

Presentación general: reajuste de los mercados al cambiar los riesgos para el crecimiento

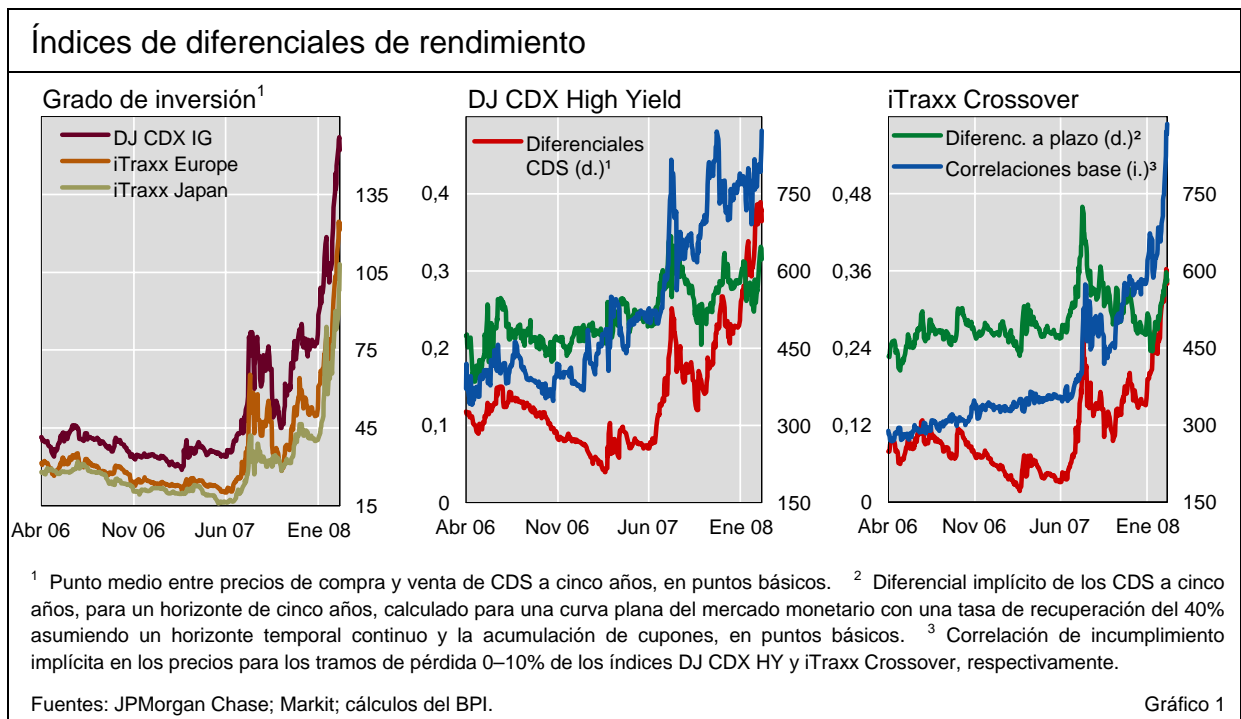
Tras un mes de diciembre relativamente tranquilo, en el que prácticamente no se observaron cambios en los mercados, los crecientes síntomas de desaceleración en la economía real provocaron un reajuste generalizado de la valoración de los riesgos para el crecimiento y, con ello, de las expectativas sobre la senda de la política monetaria en enero. Aunque las tensiones en los mercados monetarios remitieron en cierta medida durante el periodo examinado, los débiles datos macroeconómicos procedentes de Estados Unidos, sumados a las cuantiosas pérdidas contables nuevamente afloradas en algunos bancos y a la inquietud suscitada por los garantes financieros, avivaron la percepción de que las tensiones financieras mundiales acabarían afectando a la economía real.

Al percatarse los inversionistas de que las repercusiones de la crisis crediticia podrían no circunscribirse a Estados Unidos, los mercados de activos registraron pérdidas generalizadas. Los diferenciales de rendimiento, que de hecho ya venían reflejando el temor a una debilidad económica más amplia de lo esperado, alcanzaron nuevos máximos conforme aumentaba la tensión en el sector financiero. Los mercados bursátiles mundiales también cayeron con fuerza en enero, al revisar a la baja los inversionistas sus expectativas de rentabilidad, si bien repuntaron en febrero, gracias a una sucesión de medidas de política monetaria en Estados Unidos, mostrando una evolución más favorable que los de renta fija. Los inversionistas, a su vez, no tardaron en descontar medidas de relajación monetaria adicionales por parte de la Reserva Federal estadounidense y de otros bancos centrales, en anticipación de nuevas señales de desaceleración. El rendimiento de la deuda pública a largo plazo indexada a la inflación se redujo incluso más que el de los bonos con rendimientos nominales, empujando con ello al alza las tasas de inflación neutrales en Estados Unidos.

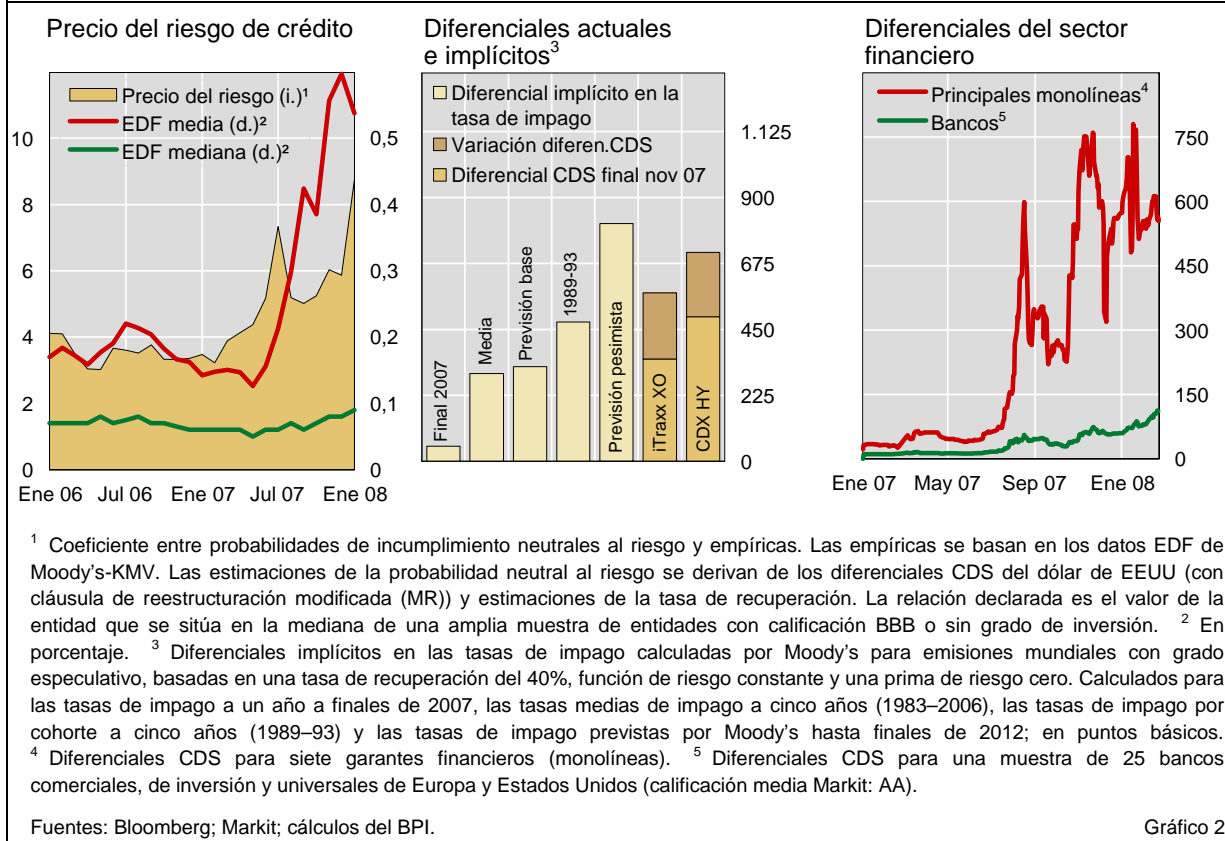
Aunque en un principio los precios de los activos en las economías industrializadas reaccionaron en mayor medida a las tensiones en los mercados de deuda, numerosos mercados emergentes empezaron a resentirse claramente durante el periodo analizado, ante el temor a que la desaceleración económica fuese más generalizada de lo previsto. Los mercados bursátiles se llevaron la peor parte, incluso aquéllos que antes habían mostrado mayor fortaleza.

Deterioro adicional de los mercados de deuda

Los mercados internacionales de deuda volvieron a experimentar una considerable volatilidad, con intensos aumentos generalizados de los diferenciales conforme las elevadas pérdidas contables afloradas de nuevo en las carteras crediticias de importantes instituciones financieras y el flujo continuo de noticias adversas procedentes del mercado de la vivienda estadounidense acentuaban los temores a un debilitamiento macroeconómico. Entre finales de noviembre y el 22 de febrero, el índice CDX de alta rentabilidad a cinco años sumó 204 puntos básicos en Estados Unidos para situarse en 696, mientras los correspondientes diferenciales de grado de inversión ascendían 76 puntos básicos hasta 152. Anteriormente los diferenciales se habían contraído, para volver a aumentar con fuerza a partir del 10 de diciembre, con un comportamiento de las referencias de grado de inversión peor que el de la deuda de menor calidad (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 1). Los índices europeos y japoneses básicamente reflejaron la evolución de las referencias estadounidenses. El índice europeo iTraxx Crossover de swaps de incumplimiento crediticio (CDS) a cinco años creció 227 puntos básicos hasta alcanzar 575, mientras los diferenciales de grado de inversión repuntaban 71 puntos básicos hasta situarse en 124. Los diferenciales del índice japonés iTraxx Japan también se ampliaron notablemente, hasta aproximadamente 108 puntos básicos, desde los 66 al comienzo del periodo. Hacia el 22 de enero, esta escalada situaba los cinco índices en sus niveles más elevados desde su aparición en 2004, para continuar alcanzando nuevos máximos a finales de febrero (véanse los paneles izquierdo y derecho del Gráfico 1).



