

Presentación general: ajuste de los mercados a la desaceleración cíclica¹

Entre finales de mayo y últimos de agosto de 2008, los mercados financieros internacionales fueron adaptándose a los crecientes indicios de deterioro cíclico generalizado. Mientras los mercados seguían dando muestras de fragilidad, se acrecentó la inquietud ante las perspectivas económicas y la incertidumbre asociada, con el consiguiente lastre sobre las valoraciones en toda la gama de activos.

Los mercados de deuda sufrieron renovadas presiones en el periodo analizado al ampliarse los diferenciales de rendimiento para reflejar el impacto del ajuste cíclico en curso sobre las pérdidas previstas y los balances de las entidades financieras. Todo ello se produjo pese a la corrección en los precios del petróleo y otras materias primas, la actuación del Gobierno estadounidense en favor de su mercado de la vivienda y las continuas medidas de recapitalización aplicadas por bancos y otras entidades financieras. Algo similar ocurrió en los mercados bursátiles, cuyas valoraciones se ajustaron en respuesta a los decepcionantes anuncios de resultados, tanto en el sector financiero como en otros sensibles al ciclo. En este contexto, continuaron las presiones sobre los mercados monetarios interbancarios, lo que propició nuevas actuaciones de los bancos centrales para mejorar la eficacia de sus facilidades de liquidez.

Al variar las expectativas del mercado sobre inflación y política monetaria tras el abaratamiento del petróleo y otras materias primas, el rendimiento de la deuda pública se ajustó para reflejar las perspectivas de menor crecimiento a corto plazo y la posibilidad de un repunte de la inflación en el largo plazo. La preocupación por las presiones inflacionistas y el deterioro de las condiciones de financiación externas también se dejó sentir en los mercados emergentes, aunque la situación mejoró transitoriamente al bajar el precio del petróleo y demás materias primas. El creciente protagonismo de una coyuntura macroeconómica más débil indujo la caída de las cotizaciones bursátiles y la ampliación de los diferenciales de los mercados emergentes, aunque en diferente grado según el país y la región.

¹ Este análisis abarca el periodo comprendido entre finales de mayo y el 22 de agosto de 2008.

Los mercados crediticios reflejan el deterioro cíclico

Tras la mejora generalizada de las condiciones en los mercados crediticios a raíz de la absorción de Bear Stearns propiciada por las autoridades a mediados de marzo, los diferenciales de rendimiento volvieron a sufrir presiones alcistas desde finales de mayo. Mientras los mercados trataban de evaluar el impacto de la evolución cíclica sobre la calidad crediticia, su atención dejó de centrarse casi en exclusiva en la solvencia del sistema financiero para desplazarse progresivamente hacia las perspectivas macroeconómicas más generales. En particular, la nueva coyuntura de mayor inflación y menor crecimiento hacía temer una erosión de los beneficios empresariales y de la calidad crediticia, no sólo por el coste de los *inputs*, sino también por factores de demanda. En esa tesitura, parece que los mercados crediticios anticiparon un crecimiento gradual de las tasas de incumplimiento y, por ende, mayores pérdidas en el sector financiero, aunque sin el desapalancamiento desordenado observado en meses anteriores.

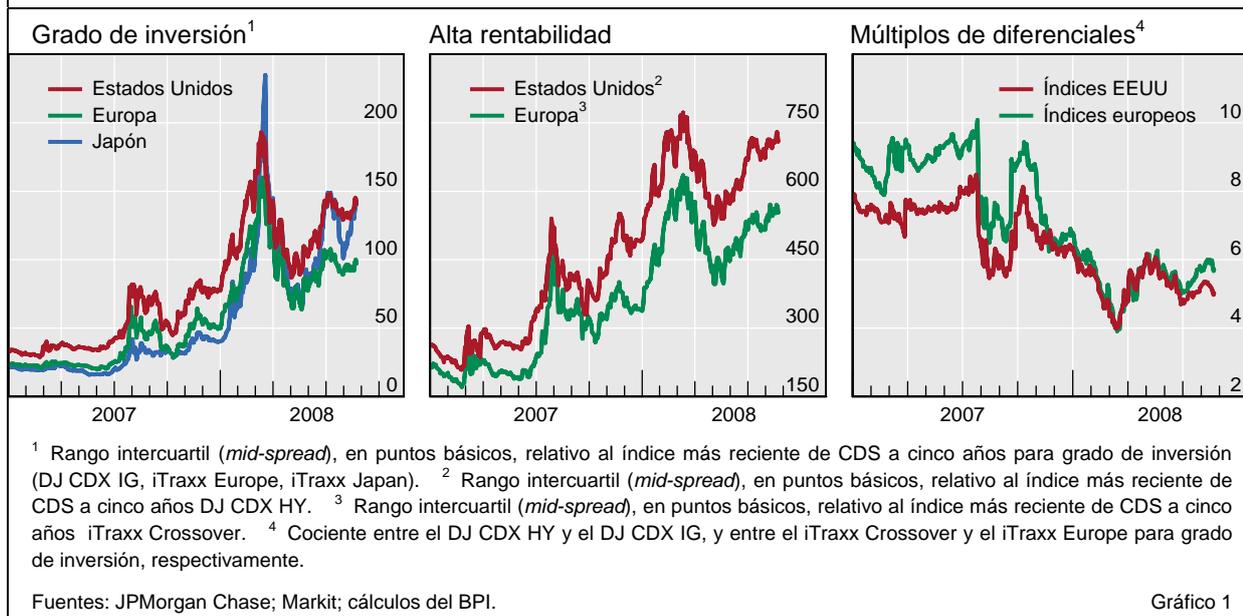
En este contexto, los índices de referencia de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) vieron aumentos generalizados de los diferenciales entre finales de mayo y el 22 de agosto, pese a una cierta moderación a partir de mediados de julio. La ampliación de los diferenciales evidenció nuevos temores al afloramiento de pérdidas contables en el sector financiero y a la debilidad de los mercados bursátiles, y ello pese a la mejora de la confianza de los mercados ante el retroceso de los precios del petróleo y las medidas de respaldo a dos agencias semipúblicas de financiación hipotecaria por parte de las autoridades estadounidenses. En conjunto, al término del periodo analizado a finales de agosto, el diferencial medido por el índice CDX de alta rentabilidad a cinco años se había ampliado en Estados Unidos casi 136 puntos básicos para aproximarse a 709, mientras que el diferencial para grado de inversión sumaba otros 39 puntos básicos hasta rondar los 141. Los índices de CDS europeos y japoneses básicamente reflejaron la evolución de los estadounidenses, con aumentos de los diferenciales de grado de inversión de 19 y 58 puntos básicos, respectivamente. Por su parte, el índice crediticio europeo iTraxx Crossover a cinco años creció 106 puntos básicos hasta 553 (véase el Gráfico 1).

A comienzos de junio, reaparecieron los temores sobre los balances del sector financiero, ante las rebajas de la calificación crediticia de las principales aseguradoras de bonos (*monolines*) y el deterioro de las perspectivas de beneficios de las instituciones financieras. En este sentido, Moody's decidía el 4 de junio someter a revisión para su posible rebaja las calificaciones de MBIA y Ambac, mientras Standard & Poor's recortaba al día siguiente la calificación de ambas desde AAA hasta AA. Más adelante ese mismo mes, volvieron a rebajarse las calificaciones de las *monolines* y las aseguradoras hipotecarias, reavivando el temor a una depreciación contable de los instrumentos asegurados por ellas y a las consiguientes ventas de activos. La debilidad de los resultados de los principales bancos de inversión anunciados a mediados de junio consolidó el clima adverso imperante, recordando a los mercados que el ajuste cíclico asociado a la crisis financiera distaba de haber finalizado. Así

Nueva ampliación de los diferenciales de rendimiento...

