales de los tramos de CDO garantizados mediante tramos *mezzanine* de ABS comenzaron a aumentar sustancialmente a finales de enero de 2007, como reflejo de la mayor probabilidad asignada por los inversionistas a un deterioro significativo del fondo común de garantías subyacente (véase el panel derecho del Gráfico 9).

Los diferenciales de la deuda corporativa retomaron su tendencia a la baja a mediados de abril, conforme los inversionistas parecían tranquilizarse por los resultados empresariales mejor de lo previsto en Estados Unidos y por el tono generalmente optimista de las noticias macroeconómicas en Europa. Pese al aumento en el primer trimestre de las fusiones y adquisiciones de empresas y de los préstamos para la financiación de LBO, los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad tanto en dólares estadounidenses como en euros finalizaron el periodo algunos puntos básicos por debajo de sus mínimos de mediados de febrero. Aun así, no todos los mercados de deuda han retornado a sus niveles previos al episodio de ventas generalizadas. Al contrario que en los mercados al contado, los índices de los diferenciales de CDS sin grado de inversión en dólares y en euros acabaron el periodo muy por encima de sus valores de mediados de febrero.

La fuerte emisión de CDO y de otros productos estructurados también impulsó las valoraciones en el conjunto de los mercados de deuda. La emisión internacional de CDO en el primer trimestre de 2007, por importe de 251.000 millones de dólares, ha sido la más elevada hasta la fecha. Así, mientras se desaceleraba la emisión total de CDO al contado denominados en dólares estadounidenses, la emisión de CDO garantizados por ABS alcanzó los 58.000 millones de dólares en el primer trimestre, frente a los 48.000 millones del trimestre anterior. Aún resulta más significativo el récord de 121.000 millones de dólares alcanzado por la emisión de CDO sintéticos (CDO garantizados por CDS) con grado de inversión durante el primer trimestre, frente a los 92.000 millones del trimestre anterior. Los CDO sintéticos generan ingresos vendiendo

... afectaron a las valoraciones de los CDO

Auge de la emisión de CDO sintéticos en el primer trimestre

protección frente a impagos en el mercado de CDS, sobre todo para referencias con grado de inversión. Desde mediados de 2006, la emisión de estos instrumentos ha coincidido con una desvinculación entre las primas de los CDS y los diferenciales de la deuda corporativa comparable tanto en dólares como en euros. Tras el episodio de ventas generalizadas en los mercados de deuda de marzo de 2005, los diferenciales de los CDS con grado de inversión se comprimieron de forma casi continua hasta mediados de febrero de 2007, mientras que los de deuda corporativa similar apenas variaron en general.

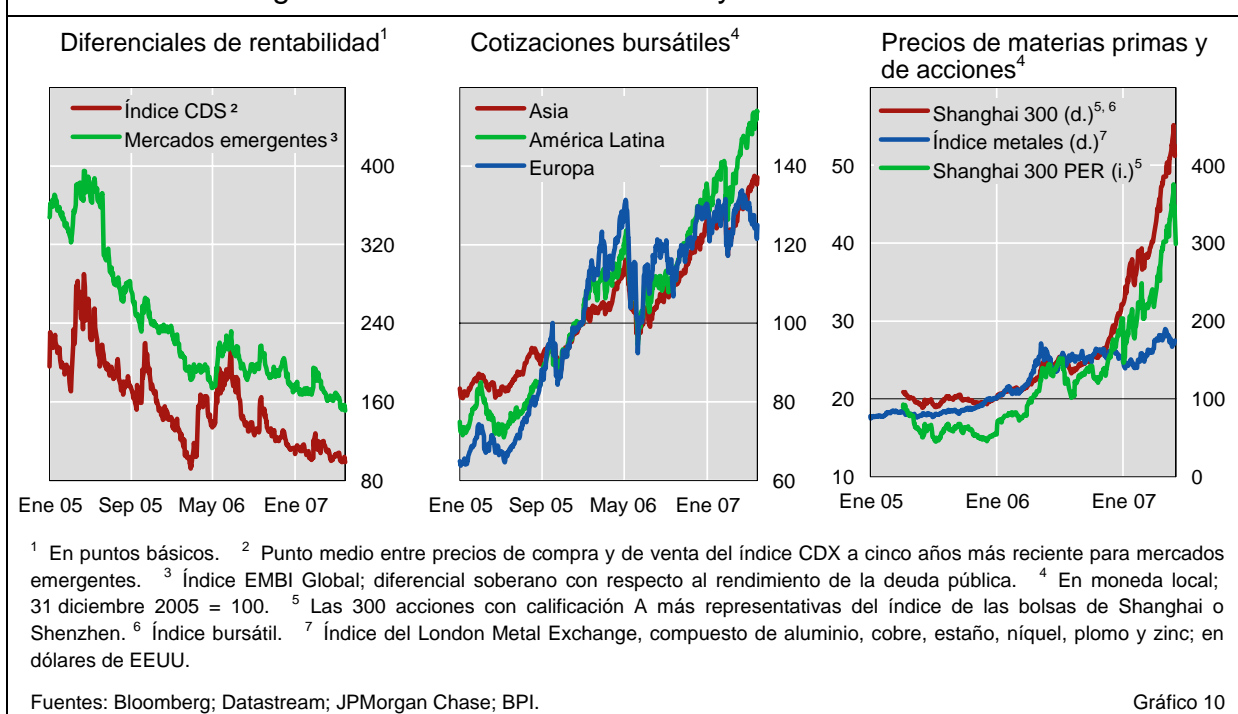
### Rápida recuperación de los mercados emergentes tras el episodio de ventas generalizadas