Precio del riesgo, tasas de impago y diferenciales de rendimiento por sector



Mayores expectativas de morosidad...

En consecuencia, hacia el final del periodo examinado, los diferenciales de rendimiento habían ascendido a niveles que compensarían a los inversionistas que conservan sus títulos hasta el vencimiento de una subida relativamente fuerte de las tasas efectivas de impago desde sus niveles actuales cercanos a mínimos históricos (véase el panel central del Gráfico 2). Las expectativas de un aumento cíclico de la morosidad también se manifestaron en mayores correlaciones de incumplimiento implícitas en los productos estructurados mediante índices por tramos, síntoma de la mayor ponderación relativa asignada por los inversionistas a factores de riesgo sistemático, frente a factores específicos de cada empresa. A su vez, los diferenciales a plazo implícitos sugerían que buena parte de este riesgo adicional se preveía a corto plazo, ante las expectativas a largo plazo de reversión de las tasas de impago y las inquietudes derivadas del riesgo de contraparte (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 1).

Al mismo tiempo, dado que gran parte de los diferenciales observados incluyen diversas primas de riesgo, era improbable que éstos ya estuvieran anticipando los riesgos de una desaceleración económica. Mientras que la tolerancia al riesgo permanecía en niveles reducidos (véase el panel izquierdo del Gráfico 2), la deuda de alta rentabilidad continuaba negociándose 350 puntos básicos por debajo de los diferenciales máximos de los bonos al contado comparables alcanzados en 2001–02. Además, permanecieron muy por debajo de los niveles que compensarían a los inversionistas que mantienen sus títulos hasta el vencimiento en caso de materializarse las

Los mercados hipotecarios de Estados Unidos

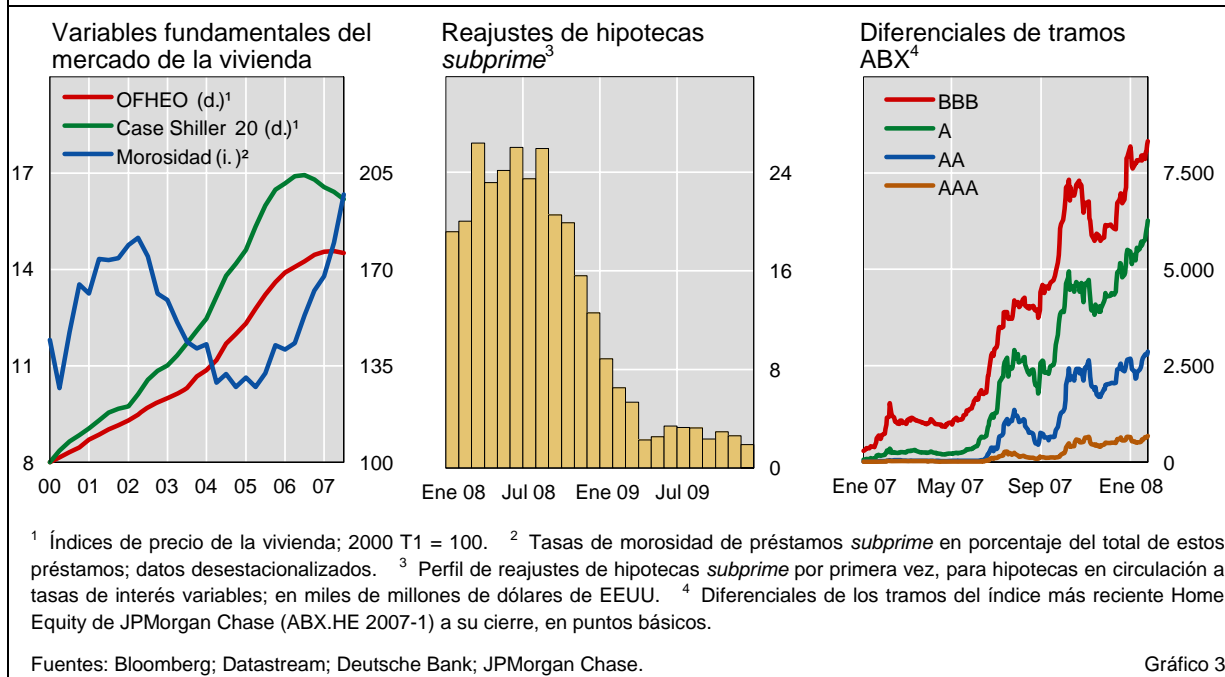


Gráfico 3

previsiones más negativas sobre futuros impagos (véase el panel central del Gráfico 2).

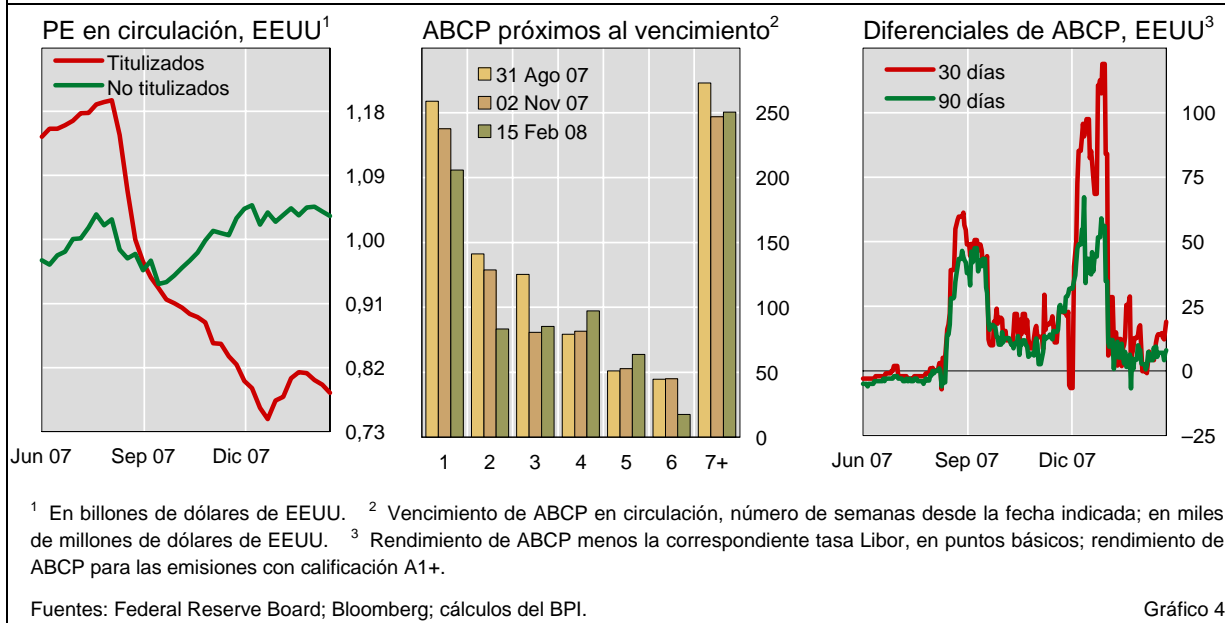
Tras una breve pausa en diciembre, el clima de opinión en los mercados de deuda volvió a deteriorarse, como consecuencia de la publicación en Estados Unidos a comienzos de enero de datos indicativos de un crecimiento débil del sector manufacturero y de una decepcionante evolución del mercado de trabajo. Los mercados de deuda hipotecaria sufrieron un nuevo episodio de ventas generalizadas al temerse que el primer reajuste —programado para 2008— de las tasas de interés de un conjunto de préstamos de alto riesgo (*subprime*) valorados en unos 250.000 millones de dólares, el debilitamiento adicional de los precios de la vivienda y el desempleo creciente elevasen aún más las tasas de morosidad. Los índices ABX.HE, que referencian valores respaldados por préstamos hipotecarios *subprime*, vieron ampliarse sus diferenciales por encima de los niveles máximos registrados en noviembre. Así, el 22 de febrero, alentados por la rebaja del Libor, los precios del índice 07-1 BBB— habían caído hasta implicar pérdidas contables para finales de 2009 por el importe total de todos los bonos subyacentes (véase el Gráfico 3).

... como reflejo de la debilidad de los datos económicos...

Uno de los catalizadores de esta nueva debilidad en el mercado de deuda ha sido la continua incertidumbre sobre la capacidad del sector financiero para conceder y distribuir crédito. Algunos segmentos de este mercado han seguido experimentando notables disfunciones, con menores emisiones de bonos de titulización, cierre en la práctica de los mercados de deuda de alto rendimiento e importantes operaciones de adquisición apalancada en cartera a la espera de financiación. En este entorno, los balances bancarios continuaron bajo presión y, a partir de mediados de enero, los diferenciales del sector financiero registraron nuevas subidas (véase el panel derecho del Gráfico 2), fomentando la percepción de riesgo sistémico (véase el Recuadro de las

... y de las continuas tensiones en el sector financiero

Mercados de pagarés de empresa titulizados (ABCP)



páginas 6–7). El 15 de enero, Citigroup anunció pérdidas en el cuarto trimestre, en parte por pérdidas contables adicionales sobre activos hipotecarios por importe de 18.000 millones de dólares. En semanas posteriores, esta tendencia volvió a repetirse en otras instituciones financieras dentro y fuera de Estados Unidos. Aunque su impacto sobre los niveles de capital se vio parcialmente compensado por las inyecciones procedentes de fondos soberanos y de otros inversionistas, esta nueva ronda de pérdidas contables a gran escala produjo pérdidas totales de aproximadamente 150.000 millones de dólares en todo el mundo. También los anuncios de un notable aumento de las provisiones relacionadas con el crédito bancario al consumo, así como la ampliación de los diferenciales del crédito hipotecario comercial y de los productos de crédito para adquisiciones apalancadas, dieron lugar a un aumento de las pérdidas esperadas fuera del negocio hipotecario residencial. Estas provisiones sugieren ulteriores tensiones en los balances del sector financiero y en las condiciones crediticias futuras.