... ante las rebajas de calificación de las aseguradoras de bonos...

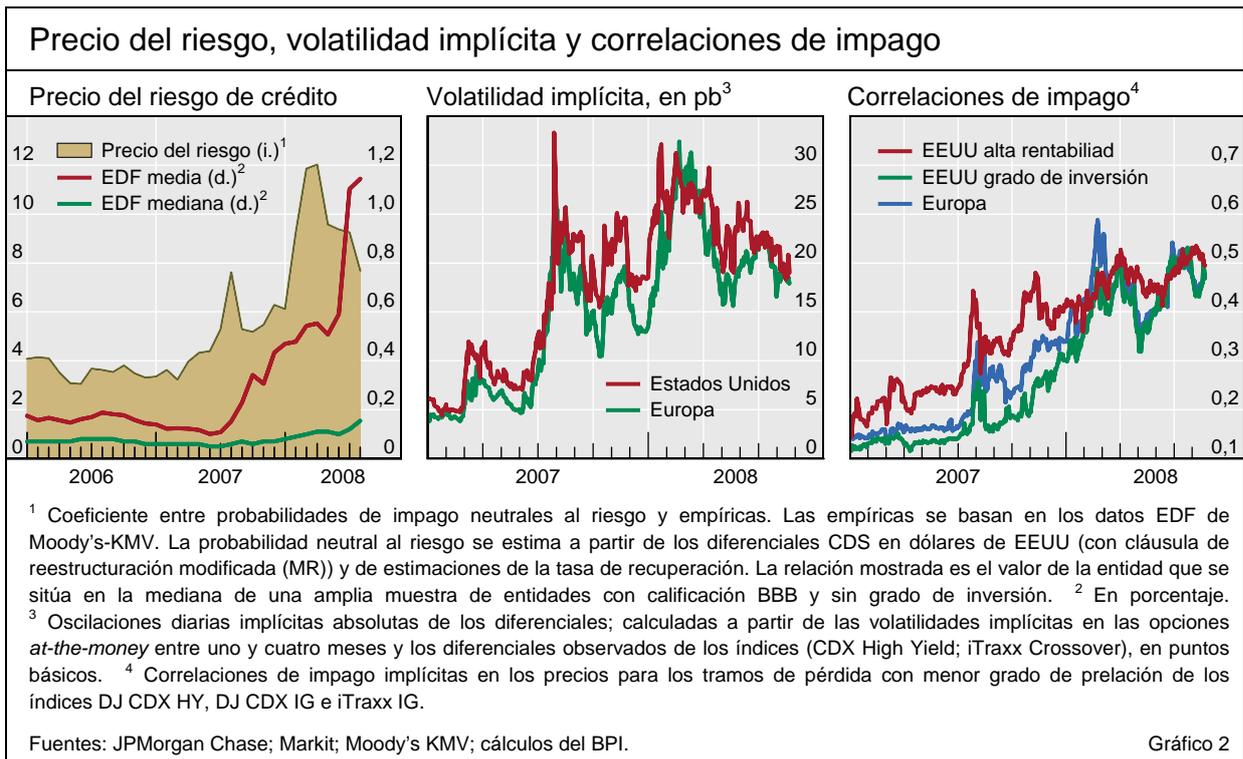
Índices de diferenciales de rendimiento



pues, los precios en los mercados crediticios sufrieron un reajuste generalizado y los diferenciales de rendimiento del sector financiero se ampliaron, haciendo que en junio los índices de grado de inversión evolucionaran relativamente peor que los de la deuda de peor calidad (véase el panel derecho del Gráfico 1).

Pese a esta evolución, los cinco principales índices crediticios permanecieron muy por debajo de los niveles récord alcanzados en marzo de 2008, lo que lleva a pensar que los temores sobre el riesgo sistémico no han retomado sus cotas anteriores. Algo similar se deriva de la recuperación de los volúmenes negociados en los mercados internacionales de instrumentos de deuda, donde las emisiones brutas del sector financiero y otras entidades con grado de inversión aumentaron hasta los 370.000 millones de dólares en el segundo trimestre (véanse más detalles en la sección "Aspectos más destacados" de esta publicación). La tolerancia al riesgo también se recuperó desde los escasos niveles observados previamente este año, como sugiere el precio del riesgo de crédito calculado a partir de las probabilidades de incumplimiento empíricas e implícitas en los diferenciales de rendimiento de los prestatarios de baja calidad crediticia (véase el panel izquierdo del Gráfico 2). Con todo, las primas de riesgo se mantuvieron elevadas, en consonancia con las volatilidades implícitas en las opciones sobre índices de CDS, que continuaron por encima de los niveles previos a la crisis financiera de mediados de 2007 (véase el panel central del Gráfico 2). Al mismo tiempo, las correlaciones de incumplimiento implícitas en los productos de índices por tramos permanecieron elevadas tanto en Estados Unidos como en Europa, dado que los inversionistas asignaban una mayor ponderación a los factores de riesgo cíclicos que a los específicos de cada empresa (véase el panel derecho del Gráfico 2). En consecuencia, la evolución observada de los precios siguió reflejando expectativas de un aumento cíclico de las tasas de incumplimiento.

... y las expectativas de un aumento cíclico de las tasas de incumplimiento



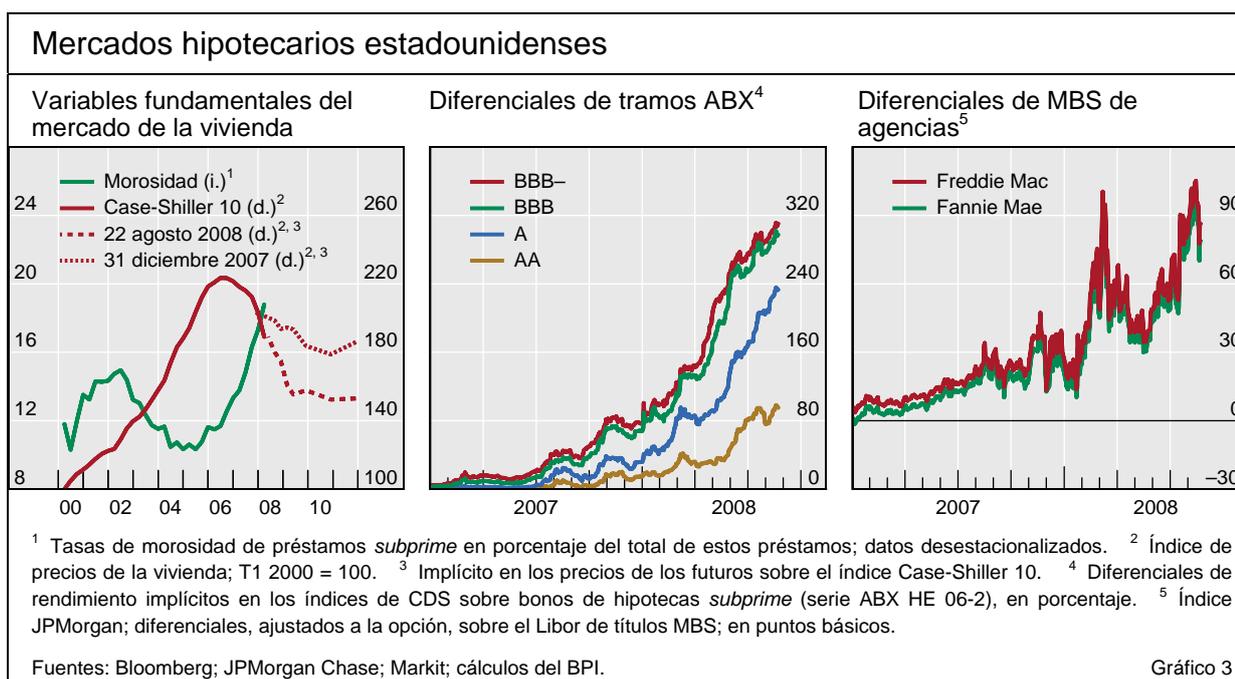
La mayor debilidad de los mercados de la vivienda acrecentó el cariz negativo de las expectativas cíclicas. La tasa de morosidad y las ejecuciones hipotecarias volvieron a aumentar en Estados Unidos, mientras las previsiones auguran un largo proceso de depreciación de los precios de la vivienda (véase el panel izquierdo del Gráfico 3). También se observaron indicios de moderación de estos precios en las principales economías europeas, mientras en Japón las quiebras en los sectores inmobiliario y de la construcción presionaban sobre los diferenciales de rendimiento. La debilidad generalizada de los mercados de la vivienda implicó nuevas pérdidas de valor de los bonos de titulización hipotecaria (MBS), incluido el segmento hipotecario estadounidense de alto riesgo (*subprime*), que en junio y julio sufrió las primeras depreciaciones de activos en los principales índices sobre préstamos hipotecarios concedidos en 2006 (véase el panel central del Gráfico 3 y un análisis más detallado de estos instrumentos en el artículo monográfico al respecto incluido en esta misma publicación). Conforme se acentuaba el deterioro del mercado hipotecario, la incertidumbre sobre las pérdidas futuras y las correspondientes necesidades de capital avivó los temores sobre la capacidad de las entidades bancarias para ampliar los 352.000 millones de dólares que han venido captando desde el inicio de la crisis. Análogas preocupaciones afectaron a dos importantes agencias hipotecarias estadounidenses, pese a los comunicados de su supervisor sobre la adecuada capitalización de ambas. En respuesta a esta situación, los diferenciales de rendimiento de la deuda de dichas agencias (véase el panel izquierdo del Gráfico 4) y de los MBS asegurados por ellas volvieron a ampliarse a finales de junio hasta sus niveles de marzo de 2008 (véase el panel derecho del Gráfico 3).

