

VI. Los mercados financieros

Aspectos más destacados

A lo largo de 2003, los mercados financieros internacionales fueron testigos de una renovada disposición de los inversionistas a asumir riesgos. En los mercados bursátiles, esta recuperación del apetito por el riesgo desencadenó un intenso recorrido alcista, incluso antes de que comenzaran a anunciarse datos favorables sobre los resultados empresariales y la economía mundial. En los mercados de deuda pública y privada, los diferenciales de crédito se estrecharon hasta rondar mínimos históricos a medida que los inversionistas siguieron buscando rentabilidades superiores a las de los mercados de deuda soberana que, por su mayor seguridad, eran extraordinariamente reducidas. Aunque la mejora de las variables económicas fundamentales justificaba una cierta subida de los precios de los activos, las valoraciones del mercado hacia finales del periodo también parecían estar apoyándose en unas primas de riesgo relativamente bajas. Los inversionistas parecían descontar cada vez más posibles consecuencias adversas.

Los inversionistas en renta fija, por su parte, encontraron dificultades durante gran parte del periodo examinado para mantener una opinión firme sobre la influencia de la coyuntura macroeconómica en la política monetaria. Esta incertidumbre dejó su impronta en los rendimientos a largo plazo, que generalmente constituyen los indicadores adelantados más fiables de las perspectivas económicas globales. Los rendimientos de los bonos oscilaron ampliamente en varias ocasiones, reflejando cambios en las expectativas más que ajustes en las primas por plazo exigidas por los inversionistas. Las fluctuaciones de los rendimientos fueron particularmente pronunciadas en Estados Unidos y Japón y menos acentuadas en la zona del euro.

Tanto los mercados bursátiles como los de deuda no se vieron afectados durante la mayor parte de 2003 por los cambios en la trayectoria aparente de la política monetaria. Sin embargo, a principios de 2004, la percepción acerca de la estrategia de salida de la Reserva Federal pareció convertirse en un factor importante para la configuración del apetito por el riesgo. En abril y mayo, las cifras sorprendentemente positivas del mercado de trabajo estadounidense y el cambio de tono en el discurso de la Reserva Federal acerca de su política acomodaticia reforzaron las expectativas de una subida de los tipos de interés oficiales. En esta ocasión, el consiguiente espaldarazo para los rendimientos de la deuda pública condujo a pérdidas en los mercados bursátiles y en los emergentes, poniendo en evidencia la vulnerabilidad de las valoraciones actuales ante una pérdida de apetito por el riesgo.