Indicios de mejora en los mercados ABCP

Estas tensiones se produjeron pese a los indicios de mejora en algunos mercados, como el de pagarés de empresa titulizados (ABCP). Los diferenciales se estrecharon desde los máximos alcanzados a finales de 2007 y, amparados en una serie de rescates de vehículos especiales de financiación (SIV) por sus instituciones patrocinadoras, los volúmenes registraron una secuencia de crecimientos semanales tras varios meses de contracción. También mejoró el perfil de vencimientos de los pagarés en circulación, si bien a expensas de unos volúmenes decrecientes en febrero, lo que resalta la continua fragilidad del mercado (véase el Gráfico 4).

La inquietud por las rebajas de calificación de las aseguradoras de bonos...

La amenaza de rebajas de las calificaciones crediticias de las compañías aseguradoras de bonos también influyó en los mercados de deuda. La acumulación en el segundo semestre de 2007 de pérdidas —calculadas a precios de mercado— en los seguros suscritos sobre instrumentos

Percepción sobre el riesgo sistémico en el sector bancario

Nikola Tarashev y Haibin Zhu

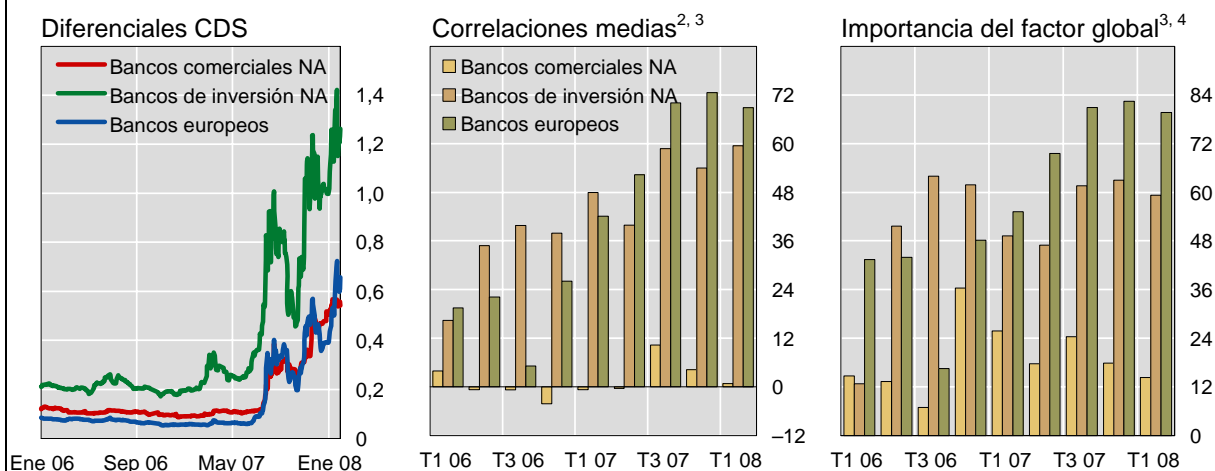
Desde el estallido de las turbulencias financieras en el tercer trimestre de 2007, numerosos bancos han sufrido tensiones significativas, principalmente por las cuantiosas pérdidas que ha generado su exposición al crédito hipotecario. Para conocer la influencia de estos acontecimientos en la percepción de los inversionistas sobre el «riesgo sistémico» en la banca, analizamos los diferenciales de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) para una serie de grandes bancos internacionales y observamos que el aumento en el nivel y la correlación de estos diferenciales en los últimos seis meses indica un marcado incremento de los precios estimados para la protección frente a alteraciones sistémicas.

Los diferenciales de rendimiento de los CDS representan el precio de mercado de un seguro frente al incumplimiento de las obligaciones de pago de una determinada institución. Por tanto, su nivel medio y su grado de correlación están directamente relacionados con la percepción de riesgo sistémico por parte de los inversionistas. No obstante, al ser el precio de un contrato, los diferenciales de los CDS no sólo reflejan el riesgo de crédito *efectivo* estimado para dicha institución, sino también la *prima* de mercado por soportar dicho riesgo¹. Así pues, en momentos de tensión e incertidumbre en los mercados, el nivel y la correlación de estos diferenciales puede obedecer en gran medida a la actitud frente al riesgo de los inversionistas, y no tanto a la valoración de dicho riesgo.

El *nivel* de los diferenciales de los CDS se disparó al inicio de la agitación financiera y ha mantenido una senda alcista desde entonces, pese a descensos ocasionales provocados por la actuación de los bancos centrales (panel izquierdo del Gráfico A). Los diferenciales medios que más se ampliaron fueron los de los bancos de inversión norteamericanos, que pasaron del 0,5% en julio de 2007 al 1% al mes siguiente y, tras una caída temporal, al 1,4% en enero de 2008. En cuanto a los bancos comerciales norteamericanos y los bancos europeos en su conjunto, sus diferenciales crecieron relativamente menos y no han divergido considerablemente durante los últimos seis meses².

Para cualquier nivel dado de estos diferenciales, un aumento de su *correlación* indica que el mercado considera más probables los impagos *simultáneos* y, por ende, el riesgo sistémico. En este recuadro analizamos esta covariación a partir de la correlación estimada entre la rentabilidad de los activos, que creció en el tercer trimestre de 2007 en estos tres segmentos bancarios, aunque en grados diversos (panel central del Gráfico A). En el caso de los bancos europeos y los norteamericanos de inversión, se observa un aumento de dicha correlación desde comienzos de 2006 desde el 20% hasta 60-70% aproximadamente, mientras que para los bancos comerciales norteamericanos se mantuvo bastante baja.

Estimaciones del riesgo sistémico¹

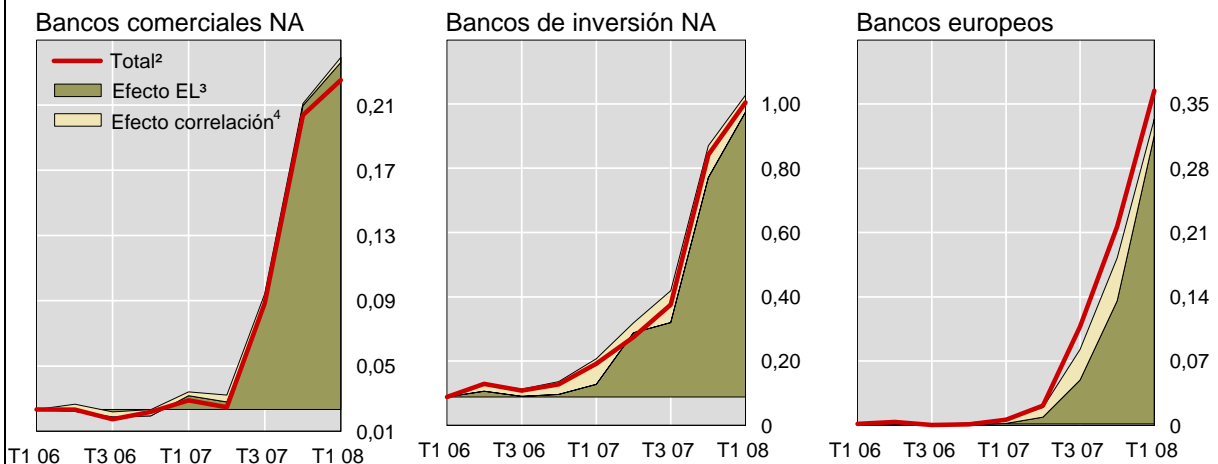


¹ En porcentaje. La muestra abarca ocho bancos comerciales y seis de inversión con sede en Norteamérica y 11 bancos universales con sede en Europa. ² Correlaciones retrospectivas de tres meses entre la rentabilidad de los activos. ³ Para conocer el método de estimación, véase N Tarashev y H Zhu, *BIS Working Papers*, nº 214, 2006. ⁴ La proporción de la volatilidad de la rentabilidad de los activos que obedece al factor más importante de los rendimientos de los activos en los 25 bancos.

Fuentes: Markit; cálculos de los autores.

Gráfico A

Precio del seguro frente a tensiones financieras¹



¹ A partir de la muestra de datos del Gráfico A, en porcentaje. ² Expectativas neutras al riesgo de pérdidas crediticias de al menos el 15% de los activos del correspondiente sector bancario en 2006 (por unidad de exposición a dichos pasivos). El tamaño de la exposición asumida frente a un banco concreto es proporcional al total de pasivos en circulación de dicho banco en 2006. ³ Efecto acumulado de la oscilación de la EL neutral al riesgo sobre el precio del seguro frente a tensiones financieras. En cada trimestre, las correlaciones se mantienen fijas en sus niveles del trimestre anterior. ⁴ Efecto acumulado de la oscilación de las correlaciones entre la rentabilidad de los activos sobre el precio del seguro frente a tensiones financieras. En cada trimestre, la EL se mantiene fija en sus niveles del trimestre anterior.