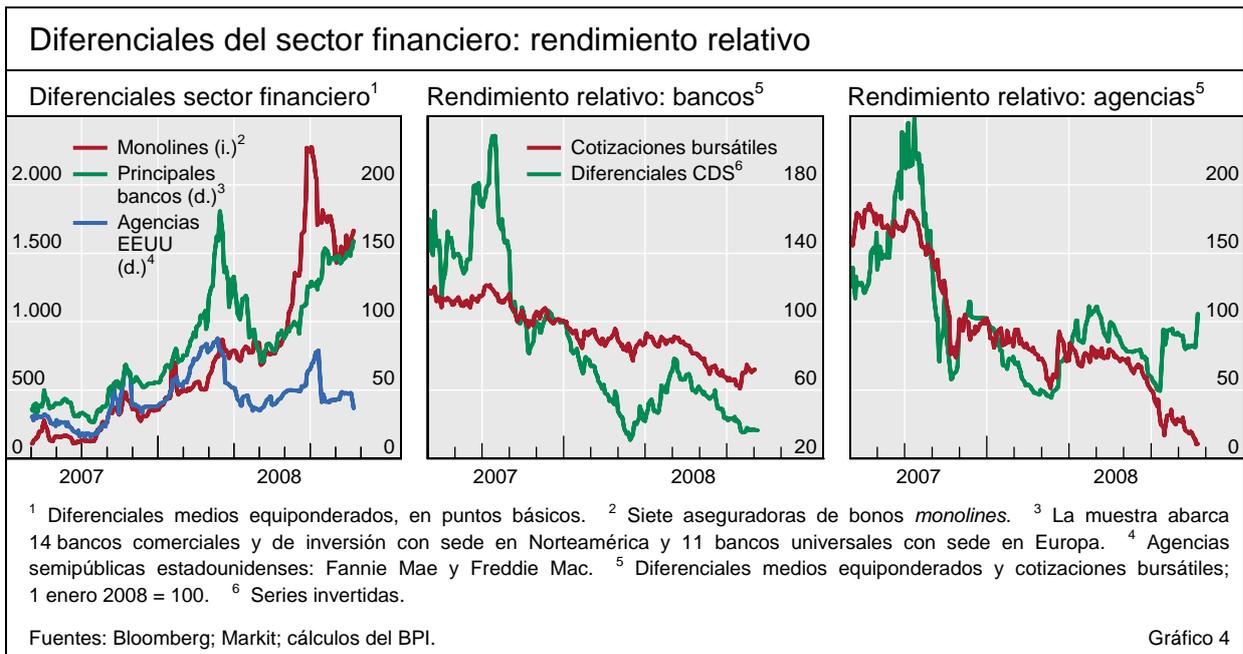
Mejora el clima de confianza en julio...

El clima de confianza experimentó una cierta mejoría en julio y los diferenciales de rendimiento, especialmente en el segmento de grado de inversión, invirtieron en parte su anterior recorrido al alza. El detonante inmediato del ajuste de los diferenciales fue un retroceso de los precios del petróleo desde su récord del 3 de julio, junto al anuncio de resultados superiores a lo previsto por parte de algunas empresas estadounidenses al principio del periodo de publicación de beneficios y a las medidas de apoyo oficial al mercado inmobiliario norteamericano. Con todo, los diferenciales de las citadas agencias continuaron ampliándose a comienzos de julio, con un desplome de sus cotizaciones tras el fin de semana del 4 de julio (véase más adelante la sección sobre mercados bursátiles). Ante la pérdida de confianza en la viabilidad duradera de las agencias hipotecarias estadounidenses y con buena parte de la restante actividad de originación hipotecaria dependiendo de los procesos de titulización de dichas agencias, las autoridades decidieron intervenir el domingo 13 de julio a través de un plan de medidas de respaldo. Las iniciativas propuestas, rápidamente aprobadas por el Congreso, autorizaban al Tesoro a ampliar su línea de crédito y a adquirir acciones de éstas. Complementando estas medidas, la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal otorgó potestad temporal al Banco de la Reserva Federal de Nueva York para conceder préstamos a estas agencias en caso necesario.

... en respuesta a las medidas de respaldo a las agencias hipotecarias de EEUU

Los diferenciales de rendimiento se ampliaron en días posteriores, tras la intervención de una importante institución de crédito hipotecario californiana por parte del fondo de garantía de depósitos estadounidense (US Federal Deposit Insurance Corporation), si bien luego retrocedieron durante el resto del mes (véase el Gráfico 1). Este cambio de tendencia respondió al éxito de la emisión de deuda de una de las agencias hipotecarias por importe de 3.000 millones de dólares realizada el 17 de julio. Las valoraciones de la





deuda de las agencias también se recuperaron desde sus mínimos de mediados de julio, superando la evolución de sus acciones, ya que los mercados parecían opinar que las medidas de respaldo propuestas estaban destinadas principalmente a apoyar a los inversionistas en deuda. Esta dinámica contrastó con la evolución de los diferenciales de otras importantes instituciones financieras, que fue relativamente peor que la de los precios de sus acciones (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 4). Por su parte, los diferenciales de los MBS asegurados por las agencias se estrecharon menos y de forma más lenta que los de la deuda de dichas agencias, sugiriendo una constante escasez de demanda de productos hipotecarios estadounidenses por parte de inversionistas institucionales y extranjeros (panel derecho del Gráfico 3).