Los diferenciales de la deuda de mercados emergentes alcanzan nuevos mínimos

Perseverando en sus respectivas tendencias observadas durante algún tiempo, los diferenciales de la deuda de mercados emergentes se comprimieron hasta marcar nuevos mínimos históricos, mientras las cotizaciones bursátiles subieron de nuevo (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 10). El índice EMBI Global de diferenciales cayó desde 175 hasta alrededor de 150, mientras los de CDS de mercados emergentes también se reducían ligeramente. Al mismo tiempo, el índice bursátil MSCI Emerging Market subía un 7%, elevando hasta el 10% el avance total registrado desde finales de 2006.

Aunque la tendencia general durante los tres últimos meses ha sido positiva en los mercados emergentes, éstos también se vieron afectados por el episodio de ventas generalizadas de finales de febrero y comienzos de marzo. Los diferenciales de la deuda y de los CDS aumentaron entre 20 y 25 puntos básicos durante la semana posterior al 26 de febrero, mientras las cotizaciones

#### Economías emergentes: cotizaciones bursátiles y diferenciales soberanos



bursátiles cedían en torno a un 10% en el mismo periodo. Aunque el desencadenante principal de este episodio de ventas probablemente fue la inquietud ante la situación de la economía estadounidense, la caída de un 9% del índice de la bolsa de Shanghai el 27 de febrero parece ser uno de sus detonantes inmediatos. Este descenso obedeció, a su vez, al creciente temor de los inversionistas a las inminentes medidas de las autoridades chinas destinadas a desinflar la denominada “burbuja” de los mercados bursátiles de ese país, ante los evidentes indicios de sobrevaloración que ofrecían las relaciones precio/beneficio estimadas, situadas en niveles históricamente elevados (véase el panel derecho del Gráfico 10). La adopción a mediados de mayo de un paquete de medidas orientado a enfriar la economía —que incluía una subida de las tasas de interés, un aumento del coeficiente de reservas obligatorias y una ampliación de la banda de fluctuación cambiaria— apenas afectó a la confianza de los inversionistas, que durante la segunda quincena de mayo volvieron a impulsar la bolsa de Shanghai hasta nuevos máximos históricos. Con todo, los reiterados esfuerzos por frenar la especulación en el mercado triplicando los impuestos a la transmisión de acciones indujeron finalmente una caída de esta bolsa de casi un 7% el 30 de mayo, con descensos en días ulteriores.

Aunque la preocupación por las ventas generalizadas de febrero–marzo duró poco entre los inversionistas, no puede decirse lo mismo de su atención a la coyuntura económica china. La expansión en este país continuó a buen ritmo, con una aceleración del crecimiento del PIB hasta el 11% en el primer trimestre del año. Los inversionistas básicamente se congratularon de estos sólidos resultados, al apreciar en ellos y en el rápido crecimiento de la India y de otros países emergentes un cierto contrapeso a la desaceleración estadounidense. La continuidad del rápido crecimiento chino favoreció también a otras economías emergentes, especialmente a las productoras de las materias primas que China demanda, a saber níquel, estaño, plomo y otros metales, cuyos precios alcanzaron nuevos máximos durante el periodo analizado (véase el panel derecho del Gráfico 10). En consecuencia, la publicación a finales de abril de las cifras del PIB de China alentó una subida de las bolsas en Sudáfrica y en países latinoamericanos y otras economías que producen materias primas.