Fuentes: Bankscope; Markit; cálculos de los autores.

Gráfico B

El análisis de factores de estas correlaciones sugiere que dichas divergencias se deben en gran medida a un factor de riesgo *global* (no observable), es decir, un factor que, por construcción, es común a todos los rendimientos de la muestra (panel derecho del Gráfico A). Desde el tercer trimestre de 2007, este factor explica aproximadamente el 80% de la volatilidad observada en los rendimientos de los activos de los bancos europeos (frente al 20% a mediados de 2006), mientras que para los bancos de inversión norteamericanos su influencia ha permanecido relativamente estable desde 2006 (aproximadamente el 60%). En cambio, la exposición de los bancos comerciales de Norteamérica a dicho factor ha sido mucho menor.

Tanto el nivel como la correlación de los diferenciales de estos bancos indican que el mercado de CDS ha descontado un alza del precio del riesgo sistémico desde sus bajos niveles de 2006 y primer semestre de 2007. Así se observa en el Gráfico B, que muestra el "precio de protección frente a tensiones" definido como el coste implícito de protegerse frente a pérdidas crediticias de al menos el 15% de los pasivos totales de una muestra de bancos⁵. Este precio se descompone en dos componentes: la variación de la pérdida media esperada (EL) y la variación de las correlaciones entre la rentabilidad de los activos.

En los dos últimos años, la protección frente a tensiones sectoriales se ha encarecido en general, aunque a ritmos distintos según el momento y el segmento bancario en cuestión. Para los bancos comerciales norteamericanos analizados, el precio de esta protección casi se multiplicó por ocho, impulsado únicamente por la creciente EL asociada a las instituciones, desde aproximadamente 0,03% de sus pasivos totales entre comienzos de 2006 y mediados de 2007, hasta 0,23% en fechas recientes (panel izquierdo del Gráfico B)⁶. El correspondiente incremento para la muestra de bancos europeos ha sido más pronunciado, desde niveles insignificantes hasta el 0,36%, provocado por el aumento tanto de las EL como de las correlaciones entre los rendimientos de los activos (panel derecho). Por último, para los bancos norteamericanos de inversión, el precio de la protección ha crecido a un ritmo constante desde principios de 2006, empujado por las EL y las correlaciones entre la rentabilidad de los activos, hasta situarse actualmente en el 1% de sus pasivos totales (panel central), muy por encima de los dos sectores anteriores.

⁵ Técnicamente, los diferenciales de los CDS reflejan las medidas de pérdidas esperadas (EL) llamadas "neutras al riesgo". ⁶ La disponibilidad actual de series de datos temporales sobre el mercado de CDS impide comparar los niveles recientes de los diferenciales y los registrados durante episodios previos de tensión de mercado, ej 2001-02. ⁷ En términos cualitativos, los resultados del Gráfico B también se mantienen cambiando este umbral entre el 10% y el 30%. ⁸ La interacción del efecto de la EL con el de la correlación implica que ambos componentes no necesariamente deben sumar el precio total de la protección frente a tensiones.

estructurados ocasionó fuertes ampliaciones de los diferenciales y revisiones de las calificaciones asignadas a esas compañías (véase el panel derecho del Gráfico 2). El recorte en diciembre de la calificación de ACA, una pequeña aseguradora, desde A hasta CCC por parte de Standard & Poor's, avivó los temores sobre el riesgo de contraparte ante la incapacidad de dicha compañía para aportar las necesarias garantías resultantes. En respuesta, los mercados prestaron mayor atención a la posible pérdida de la calificación AAA por parte de las mayores aseguradoras de bonos, que aseguran deuda pública y deuda estructurada por un importe aproximado de 2,4 billones de dólares.

Dado que las calificaciones de esos valores asegurados suelen depender de las de su garante financiero, era previsible que los cambios en la calificación de las grandes compañías aseguradoras se tradujeran en rebajas generalizadas de las calificaciones de bonos y tramos asegurados. Estos temores se materializaron el 18 de enero, al rebajar Fitch dos escalones, desde AAA, la calificación de Ambac y, más tarde en el mismo mes, las calificaciones de SCA y de FGIC. Como resultado, descendió la calificación de unas 290.000 emisiones garantizadas por compañías aseguradoras, principalmente de bonos municipales. Como reflejo de estas revisiones a la baja de las calificaciones y de otros recortes adicionales previstos en el futuro, los diferenciales de los bonos municipales ascendieron a niveles que descontaban en parte las garantías existentes aportadas por las aseguradoras. A su vez, los descensos resultantes de los valores de mercado y el reconocimiento de pérdidas contables en las posiciones garantizadas por las compañías aseguradoras en tramos preferentes de productos titulizados acentuaron las pérdidas inicialmente sufridas por bancos y otros inversionistas.

Conforme avanzaba el mes, el nerviosismo por los efectos de retroalimentación entre los citados acontecimientos y las perspectivas económicas alcanzó un máximo, acentuando la volatilidad en todos los principales mercados de activos. En los primeros compases de la negociación del 22 de enero, se ampliaron los diferenciales estadounidenses de grado de inversión, para acabar finalmente ese día apenas 7 puntos básicos por encima del cierre de la jornada anterior. Estas fluctuaciones no sólo se produjeron tras un largo fin de semana de tres días (por ser festivo en Estados Unidos) en el que los mercados financieros de otras regiones cayeron con fuerza, sino también tras la decisión de la Reserva Federal, al margen de su calendario oficial de reuniones, de recortar en 75 puntos básicos (hasta el 3,5%) la tasa objetivo de los fondos federales, lo que representaba la mayor modificación en un solo día desde 1994 y la primera decisión adoptada al margen del calendario oficial desde el 17 de septiembre de 2001. Los diferenciales de la deuda de alto rendimiento ganaron 30 puntos básicos, aunque acabaron muy por debajo de sus máximos intradía. En las jornadas siguientes, los diferenciales retrocedieron, estimulados por otro ajuste de 50 puntos básicos en la tasa objetivo de los fondos federales introducido el 30 de enero y por la aprobación de un importante paquete de estímulo fiscal en el Congreso de Estados Unidos. Sin embargo, los mercados se mantuvieron volátiles en febrero, como reflejo de nuevos indicios de desaceleración económica en las

... y los
concomitantes
saneamientos
contables...

... introdujeron
volatilidad en los
mercados...

... y correcciones
en las carteras de
instrumentos
estructurados

principales economías industrializadas y del continuo flujo de noticias procedentes del sector financiero. Estas incluían nuevas rebajas de la calificación crediticia de las aseguradoras de bonos, así como programas de recapitalización y planes de reestructuración conexos, el anuncio por parte de una importante compañía de seguros de un aumento de sus pérdidas estimadas en posiciones similares a las de las aseguradoras de bonos, además de temores a nuevas correcciones en los instrumentos estructurados. A finales de mes, como síntoma de la creciente atención prestada por los inversionistas a las interacciones entre los riesgos para el crecimiento y la solvencia del sistema financiero, los diferenciales de muchos de los principales índices de deuda habían vuelto a superar sus máximos anteriores, con una evolución peor que otros mercados de activos.

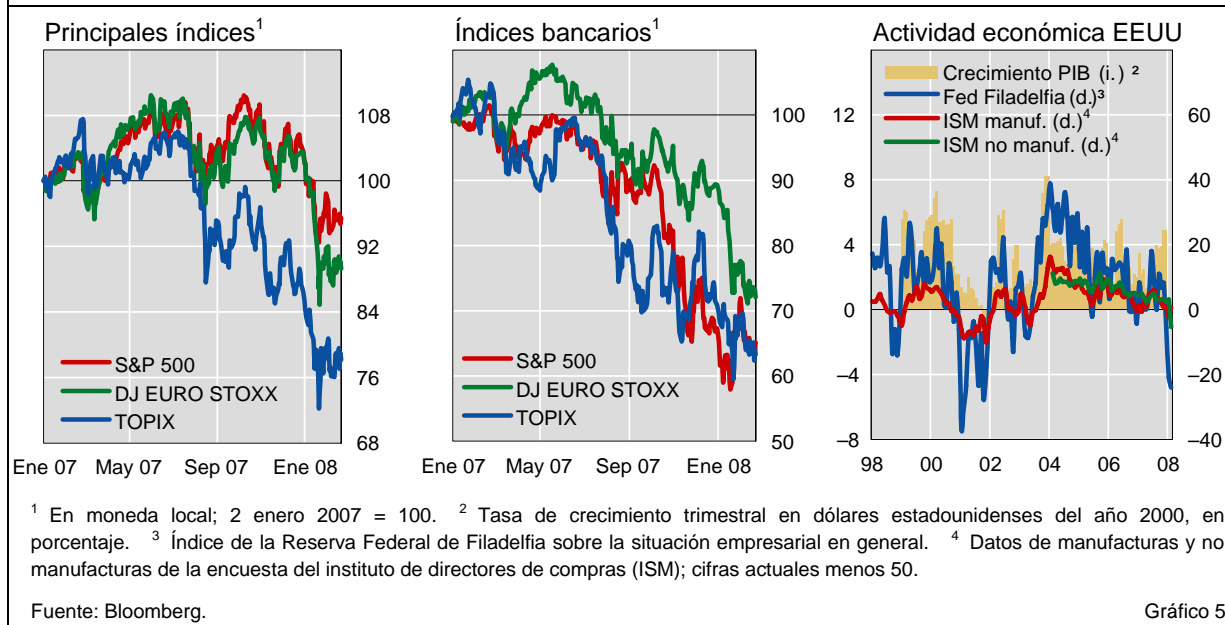
Los temores a una recesión en Estados Unidos fomentan ventas bursátiles generalizadas en enero

Los mercados de renta variable se vieron afectados en gran medida por las mismas inquietudes que los mercados de deuda. Así, la debilidad de los datos macroeconómicos estadounidenses y la difusión de nuevas noticias adversas sobre los riesgos del sector financiero contribuyeron en enero a un episodio de ventas generalizadas a escala internacional. El 22 de enero, el índice S&P 500 sufría un retroceso acumulado del 11% en el mes, su peor evolución en un periodo similar desde octubre de 2002 (véase el panel izquierdo del Gráfico 5). Los mercados bursátiles japoneses y europeos también reaccionaron al entorno de debilidad en Estados Unidos con pérdidas respectivas del 17% y del 15% durante el mismo periodo. Las bolsas tocaron fondo el día 22, tras el imprevisto recorte de las tasas de interés a corto plazo estadounidenses y las noticias de posibles inyecciones de capital en las aseguradoras de bonos. Aunque los mercados experimentaron un cierto rebote a últimos de enero, en febrero ya habían cedido gran parte de esas ganancias, tras los nuevos síntomas de debilidad económica.