Hacia finales de agosto, los diferenciales de rendimiento habían vuelto a crecer. El comunicado de última hora realizado el 28 de julio por un importante banco estadounidense anunciando una pérdida contable adicional de 4.400 millones de euros por la venta de bonos de titulización de deuda (CDO), así como las pérdidas trimestrales por encima de lo previsto dadas a conocer en agosto por las dos mayores agencias hipotecarias estadounidenses y las principales compañías de seguros, recordaron que los temores sobre la calidad de los activos no se disiparían fácilmente. Pese a los 503.000 millones de dólares a que asciende la cifra agregada de depreciaciones de activos en bancos e intermediarios financieros desde el inicio de la crisis crediticia en 2007, los mercados seguían previendo nuevas pérdidas contables y ulteriores ventas directas de activos, lo que intensificaría las actuales restricciones de capital y las concomitantes necesidades de financiación. A su vez, las condiciones de financiación más estrictas, unidas a los menores beneficios empresariales, podrían seguir lastrando la calidad crediticia y las valoraciones relativas en los distintos segmentos del mercado.

Previsible continuidad de los temores sobre la calidad de los activos

Los mercados de deuda reflejan las cambiantes perspectivas sobre crecimiento e inflación

Desciende el rendimiento de la deuda pública...

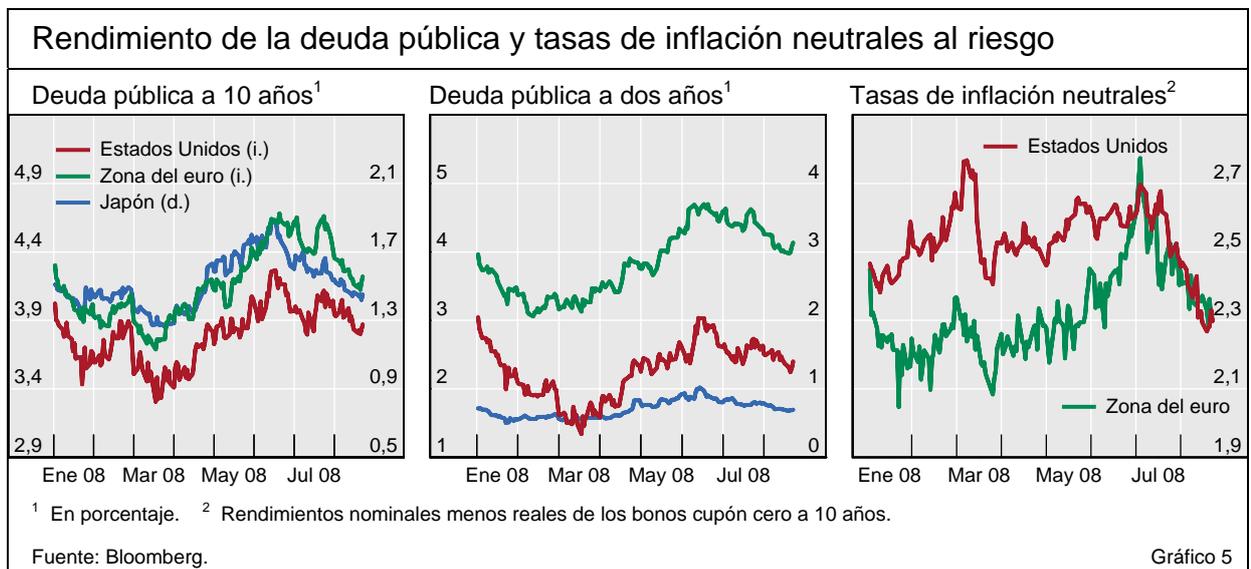
Los rendimientos de la deuda pública disminuyeron durante el periodo analizado en las principales economías avanzadas, por el deterioro de las expectativas de crecimiento y la mejora de las perspectivas de inflación a corto plazo. El 22 de agosto de 2008, el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años se situaba en el 3,87%, unos 20 puntos básicos por debajo de su nivel a finales de mayo. En el mismo periodo, los rendimientos de la deuda a 10 años en la zona del euro y Japón cayeron en torno a 20 y 30 puntos básicos, hasta el 4,22% y el 1,45%, respectivamente (véase el panel izquierdo del Gráfico 5). Los rendimientos a dos años también retrocedieron, situándose en el 2,40% en Estados Unidos, el 4,13% en la zona del euro y el 0,69% en Japón, aproximadamente 20 puntos básicos por debajo de los niveles de finales de mayo (véase el panel central del Gráfico 5).

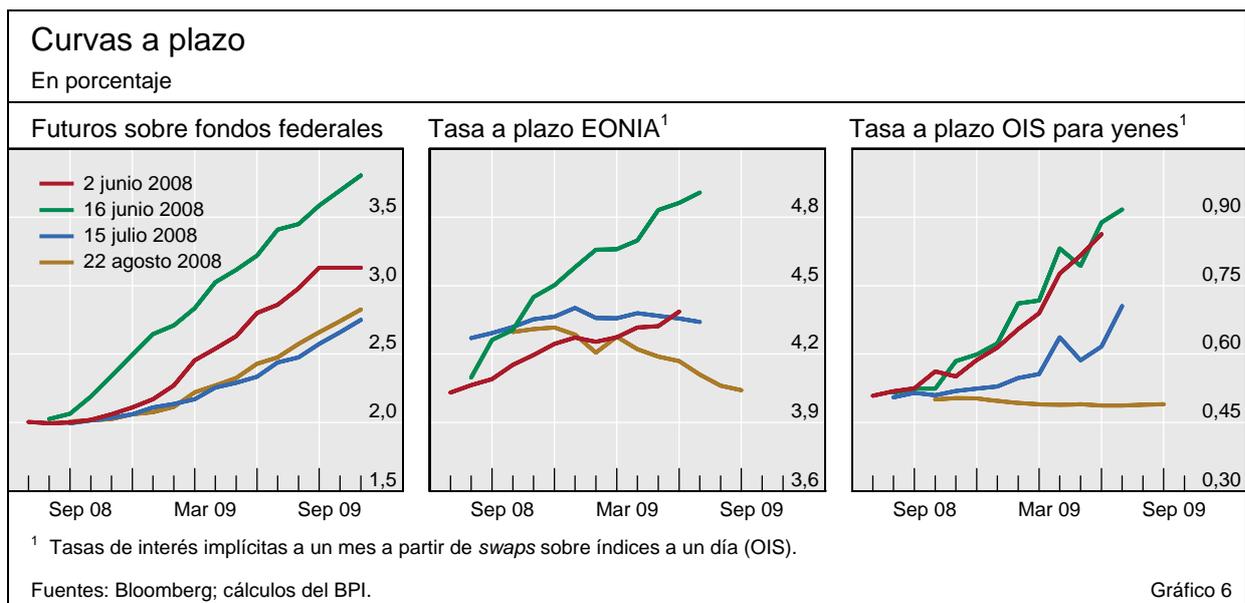
... como reflejo de menores expectativas de crecimiento...

El descenso de los rendimientos nominales reflejó en parte cambios en las expectativas de crecimiento. Las rentabilidades a largo plazo cayeron en los tres principales mercados entre mediados de junio y mediados de julio, en un entorno de inquietud por la situación de las agencias hipotecarias estadounidenses. Pese a su ligero incremento a partir de mediados de julio tras las medidas de apoyo oficial a las citadas agencias estadounidenses, los rendimientos volvieron a caer a finales de julio y durante el mes de agosto, principalmente al revisarse a la baja algunos indicadores económicos y publicarse nuevos datos sorprendentemente negativos.