Las curvas de rendimientos y la política monetaria

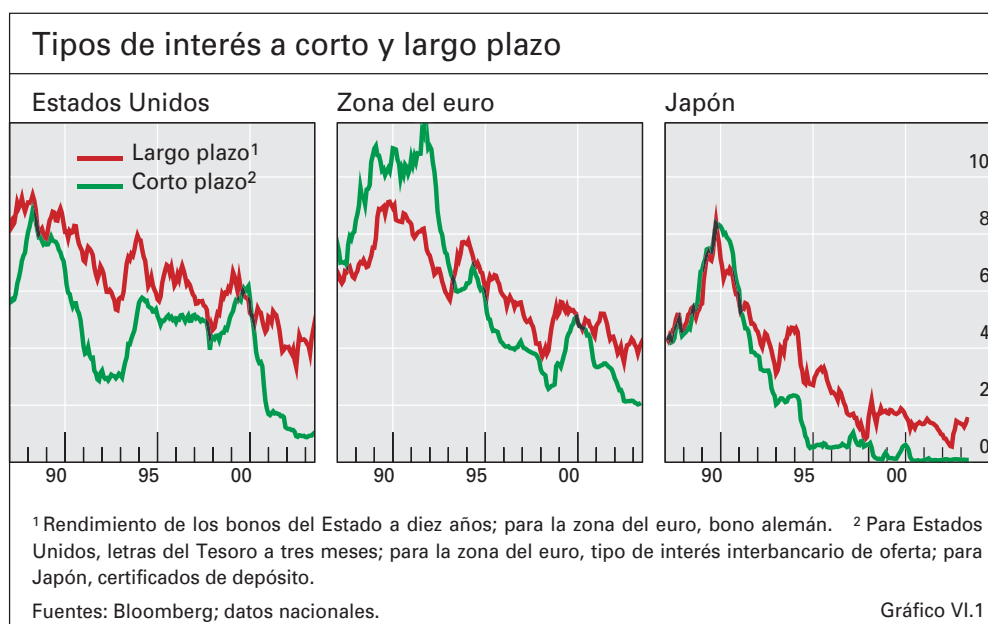
Durante la mayor parte de 2003 y principios de 2004, los mercados de títulos del Estado siguieron una trayectoria independiente con respecto a otros mercados financieros. Aunque los inversionistas en los mercados bursátiles y de deuda hallaron motivos para mostrarse optimistas ante el panorama macroeconómico, los movimientos de las curvas de rendimientos no corroboraron esa valoración con la misma consistencia. A comienzos del periodo, los agentes económicos parecieron sobreestimar la preocupación de la Reserva Federal de Estados Unidos por la deflación, así como su predisposición a utilizar instrumentos menos convencionales. Las ventas masivas a escala mundial durante el verano boreal parecen haber reflejado principalmente una drástica revisión de esas expectativas del mercado y no tanto una mejora repentina de la propia coyuntura económica. La volatilidad se vio ampliada por factores técnicos relacionados con la cobertura de los bonos de titulización hipotecaria y con otras técnicas cuantitativas de gestión del riesgo. A finales de 2003 y principios de 2004, los rendimientos se moderaron a pesar de las revisiones al alza de las previsiones de crecimiento, ya que fue el incierto ritmo de creación de empleo en Estados Unidos el que dominó la formación de expectativas sobre los futuros tipos de interés oficiales. Los rendimientos aumentaron de forma señalada en abril y mayo de 2004, cuando la repentina fortaleza de los datos del mercado de trabajo estadounidense y las señales lanzadas por la Reserva Federal llevaron a los agentes económicos a confiar en que los tipos de interés oficiales comenzarían a subir mucho antes de lo que habían previsto.

Las curvas de rendimientos enviaron señales contradictorias sobre las perspectivas económicas

Curvas de rendimientos y expectativas

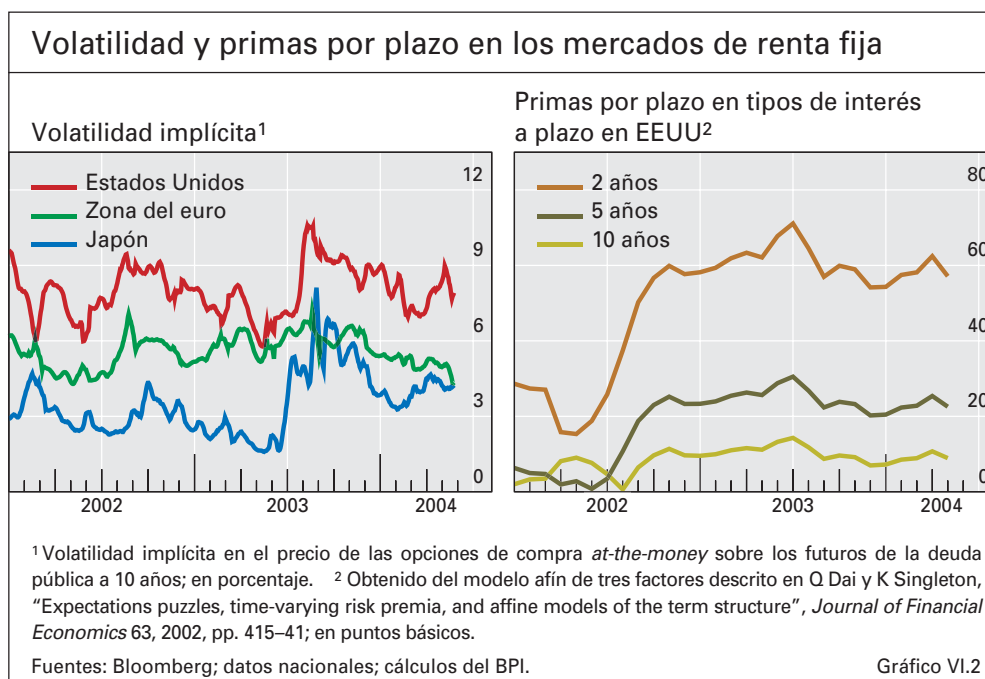
Las curvas de rendimientos en la zona del euro, Japón y Estados Unidos se caracterizaron por bajos niveles de tipos de interés, pendientes pronunciadas entre los tramos de vencimientos a corto y a largo plazo y una alta volatilidad