La debilidad de la
economía real en
EEUU...

El temor a que la desaceleración pudiera ser más profunda de lo esperado en Estados Unidos centró toda la atención durante el periodo analizado, conforme se acumulaban indicios de debilidad de la actividad económica real. En diciembre, las cotizaciones de los mercados bursátiles estadounidenses se caracterizaron por su volatilidad, aunque sin grandes cambios en los índices generales, de forma que el S&P 500 arrojaba una ganancia mensual del 1% al cierre del día 26. Sin embargo, el débil volumen de pedidos de bienes duraderos y el inesperado aumento al día siguiente de las solicitudes de prestaciones de desempleo arrastraron el índice a la baja un 1,4%, marcando el inicio de una tendencia bajista en los mercados de renta variable. La debilidad del índice de los directores de compras y de los datos de empleo publicados a comienzos de enero enfrió de nuevo el ánimo de los inversionistas. Posteriormente, el 17 del mismo mes, el índice de producción manufacturera elaborado por el Banco de la Reserva Federal de Filadelfia alcanzaba su nivel más bajo desde 2001, lastrando el índice S&P 500 un 2,9%

Mercados bursátiles y la economía estadounidense



el mismo día, o más de un 9% en el mes (véase el panel izquierdo del Gráfico 5).

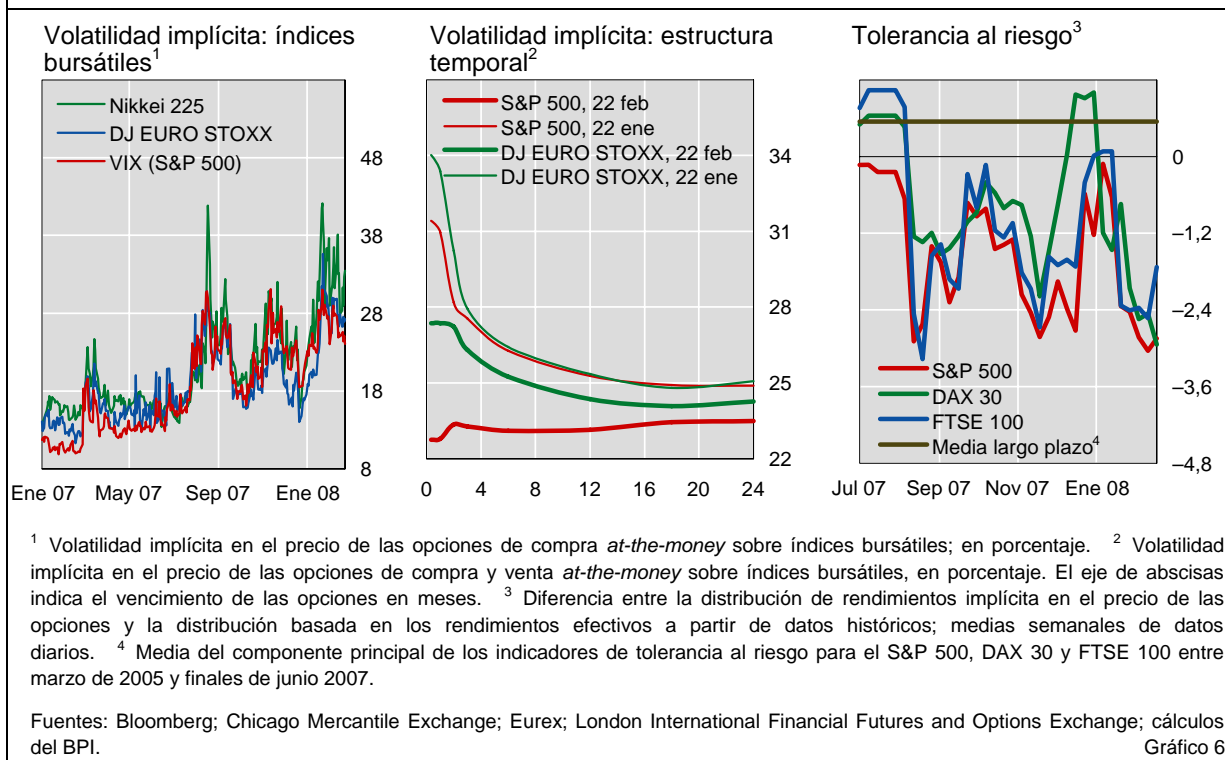
Este cúmulo de malas noticias sobre la economía de Estados Unidos culminó la jornada del 21 de enero en un episodio de ventas generalizadas en los mercados internacionales de renta variable, con las bolsas estadounidenses cerradas. La mayoría de los índices bursátiles cayeron, con un descenso del 6,5% del índice DJ EUROSTOXX, la mayor caída en una sesión desde su aparición a finales de 1991, y retrocesos del índice TOPIX del 3,6% el mismo día y de un 5,7% adicional al día siguiente. Las pérdidas se cebaron en bancos y compañías de seguros, en parte como reflejo de los temores sobre la solvencia de las aseguradoras de bonos tras el comunicado de Fitch el viernes anterior sobre el recorte de la calificación de Ambac. Los precios de los futuros sobre el S&P 500 sugerían que los inversionistas esperaban un desplome similar al reanudarse la jornada el 22 de enero. La inesperada rebaja de las tasas de interés a corto plazo anunciada por la Reserva Federal en la mañana del 22 de enero, antes de que abrieran las bolsas de Estados Unidos, pareció estabilizar temporalmente los mercados. Durante la sesión matinal se produjeron ventas generalizadas de acciones, pero después los precios experimentaron un repunte parcial, cerrándose la jornada con un retroceso del S&P 500 de un 1% con respecto a su nivel de cierre el viernes. Las cotizaciones subieron con fuerza durante la semana siguiente, pero acabaron volatilizándose todas las ganancias ante los nuevos síntomas de debilidad macroeconómica en el sector servicios y más noticias negativas sobre las aseguradoras de bonos el 5 de febrero. El 22 de ese mes, el S&P 500 cotizaba un 3% por encima de sus mínimos un mes antes, pero aún se dejaba un 8% en el transcurso del año.

Los indicadores de tolerancia al riesgo de los inversionistas basados en los precios de mercado exhibieron fuertes caídas, ante las ventas generalizadas de acciones y el aumento de la volatilidad en enero. En Estados

... culmina en ventas generalizadas a escala mundial...

... y en un descenso de la tolerancia al riesgo de los inversionistas

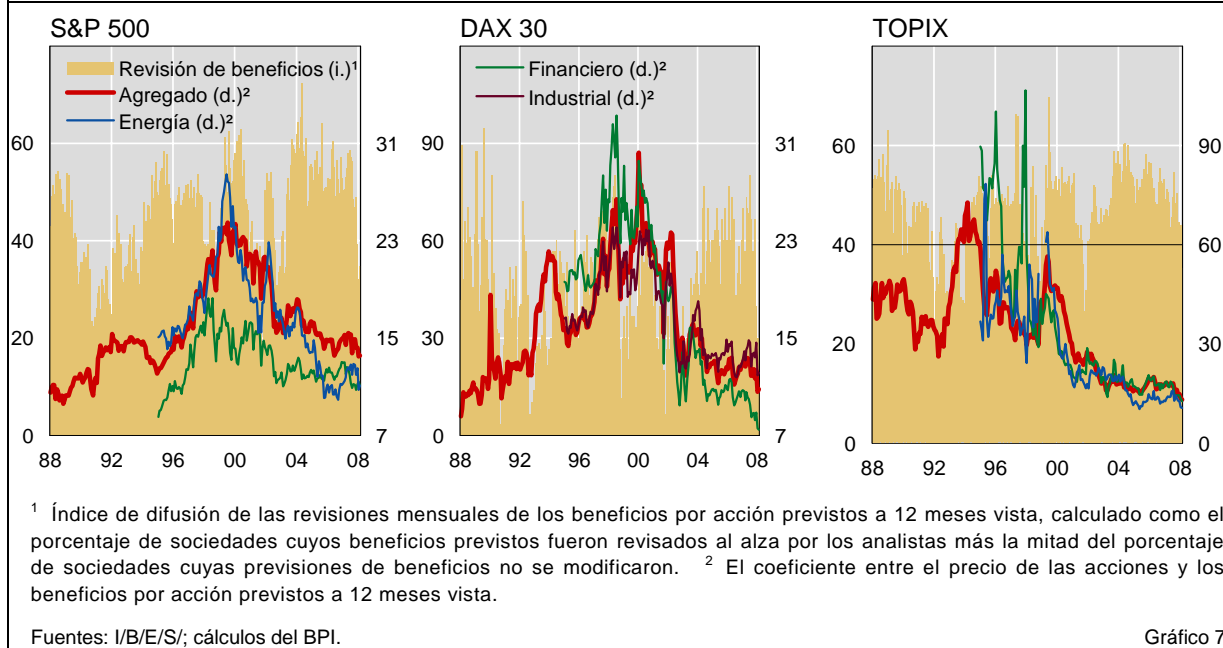
Volatilidad de los mercados bursátiles y tolerancia al riesgo