... y de las previsible respuestas de política monetaria

Al mismo tiempo, se revisaron a la baja las expectativas sobre la evolución de las tasas de interés objetivo a corto plazo. En el caso de Estados Unidos, los precios de los futuros sobre fondos federales descontaban a finales de agosto subidas de las tasas de interés a un ritmo significativamente más lento que el anticipado unos meses antes (véase el panel izquierdo del Gráfico 6). En la zona del euro, pese a que los precios del *swap* de EONIA sugerían a mediados de junio subidas de las tasas objetivo por el BCE en los





12 meses siguientes, en agosto los mercados ya anticipaban el descenso de las mismas (véase el panel central del Gráfico 6). En Japón, las expectativas para 2009 han pasado de anticipar subidas de las tasas objetivo a indicar una política de estabilidad (véase el panel derecho del Gráfico 6).

Las expectativas de inflación en los mercados se moderaron durante el periodo analizado, al menos las implícitas en las tasas de inflación neutrales, es decir la diferencia entre el rendimiento de los títulos nominales y el de aquellos indexados a la inflación². El 22 de agosto, las tasas de inflación neutrales derivadas de los rendimientos de los títulos a 10 años se situaban en el 2,30%, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, tras registrar desde finales de mayo descensos cercanos a los 15 y 35 puntos básicos, respectivamente (véase el panel derecho del Gráfico 5). La moderación fue más acusada en los plazos cortos de la curva de rendimientos; así, por ejemplo, la tasa de inflación neutral a un año para un horizonte de dos años cayó casi 70 puntos básicos desde finales de mayo en Estados Unidos y 35 puntos básicos en la zona del euro (véase el panel izquierdo del Gráfico 7). Estas caídas coincidieron con el retroceso de los precios del petróleo y otras materias primas desde los niveles astronómicos observados a comienzos de julio, lo que parece haber atemperado el temor a presiones inflacionistas a corto plazo (panel derecho del Gráfico 7).

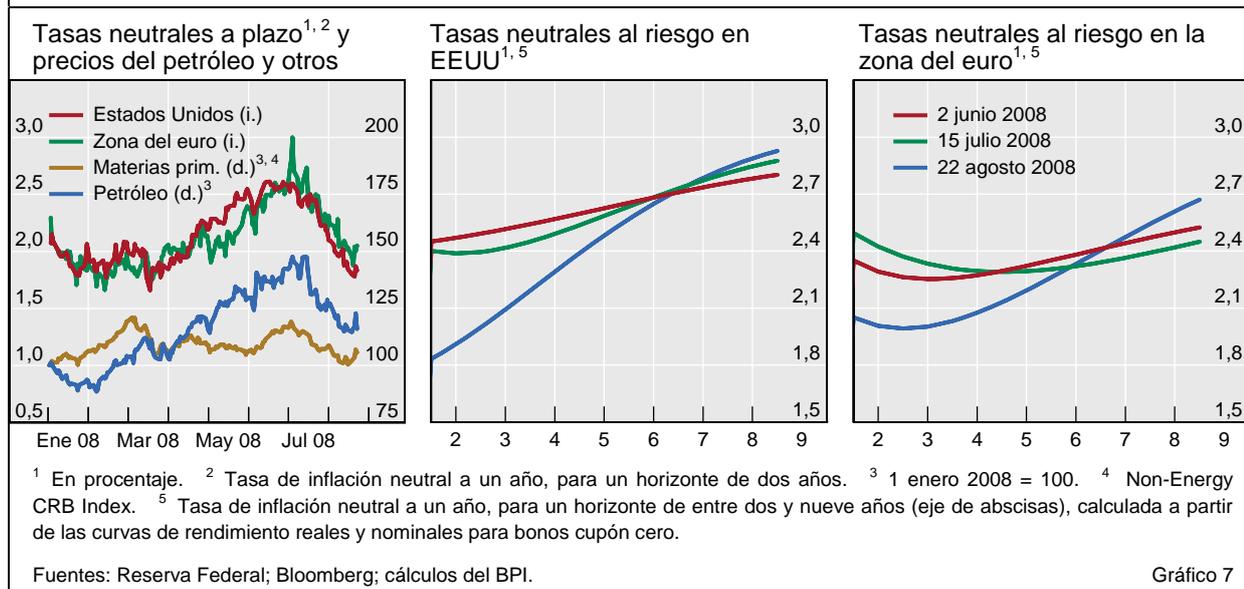
Simultáneamente, las tasas de inflación neutrales a plazo presentaban un panorama muy distinto. Entre comienzos de junio y finales de agosto, subieron para horizontes superiores a los seis años tanto en Estados Unidos como en la zona del euro (paneles central y derecho del Gráfico 7). La persistente inquietud ante la inflación a largo plazo reflejaba la opinión de los inversionistas en cuanto a que los principales bancos centrales podrían verse

Las tasas de inflación neutrales también descienden...

... pese a la persistencia de los temores sobre la inflación a largo plazo

² Las tasas de inflación neutrales no sólo reflejan las expectativas de inflación, sino también las primas de riesgo que compensan a los inversionistas por el riesgo de inflación asumido; véase una discusión más detallada en el artículo monográfico al respecto incluido en esta misma publicación.

Tasas de inflación neutras a plazo y precios de las materias primas



obligados a mantener una política monetaria más acomodaticia de lo normal con el fin de contener los riesgos sobre el crecimiento económico en un entorno de tensión financiera.

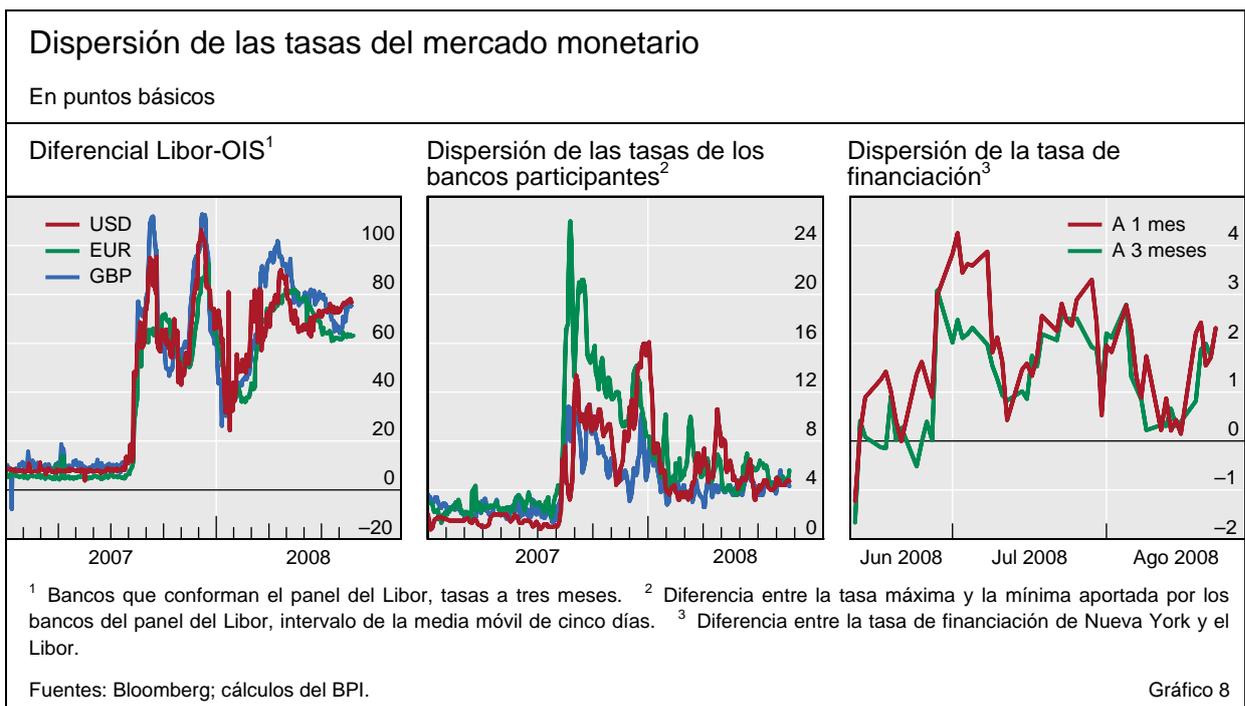
Siguen los problemas de financiación en los mercados monetarios interbancarios

Siguen las tensiones en los mercados monetarios...