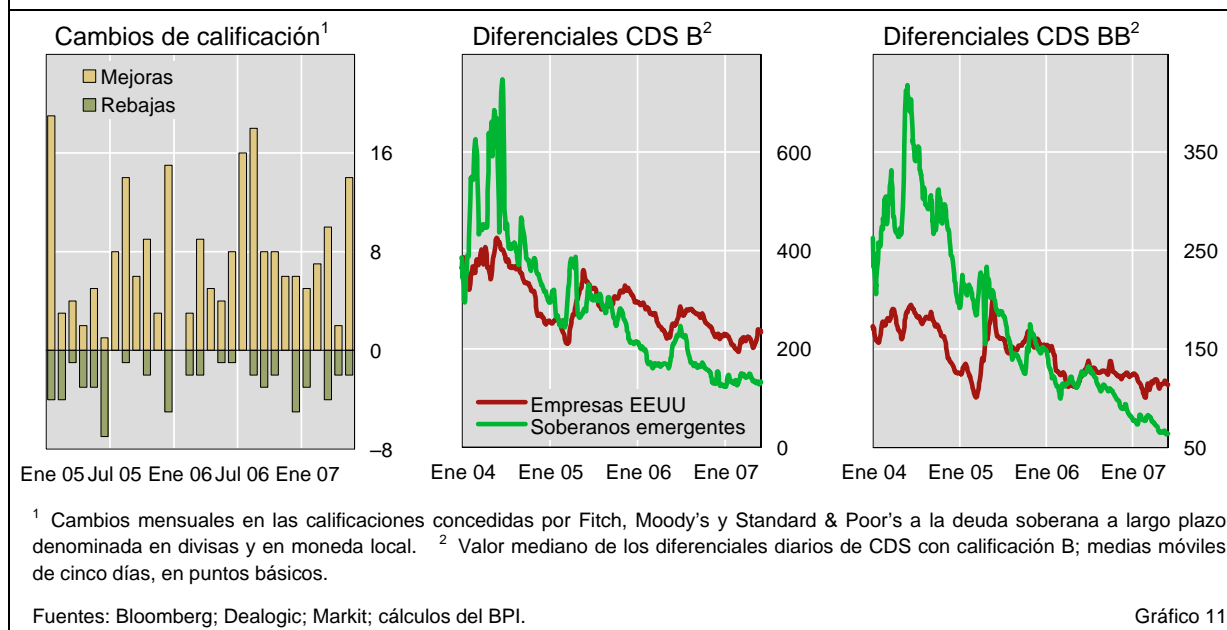
Las perspectivas de los inversionistas sobre los mercados emergentes siguieron siendo optimistas en líneas generales, ante la continuidad de sus buenos resultados económicos y la solidez de sus situaciones presupuestarias. Por otra parte, el número de revisiones positivas de calificación crediticia se mantuvo por encima del de revisiones negativas (véase el panel izquierdo del Gráfico 11), insuflando nuevos bríos a los precios de los activos en dichos mercados.

Al igual que en el pasado reciente, los episodios aislados de turbulencias localizadas en determinados países apenas tuvieron repercusión sobre los precios de los activos en el conjunto de los países emergentes. En Turquía, a finales de abril las cotizaciones bursátiles se desplomaron, los rendimientos se dispararon y la moneda se depreció, ante la inquietud creciente de los inversionistas en torno a la situación política, tras las tensiones derivadas del

Rápida desaparición de los efectos del episodio de ventas

La pujanza del crecimiento chino favorece a los mercados emergentes

## Cambios de calificación y diferenciales de rendimiento



proceso de elección de un nuevo presidente. En Venezuela, los diferenciales se ampliaron ante el anuncio de planes para abandonar el FMI, que hizo temer a los inversionistas una eventual suspensión de pagos técnica de la deuda venezolana. Con todo, los efectos de transmisión al exterior de este tipo de episodios fueron poco significativos y apenas afectaron al conjunto de los mercados emergentes.

La elevada tolerancia al riesgo en los mercados emergentes...

Aunque la mejora de los resultados económicos ha contribuido a la evolución favorable de los mercados emergentes en los dos últimos meses, la elevada tolerancia al riesgo de los inversionistas también parece haber sido un destacado factor coadyuvante. Incluso comparada con la pujanza de los mercados de deuda de las economías avanzadas, la trayectoria de la deuda de mercados emergentes ha sido notable. Los diferenciales de los CDS de deuda soberana de estas economías siguieron cotizando por debajo de los diferenciales de los CDS corporativos estadounidenses con idéntica calificación y la brecha entre ellos incluso llegó a ampliarse durante el periodo analizado (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 11). Aunque esta tendencia podría obedecer a los cambios de valoración de los inversionistas sobre el riesgo de la deuda de mercados emergentes comparado con la deuda corporativa estadounidense, no puede descartarse como factor determinante una preferencia comparativamente elevada por el riesgo de crédito de dichos mercados. La rápida recuperación de los precios de los activos de mercados emergentes tras el episodio de ventas generalizadas reveló la fuerte predisposición permanente de los inversionistas a asumir riesgo en ellos, así como la persistente confianza en los mercados, pese a las bruscas fluctuaciones de los precios de los activos.

... no se ve afectada por el episodio de ventas