Unidos, la volatilidad del mercado implícita en las opciones, que había crecido durante la mayor parte del mes, se disparó el 22 de enero hasta el 31%, una cota muy alta observada por última vez a mediados de noviembre y muy superior al 14%, su promedio del periodo 2004–06 (véase el panel izquierdo del Gráfico 6). En cierta medida, los participantes en el mercado consideraron esta escalada como un fenómeno relativamente de corto plazo, ya que los datos de la estructura temporal de la volatilidad implícita durante esa misma jornada mostraban una caída bastante rápida en los vencimientos más largos (véase el panel central del Gráfico 6). Dicho esto, los inversionistas aún esperaban niveles de volatilidad superiores al 22% en el futuro previsible, duplicando casi los niveles alcanzados a comienzos de 2007. Para el 22 de febrero, esas expectativas no habían sufrido más que una ligera revisión. La tolerancia al riesgo de los inversionistas, medida por las diferencias entre las distribuciones estadísticas de los rendimientos efectivos de las acciones y de los rendimientos esperados implícitos en los precios de las opciones, se deterioró durante el periodo de ventas generalizadas. De hecho, a mediados de febrero, los indicadores de los mercados estadounidenses y alemán habían descendido a sus niveles más bajos desde el comienzo de la crisis crediticia en agosto (véase el panel derecho del Gráfico 6).

Los anuncios de resultados de las empresas estadounidenses correspondientes al cuarto trimestre de 2007 apenas tranquilizaron a los inversionistas bursátiles durante el periodo analizado. Los beneficios acumulados por acción se redujeron un 17% (en tasas interanuales y ponderados por capitalización bursátil), una caída notablemente más acusada que el descenso del 2,5% del trimestre anterior. El crecimiento de los

Previsión de beneficios y valoraciones en los mercados bursátiles



beneficios empresariales agregados se vio lastrado por unos resultados particularmente adversos en los sectores de bienes de consumo duradero (-167%) y financiero (-108%), siendo esta última cifra reflejo de las cuantiosas pérdidas contables reconocidas por los bancos comerciales durante el trimestre. Excluidas las instituciones financieras, los beneficios acumulados por acción crecieron a un ritmo positivo del 18%. La secuencia de comunicados a mediados de enero detallando las pérdidas contables afloradas por los bancos y las inyecciones de capital relacionadas tendieron a presionar a la baja los precios de las acciones del sector financiero, muy dañadas durante el periodo analizado. El 22 de febrero, los índices bancarios habían retrocedido un 12% en Estados Unidos, un 21% en Europa y un 19% en Japón, con respecto a sus niveles de finales de noviembre (véase el panel central del Gráfico 5).

Las medidas de valoración basadas en los beneficios futuros han caído a la par que los índices bursátiles internacionales, pese al creciente pesimismo de los analistas respecto del crecimiento de los beneficios futuros. Los índices de difusión de los beneficios por acción en un horizonte de 12 meses se redujeron significativamente durante el actual y el anterior trimestre tanto en Estados Unidos como en Europa, alcanzando niveles inéditos desde 2002 (véase el panel izquierdo del Gráfico 7). Con todo, estas revisiones a la baja de los beneficios no se produjeron al mismo ritmo que la caída de las cotizaciones bursátiles, por lo que las medidas de valoración basadas en los beneficios futuros disminuyeron en los tres principales mercados. A finales de enero, el cociente precio-beneficio del índice S&P 500 se situaba en 13, su nivel más reducido desde 1995. Esta cifra representa una notable caída desde las cotas superiores a 20 observadas durante el auge de las empresas «punto.com», pero guarda consonancia con la media del periodo 1988-97 (véase el panel izquierdo del Gráfico 7).

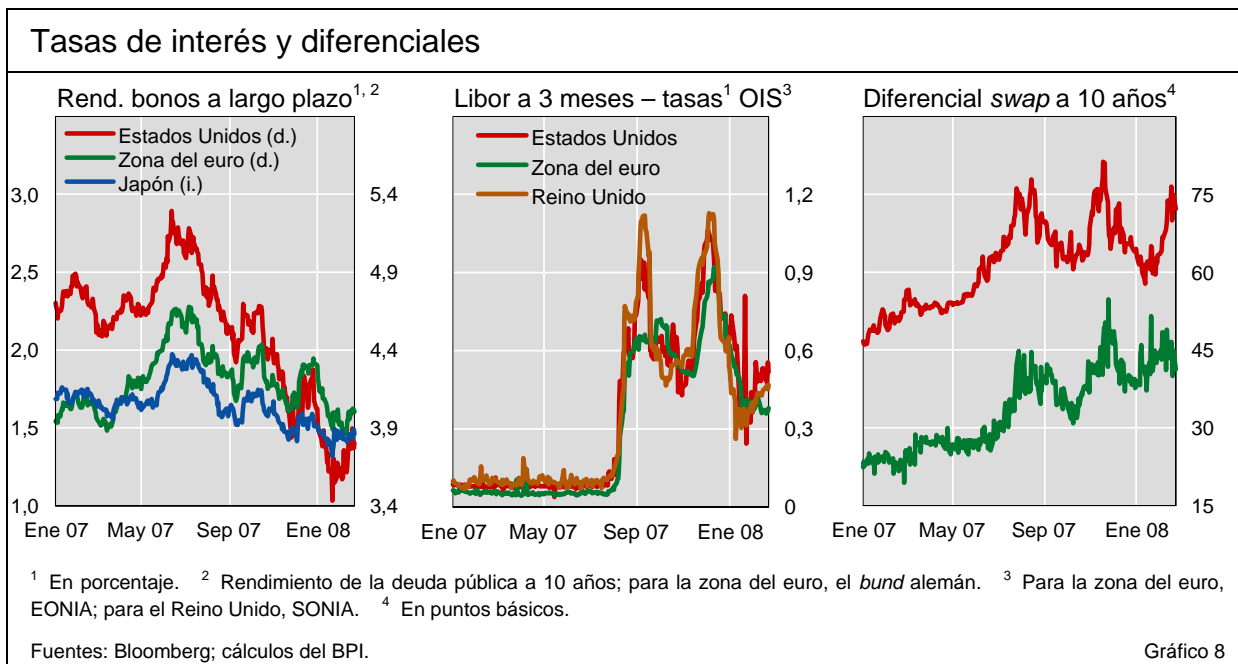
Las medidas de valoración de la renta variable cayeron a niveles de mediados de los noventa

Los rendimientos de la deuda pública siguen la caída de las bolsas

Tras una moderada subida hasta finales de diciembre, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se desplomaron en enero, ante el proceso generalizado de reevaluación de los activos de riesgo. La desaceleración de la economía real en Estados Unidos y el aumento de los flujos de capital desde los mercados bursátiles hacia activos más seguros, en el marco de los recortes de las tasas de interés decididos por el Comité para las Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) a primeros de diciembre y a finales de enero, redujeron los rendimientos nominales del bono del Tesoro estadounidense a 10 años desde su máximo reciente del 4,28%, registrado el 26 de diciembre, hasta el 3,43% el 22 de enero (véase el panel izquierdo del Gráfico 8). Los rendimientos permanecieron relativamente estables durante las tres semanas siguientes, pese a la rebaja adicional de las tasas de interés aplicada el 30 de enero, para ascender posteriormente hasta alcanzar el 3,80% el 22 de febrero. Los rendimientos a largo plazo en la zona del euro siguieron la tendencia observada en Estados Unidos, con una caída de 12 puntos básicos desde finales de noviembre hasta el 4% el 22 de febrero, mientras que en Japón descendieron 2 puntos básicos, hasta el 1,46%.