Mientras los mercados de deuda plasmaban en gran medida las expectativas de crecimiento e inflación durante el periodo analizado, los mercados monetarios se vieron más afectados por los temores sobre la situación del sector financiero. Los diferenciales entre las tasas Libor y las correspondientes a los *swaps* sobre índices a un día (OIS), que reflejan el riesgo de crédito de contraparte y factores de liquidez, permanecieron elevados (véase el panel izquierdo del Gráfico 8). Al mismo tiempo, las subastas de liquidez en dólares estadounidenses del BCE y el Banco Nacional de Suiza siguieron estando muy concurridas.

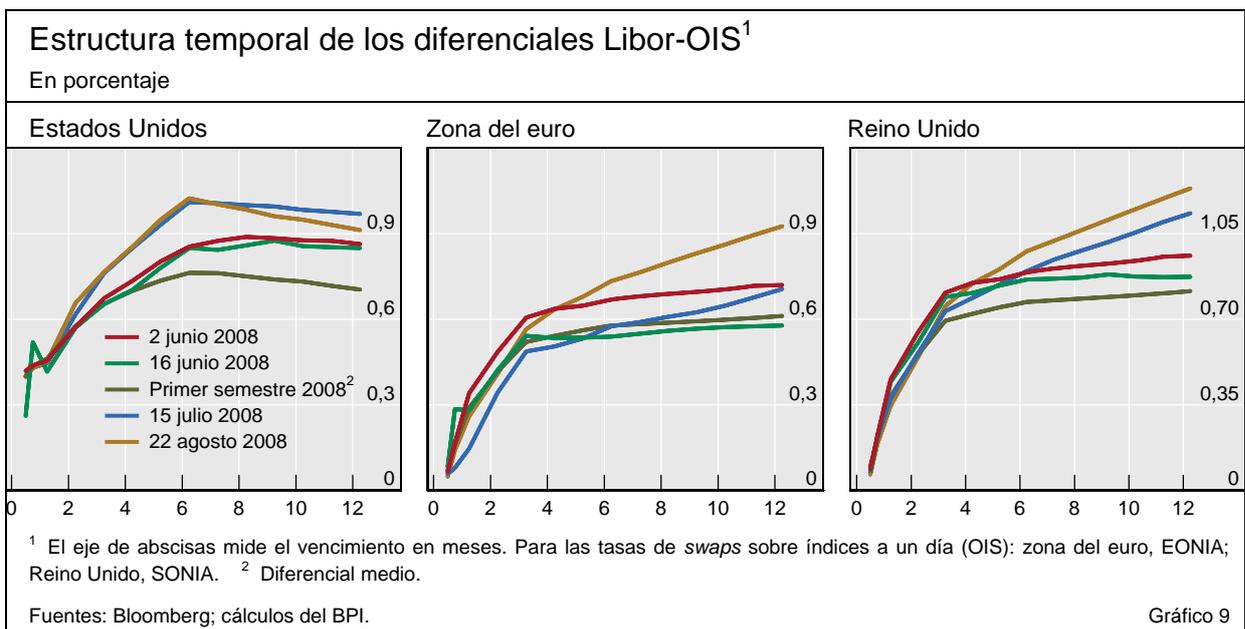
... pese a las nuevas iniciativas de los bancos centrales

Asimismo, los diferenciales Libor-OIS en dólares estadounidenses apenas reaccionaron al comunicado de la Reserva Federal el 30 de junio anunciando nuevas medidas para aumentar la eficacia de sus facilidades de liquidez, una prueba más de las continuas tensiones sufridas por los mercados monetarios interbancarios en dólares. Dichas medidas incluían una prórroga de la Facilidad de Crédito a Intermediarios en el Mercado Primario (*Primary Dealer Credit Facility*, PDCF) y de la Facilidad de Préstamo a Plazo de Valores (*Term Securities Lending Facility*, TSLF) hasta finales de enero de 2009, junto con la introducción de un mecanismo de subasta de opciones sobre fondos del programa TSLF por importe de 50.000 millones de dólares para facilitar la operativa de los mercados en momentos de mayor incertidumbre, como los últimos días de cada trimestre. Asimismo, y a fin de complementar la concesión de préstamos a 28 días en el marco del vigente programa de Facilidades de Financiación a Plazo mediante Subasta (*Term Auction Facility*,



TAF), se aprobaron nuevos préstamos TAF a 84 días. Del mismo modo, tanto el BCE como el BNS anunciaron cambios en el perfil de vencimientos de los fondos disponibles en sus propias subastas de dólares estadounidenses.

Con todo, la inquietud sobre la estabilidad y fiabilidad del mecanismo de formación de la tasa interbancaria Libor fue menos acusada durante el periodo analizado. La dispersión de las tasas aportadas por los bancos que participan en el cómputo del Libor se estabilizó en los tres principales mercados Libor (véase el panel central del Gráfico 8), lo que presumiblemente revelaría menor incertidumbre sobre las necesidades de financiación a corto plazo de las entidades bancarias. Al mismo tiempo, también tendió a atemperarse la preocupación ante la posibilidad de que los bancos hubieran notificado tasas



de interés por debajo de sus verdaderos costes de endeudamiento. Esto podría explicarse en parte por el hecho de que un importante intermediario financiero comenzó a elaborar el 11 de junio una nueva tasa de interés interbancaria a partir de encuestas para la plaza de Nueva York (*New York funding rate*, NYFR). Los diferenciales entre esta medida y el Libor permanecieron en gran parte dentro de una banda relativamente estrecha de 2 a 3 puntos básicos, lo que indicaría que las tasas Libor no quedaron sesgadas a la baja durante el periodo (véase el panel derecho del Gráfico 8). Con todo, la estructura temporal de los diferenciales Libor-OIS anticipaban que las tensiones en los mercados interbancarios no remitirían en el futuro inmediato (véase el Gráfico 9).

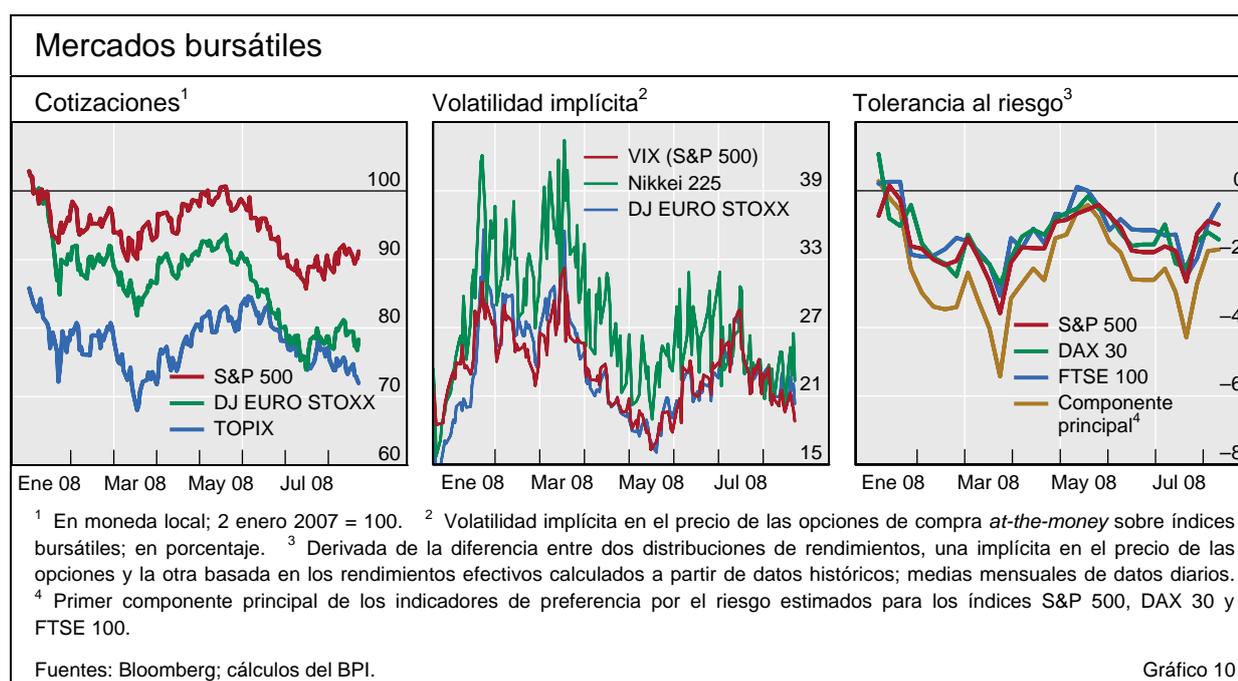
Caídas de los mercados bursátiles ante el temor por el crecimiento económico

Caen las bolsas ante las desfavorables noticias del sector financiero...

Lastradas por los temores sobre el crecimiento y los nuevos anuncios de pérdidas en el sector financiero, las bolsas retrocedieron a mediados de julio hasta mínimos desconocidos desde el último trimestre de 2005, para recuperar luego parte del terreno perdido (véase el panel izquierdo del Gráfico 10). Hacia finales de agosto, el índice S&P 500 había perdido casi un 8% frente a sus niveles de finales de mayo, mientras las plazas europeas y japonesas cedían alrededor de un 14%. Estas caídas guardaron consonancia con los indicios de un aumento de las primas de riesgo, como se desprendía de las mayores volatilidades implícitas en los precios de las opciones y la menor tolerancia de los inversionistas al riesgo (paneles central y derecho del Gráfico 10).

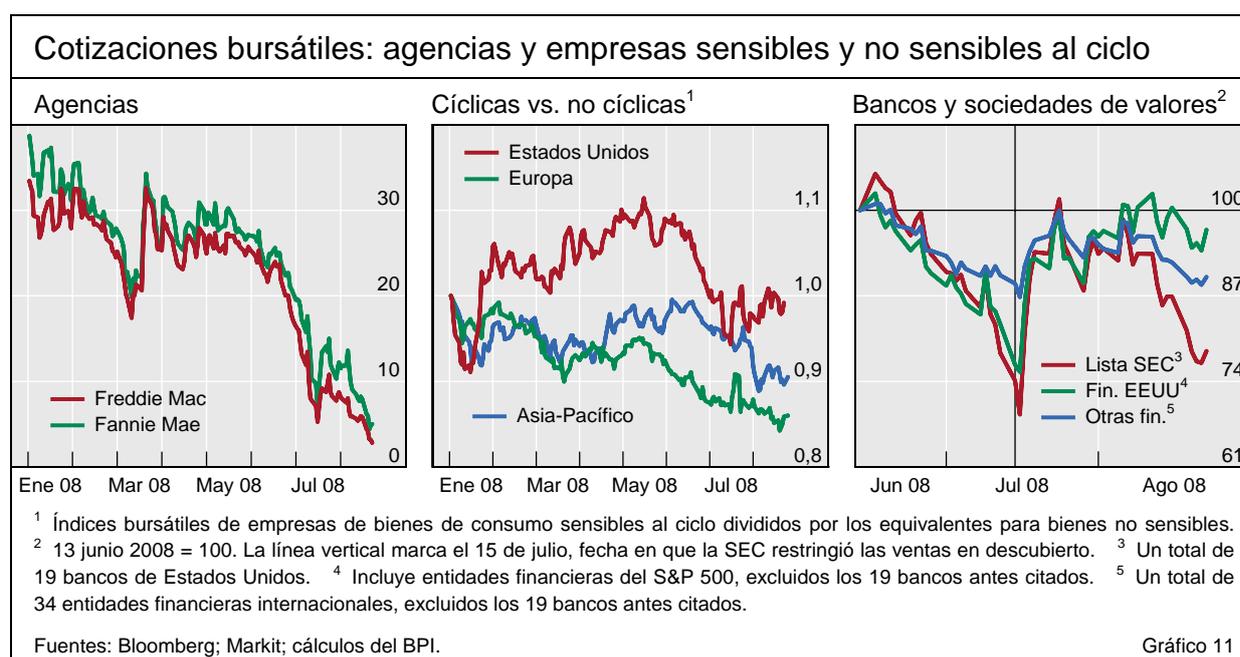
... y los temores sobre el crecimiento económico

Los descensos de las cotizaciones bursátiles entre finales de mayo y mediados de julio reflejaron noticias desfavorables sobre la solvencia de algunas de las principales instituciones financieras, el encarecimiento del



petróleo y el deterioro de los beneficios empresariales. A comienzos de junio se reavivaron los temores sobre la situación del sector financiero, tras rebajarse la calificación de las aseguradoras de bonos estadounidenses y observarse presiones constantes sobre los balances bancarios (véase anteriormente la sección sobre los mercados crediticios). El clima de confianza siguió erosionándose en julio, ante los temores sobre la suficiencia del capital de las agencias hipotecarias estadounidenses y los malos resultados de varias instituciones financieras. Las acciones de las agencias hipotecarias estadounidenses se desplomaron, con pérdidas en el caso de Fannie Mae y Freddie Mac de un 74% y un 79% respectivamente entre finales de mayo y mediados de julio. La inquietud por la debilidad del sector financiero también se reflejó en las acciones de los bancos comerciales e intermediarios financieros, que evolucionaron relativamente peor que las de otros sectores en ese mismo periodo.

A partir de mediados de julio, las bolsas recuperaron parte del terreno perdido, impulsadas por una combinación de factores positivos, como el anuncio de un paquete de medidas de respaldo a las agencias hipotecarias estadounidenses, el retroceso de los precios del petróleo y otras materias primas y la adopción de nuevas medidas de emergencia por parte de la Comisión de Valores y Bolsa estadounidense (*Securities and Exchange Commission, SEC*) con el fin de frenar las ventas en descubierto de acciones de los principales bancos e intermediarios financieros. Las noticias sobre el paquete de medidas de respaldo a las agencias hipotecarias estadounidenses impulsaron sus cotizaciones al alza desde los mínimos registrados el 15 de julio. Sin embargo, siguió reinando la incertidumbre entre los inversionistas sobre la solvencia de estas agencias y la necesidad de una intervención de los poderes públicos, propiciando a la larga el desplome de sus cotizaciones hasta sus niveles de los años 80. Las acciones de los bancos comerciales e intermediarios financieros también se recuperaron a mediados de julio,



alentadas por el cierre de posiciones cortas en esas acciones tras las medidas transitorias adoptadas por la SEC relativas a las ventas en descubierto de valores sin tomarlos previamente prestados (panel derecho del Gráfico 11). En conjunto, los temores sobre el crecimiento económico, junto con el anuncio de resultados empresariales sorprendentemente negativos, propiciaron que durante el periodo analizado las acciones de compañías que producen bienes de consumo sensibles al ciclo evolucionaran peor que los valores no cíclicos durante el periodo analizado (panel central del Gráfico 11). Del mismo modo, y pese a una transitoria corrección al alza en la última parte de agosto, el abaratamiento del petróleo y de otras materias primas se tradujo en una caída de las acciones relacionadas con la energía y las materias primas.