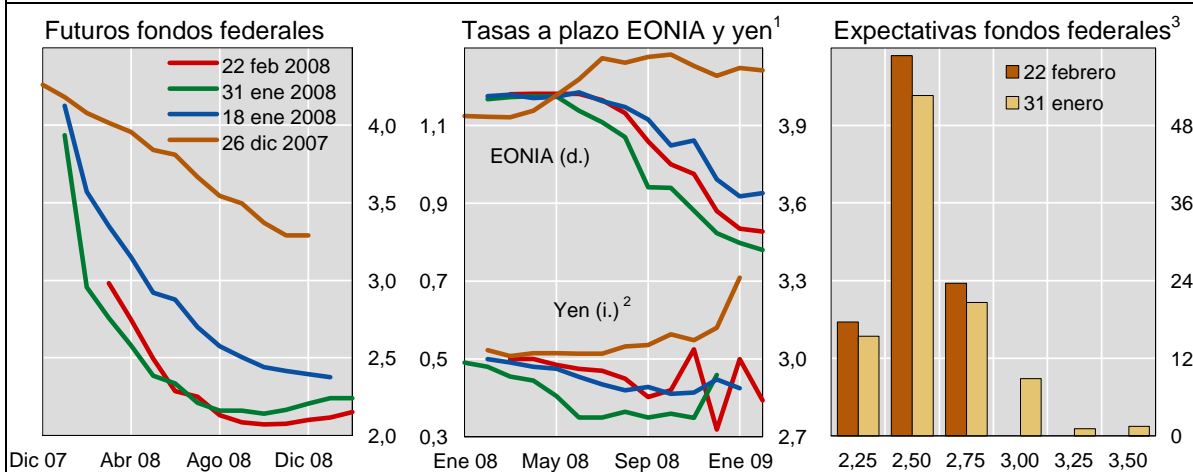
Relajación de las tensiones en los mercados monetarios

Las turbulencias en los mercados monetarios observadas a partir de agosto de 2007 parecieron agravarse en diciembre (véase el artículo monográfico de Upper y Michaud incluido en este Informe Trimestral). El anuncio de pérdidas en las entidades bancarias continuó calando en los mercados e introduciendo presiones alcistas sobre los diferenciales entre el Libor y las tasas de los *swaps* sobre índices a un día (OIS), lo que indicaría cierta conjunción de riesgos de crédito de contraparte y de liquidez en los mercados monetarios (véase el panel central del Gráfico 8). Los bancos centrales respondieron al unísono el 12 de diciembre inyectando a los mercados financieros abundante liquidez a plazo (véase el artículo



Curvas a plazo y expectativas sobre los fondos federales

En porcentaje



¹ Tasas de interés implícitas a un mes. ² A partir de las tasas OIS. ³ Probabilidades de cambios en la tasa de interés objetivo de los fondos federales implícitas en los precios de las opciones sobre fondos federales, en relación a la reunión del 18 de marzo de 2008. El eje de abscisas indica la tasa de interés objetivo esperada para los fondos federales y el eje de ordenadas indica las probabilidades.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

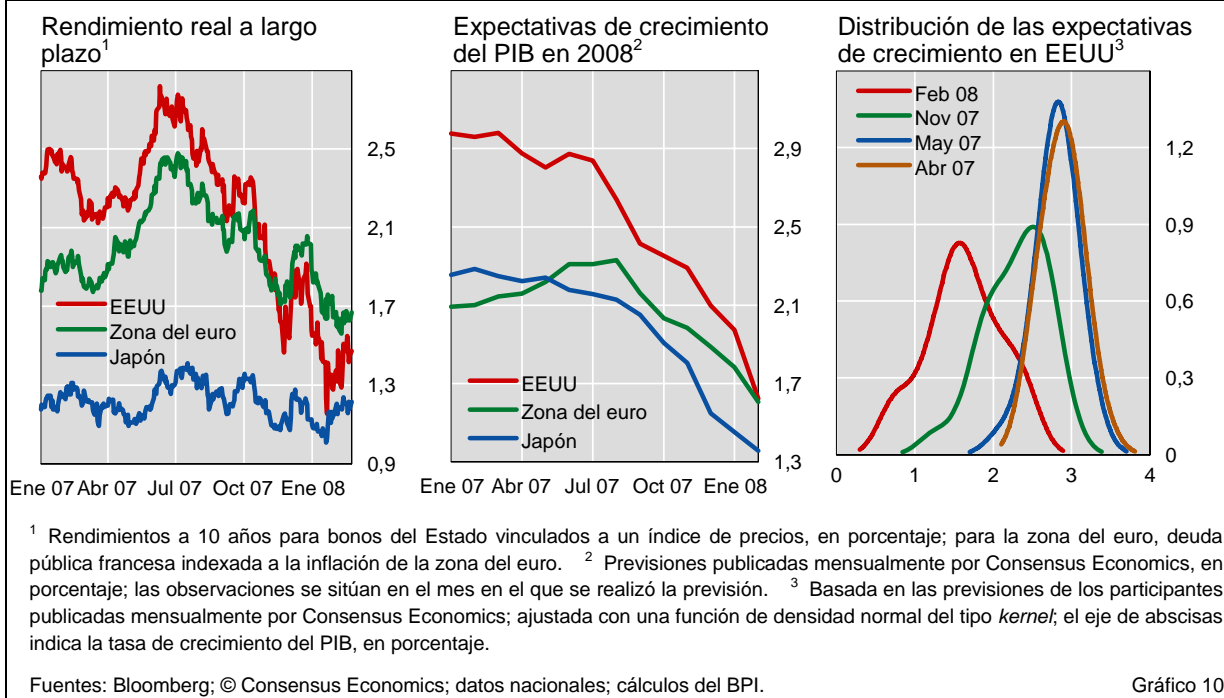
Gráfico 9

monográfico de Borio y Nelson en este Informe Trimestral); a mediados de enero, los diferenciales Libor-OIS habían retrocedido desde sus máximos de diciembre. Los diferenciales de los *swaps*, que habían crecido considerablemente en los primeros meses de la crisis, cayeron en Estados Unidos durante buena parte del periodo, alcanzando el 15 de enero valores mínimos desconocidos desde junio (véase el panel derecho del Gráfico 8). Pese a que esta evolución era coherente con una relajación de las tensiones en los mercados monetarios, los diferenciales de los *swaps* volvieron a tender al alza hasta mediados de febrero.

A medida que las cotizaciones bursátiles retrocedían a comienzos de enero, los mercados empezaron a anticipar una mayor relajación monetaria en Estados Unidos. El 10 de enero, el Presidente de la Reserva Federal alimentaba esas expectativas al señalar en un discurso que dicha institución se encontraba preparada para adoptar «importantes medidas adicionales conforme fueran necesarias» ante el deterioro de las perspectivas de crecimiento. En aquel momento, las opciones sobre fondos federales sugerían que los inversionistas esperaban como mínimo un recorte de 50 puntos básicos, con una alta probabilidad de llegar a los 75 puntos básicos, durante la reunión del FOMC prevista para el 30 de enero. Los participantes en los mercados parecieron interpretar la inesperada reducción de las tasas de interés a corto plazo el 22 de enero como señal de que el FOMC concedía mayor importancia a los riesgos a la baja para el crecimiento y la estabilidad financiera que al riesgo de una mayor inflación futura. En consecuencia, el mercado reaccionó descontando mayor laxitud monetaria en 2008, especialmente en el primer semestre del año (véase el panel izquierdo del Gráfico 9). En los días posteriores al recorte, las opciones sobre fondos federales anticipaban por completo una rebaja adicional de 50 puntos básicos

Agresivas medidas de política monetaria frente al riesgo a la baja para el crecimiento

Rendimientos reales y expectativas de crecimiento

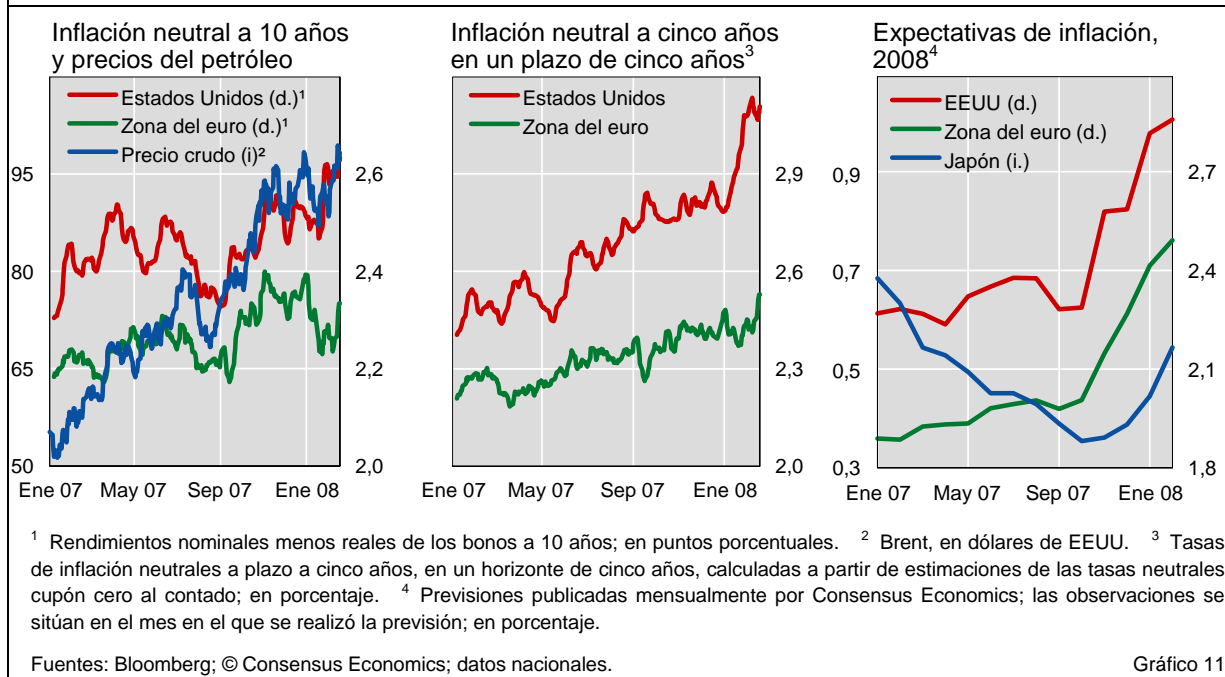


en la reunión habitual del FOMC programada para el 30 de enero. Además, el 31 de enero, los futuros sobre fondos federales descontaban ulteriores recortes, anticipando tasas a corto plazo del 2,75% para finales de marzo y posiblemente incluso del 2% a finales de 2008. El 22 de febrero, los precios de mercado sugerían una probabilidad del 59% de un recorte de 50 puntos básicos (hasta el 2,5%) durante la reunión del FOMC del 18 de marzo, así como tasas a corto plazo esperadas aún más bajas para finales de año.