Los mercados emergentes afrontan un entorno más complicado

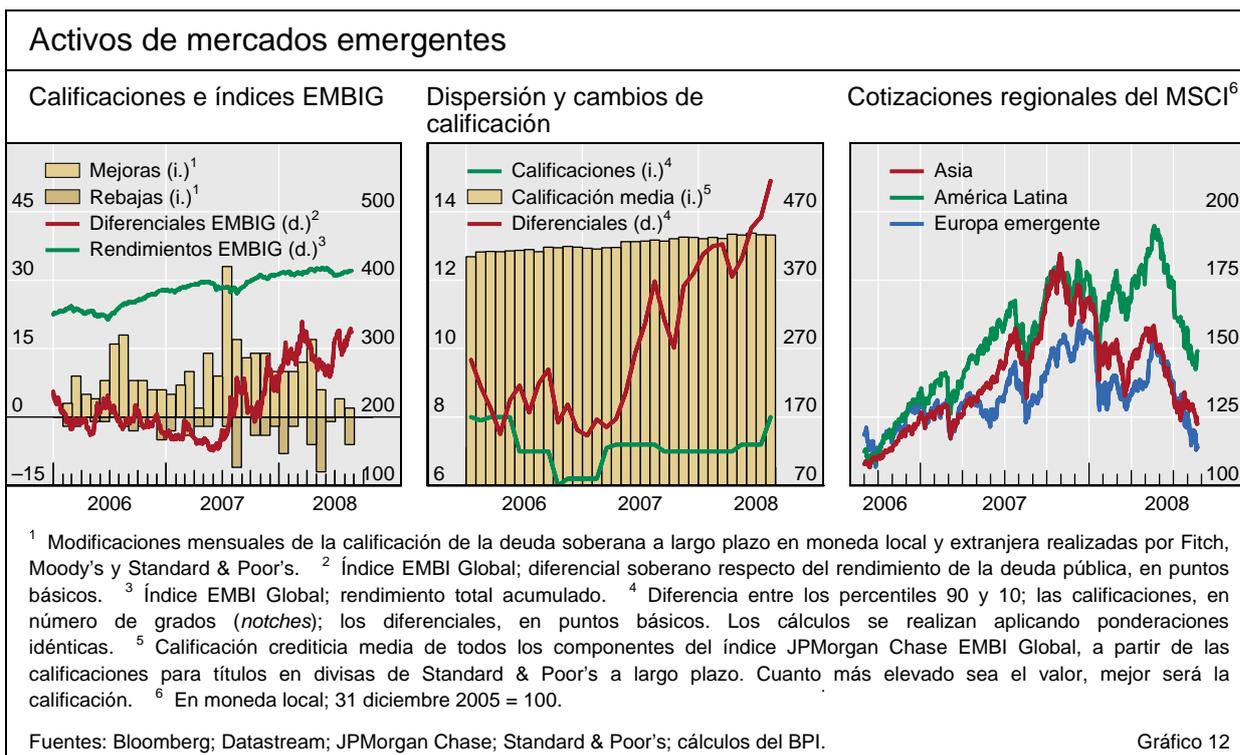
Los activos de
mercados
emergentes...

Los mercados emergentes, caracterizados por su buen comportamiento relativo durante gran parte de 2007 y en los primeros compases de 2008, han asistido a un profundo cambio del entorno económico en los últimos meses. Ante la prolongación de la crisis crediticia y la aparición de señales de debilidad económica en las principales economías avanzadas, las condiciones de financiación externa comenzaron a endurecerse, con el consiguiente aumento de los riesgos, sobre todo para los países con balanzas por cuenta corriente negativas. Simultáneamente, y como reflejo de los elevados precios de los alimentos y de la energía, las tasas de inflación mantuvieron su tendencia alcista, amenazando las rentas reales y la rentabilidad empresarial. Como resultado, comenzó a cuestionarse el posible desacople de los mercados emergentes, mientras los inversionistas prestaban mayor atención a los cambios en las condiciones macroeconómicas y a las políticas económicas asociadas.

... se vieron
lastrados por el
temor a la
inflación...

Los diferenciales de rendimiento de los mercados emergentes, medidos por el índice EMBIG, se ampliaron desde un mínimo cercano a los 260 puntos básicos a mediados de junio hasta alrededor de 324 al final del periodo analizado, cerca de los máximos registrados en el momento álgido del episodio de ventas generalizadas de instrumentos de deuda del mes de marzo. Aunque se ampliaron los diferenciales, los rendimientos del bono del Tesoro estadounidense a 10 años retrocedieron unos 19 puntos básicos desde sus niveles de finales de mayo (véase anteriormente la sección sobre los mercados de deuda), por lo que la rentabilidad del índice EMBIG resultó sólo ligeramente negativa, en torno a un $-0,5\%$ (véase el panel izquierdo del Gráfico 12). A pesar de las previsiones de crecimiento económico relativamente buenas para los mercados emergentes, el temor a la inflación y las expectativas de menor crecimiento en las economías avanzadas socavaron la confianza de los inversionistas. Este hecho introdujo presiones sobre los diferenciales de rendimiento de la deuda de los países con importantes necesidades de financiación por cuenta corriente, como los de Europa oriental, dada su dependencia de los flujos de inversión directa y de cartera procedentes de la Unión Europea. Al permanecer casi invariables las calificaciones del país promedio incluido en el índice EMBIG, la dispersión de

... el deterioro de
las condiciones de
financiación
externa...



los diferenciales volvió a aumentar, en consonancia con la mayor diferenciación entre emisores realizada por los inversionistas (véase el panel central del Gráfico 12).

Los mercados bursátiles emergentes sufrieron los mismos reveses, erosionando de nuevo la confianza de los inversionistas por la caída generalizada de las bolsas de las economías avanzadas hasta mediados de julio (véase anteriormente la sección sobre los mercados bursátiles). Entre finales de mayo y la última parte de agosto, el índice MSCI de mercados emergentes retrocedió aproximadamente un 20% en moneda local, situándose casi un 9% por debajo de los mínimos registrados a mediados de marzo. Ante la apreciación generalizada del dólar estadounidense entre mediados de julio y finales de agosto, su tipo de cambio efectivo frente a sus principales socios comerciales en mercados emergentes recuperó terreno, finalizando el periodo prácticamente sin cambios respecto a sus niveles de finales de mayo. Como consecuencia, la trayectoria del índice MSCI en dólares fue muy similar a su evolución en moneda local, es decir, unos 13 puntos porcentuales por debajo del S&P 500. Los mercados de América Latina y Europa oriental registraron los mayores descensos durante el periodo analizado, en torno al 22% y 24%, respectivamente. Aunque el retroceso también fue notable en los mercados asiáticos (-19% desde finales de mayo), las bolsas de esta región parecieron beneficiarse transitoriamente hacia finales de julio del descenso de los precios del petróleo y otras materias primas, así como de una menor preocupación por la inflación. Esta dinámica contrastó con la evolución de mercados como el brasileño y el ruso, donde buena parte de los índices MSCI locales están relacionados con las materias primas (véase el panel derecho del Gráfico 12).

... y la erosión de la confianza de los inversionistas