Los crecientes síntomas de desaceleración económica en Estados Unidos alentaron en enero descensos relativamente intensos de los rendimientos reales de los bonos indexados a la inflación (véase el panel izquierdo del Gráfico 10). Tras una breve subida en diciembre, continuaron la tendencia a la baja que venía manifestándose en ese país desde julio, alcanzando el 23 de enero una cota tan reducida como el 1,15%. De igual forma, los rendimientos reales en la zona del euro retrocedieron el 23 de enero hasta el 1,64%, desde el 1,83% registrado a finales de noviembre. Esta evolución se reflejó en las expectativas de los analistas sobre el crecimiento del PIB para 2008, que volvieron a revisarse a la baja en enero y febrero hasta niveles tan bajos como el 1,61% en Estados Unidos y el 1,6% en la zona del euro (véase el panel central del Gráfico 10). La dispersión de estas previsiones ha aumentado, al menos en Estados Unidos, sugiriendo una mayor incertidumbre sobre el crecimiento futuro (véase el panel derecho del Gráfico 10).

A partir de finales de enero, los rendimientos nominales aumentaron más que los reales, conforme la atención de los inversionistas se trasladaba a la posibilidad de una mayor inflación futura, especialmente en Estados Unidos. Pese a que los analistas revisaron al alza sus previsiones de inflación para 2008 (véase el panel derecho del Gráfico 11), las tasas de inflación neutrales a

Tasas de inflación neutrales, precios del petróleo y expectativas de inflación



10 años apenas variaron en Estados Unidos entre finales de noviembre y mediados de enero, oscilando en torno al 2,5% (panel izquierdo del Gráfico 11). Sin embargo, alentada en parte por la subida de los precios del petróleo, la inflación neutral creció a finales de enero tras el segundo recorte de tasas de interés adoptado por la Reserva Federal, manteniendo posteriormente una tendencia alcista hasta alcanzar, el 22 de febrero, el 2,64%. Las expectativas a largo plazo implícitas en las tasas de inflación a plazo neutrales a cinco años para un horizonte de cinco años, que presentan una menor probabilidad de verse influidas por perturbaciones transitorias, crecieron incluso de un modo más acusado (véase el panel central del Gráfico 11).

Frente a lo sucedido en Estados Unidos, las expectativas de inflación en la zona del euro, implícitas en las tasas de inflación neutrales, permanecieron relativamente estables durante gran parte del periodo analizado. Pese a la subida cercana a los 25 puntos básicos desde mayo de 2007, la tasa de inflación neutral a cinco años para un horizonte de cinco años permaneció próxima al 2,4% entre finales de noviembre y mediados de febrero (véase el panel central del Gráfico 11). En las semanas previas al 22 de enero, el BCE dejó traslucir una menor probabilidad de subidas de tasas, en aparente reconocimiento de un aumento de los riesgos a la baja para el crecimiento en la zona del euro. Pese a que la cifra de inflación del 3,2% publicada el 30 de enero superó las previsiones, tocando máximos de 14 años, el crecimiento en enero del sector servicios de la zona del euro peor de lo esperado pareció convencer a los inversionistas de la mayor probabilidad de futuros recortes de las tasas de interés. El comunicado del BCE del 7 de febrero indicando que los riesgos a la baja para el crecimiento se habían convertido en una auténtica preocupación, reforzó dicha opinión. En consecuencia, los participantes en los mercados redujeron sus expectativas de tasas de interés futuras (véase el

Estabilidad de las expectativas de inflación en la zona del euro

panel central del Gráfico 9), mientras que las tasas de inflación neutrales se movían al alza (véase el panel central del Gráfico 11).

Los inversionistas cuestionan el desacoplamiento de los mercados emergentes

Pese a que la reacción de los precios a las tensiones en los mercados de deuda había sido más acusada en las economías industrializadas, el temor a una desaceleración más generalizada comenzó a evidenciarse claramente en numerosos mercados financieros emergentes durante el periodo analizado. En particular, los de renta variable cayeron de forma generalizada en enero, trasluciendo presiones sobre la tolerancia al riesgo y las expectativas de beneficios. Esta evolución también se produjo en países y mercados que antes habían mostrado mayor fortaleza.

Aumento de los diferenciales de la deuda de mercados emergentes...

El índice EMBI Global de diferenciales de la deuda de mercados emergentes se elevó desde mínimos próximos a 240 puntos básicos a finales de diciembre hasta un máximo de 309 puntos el 23 de enero, antes de retroceder de nuevo y situarse cerca de los 287 puntos básicos el 22 de febrero. El índice ofreció una rentabilidad del 0,7% entre el cierre del mes de noviembre y finales de febrero y permaneció relativamente estable en términos de rendimiento durante el grueso del periodo, sugiriendo que parte del movimiento observado en el diferencial quedó compensado por las variaciones en los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense. La cifra de mejoras de las calificaciones crediticias volvió a superar a la de revisiones a la baja, aunque por un margen menor, sugiriendo que los fundamentos macroeconómicos internos aportaron relativa solidez en un entorno caracterizado por una creciente incertidumbre sobre el crecimiento mundial (véase el panel izquierdo del Gráfico 12).

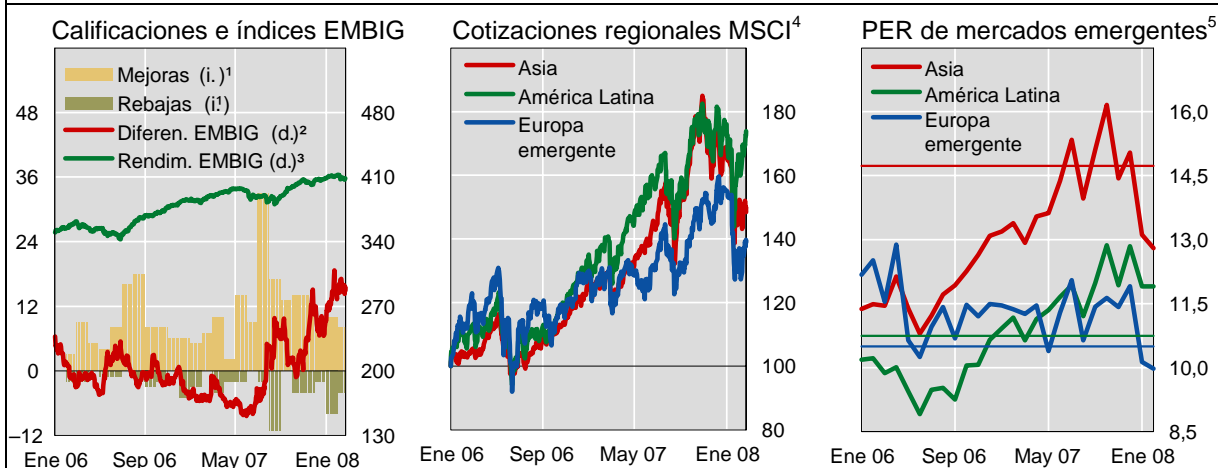
... y debilidad de las bolsas...

Los mercados bursátiles, incluidos los que hasta ahora se habían mostrado fuertes, se vieron lastrados por una debilidad más acusada. El índice MSCI de mercados emergentes cedió un 15% en moneda local entre finales de noviembre y el 22 de enero y aún mantenía unas pérdidas de alrededor del 7,5% a finales de febrero, pese a la recuperación de los mercados tras las dos decisiones sobre tasas de interés adoptadas en Estados Unidos. El debilitamiento se cebó en la renta variable de Asia y, en menor grado, de las economías europeas emergentes (véase el panel central del Gráfico 12).

... al cuestionarse los inversionistas el desacoplamiento de los mercados

Los inversionistas parecieron cuestionar supuestos previos sobre la desconexión existente entre los mercados de renta variable de Asia y Europa emergente y los problemas en Estados Unidos, sugiriendo un cambio de énfasis de los inversionistas desde los riesgos directos para el crecimiento y los beneficios hacia los riesgos indirectos. Pese a que las exportaciones mexicanas han ido considerándose vulnerables frente a una desaceleración económica en Estados Unidos, al igual que las economías latinoamericanas más pequeñas frente a la desaceleración de los flujos de remesas, los inversionistas entendieron que los mercados asiáticos eran más sensibles a la evolución del crecimiento mundial y a las tendencias de los precios de las materias primas. Por otra parte, era conocida la exposición de los mercados

Activos de mercados emergentes



¹ Modificaciones mensuales de la calificación de deuda soberana a largo plazo en moneda local y extranjera realizadas por Fitch, Moody's y Standard & Poor's. ² Índice EMBI Global; diferencial soberano respecto del rendimiento de la deuda pública, en puntos básicos. ³ Índice EMBI Global; rendimiento total acumulado. ⁴ En moneda local; 31 diciembre 2005 = 100. ⁵ Relación entre el precio de las acciones y los beneficios basada en las previsiones de consenso sobre beneficios de explotación a un año; índices MSCI; las líneas horizontales indican las medias a largo plazo.

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

Gráfico 12

emergentes de Europa al riesgo de un crecimiento más lento en las principales economías del continente. En consecuencia, la debilidad relativa de las bolsas asiáticas y europeas emergentes pareció guardar consonancia con las expectativas de ajuste cíclico de los beneficios ante la desaceleración del crecimiento mundial. A escala regional, las valoraciones implícitas en los índices ocultaron diferencias notables entre países (véase el panel derecho del Gráfico 12). Así, al haberse iniciado el reciente proceso de corrección en niveles elevados, los múltiplos precio-beneficio de países como Brasil, China y la India continuaron por encima de sus promedios históricos.