Tipos de interés a más largo plazo extraordinariamente volátiles ...



en su extremo largo (véase el Gráfico VI.1). Los bajos niveles de las curvas generales se explican en gran parte por el tirón a la baja de los tipos de interés oficiales en el tramo corto y por las expectativas de que éstos se mantendrían bastante bajos durante algún tiempo. De igual modo, las pendientes pronunciadas reflejaron el hecho de que unos tipos de interés tan bajos tendrían que acabar por subir de manera significativa para recuperar sus niveles normales. La característica más notable de las curvas de rendimientos fue la volatilidad que exhibieron los rendimientos a largo plazo dada la relativa estabilidad de los tipos de interés oficiales, particularmente después de los últimos recortes de tipos de interés del BCE y la Reserva Federal en junio de 2003 (véase el Capítulo II). El nivel extraordinariamente bajo de los tipos de interés oficiales pareció generar una incertidumbre inusual en torno a sus consecuencias para la economía y, por ende, para la trayectoria de los tipos de interés en el futuro.

En mercados en los que el banco central controla el tipo de interés a corto plazo, los rendimientos de los títulos de deuda pública con vencimientos a medio plazo tienden a reflejar sobre todo las opiniones del mercado sobre la evolución de la política monetaria. Los agentes se forman estas opiniones evaluando las condiciones macroeconómicas subyacentes y considerando la reacción más probable de las autoridades monetarias. Estos pareceres generan a su vez expectativas sobre la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo y sobre las primas por plazo que lleva asociada la incertidumbre que rodea dichas expectativas. Las curvas de rendimientos en un momento dado implican curvas a plazo que marcan una trayectoria nocional de tipos de interés a corto plazo a lo largo del tiempo, marcando las primas por plazo la separación entre la trayectoria nocional y la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo que realmente esperan los agentes del mercado.

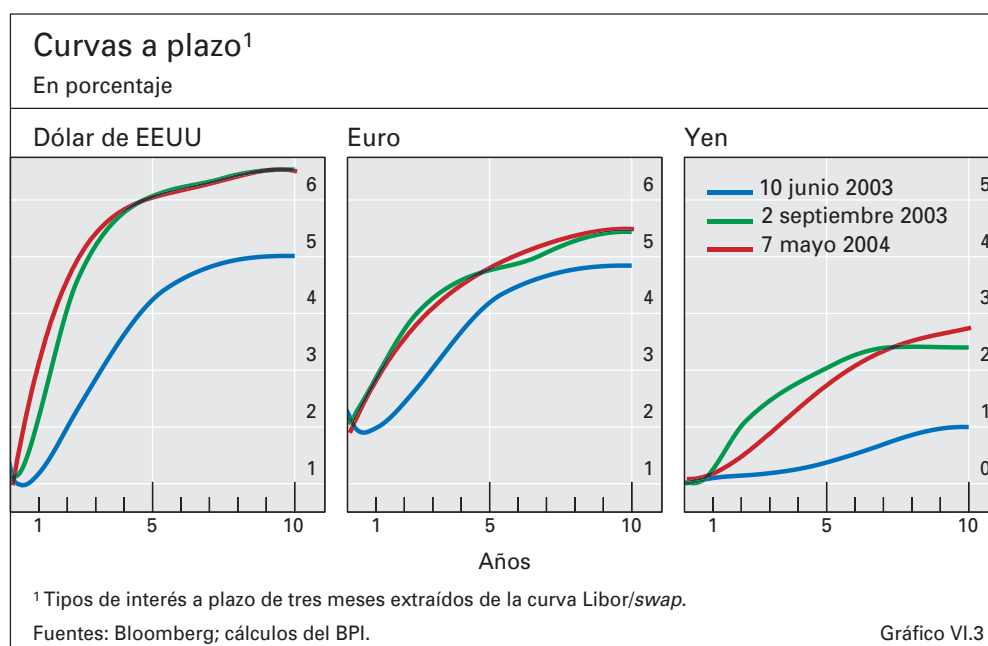


Aunque las primas por plazo en Estados Unidos durante el periodo fueron elevadas para lo que venía siendo habitual en los últimos años, tendieron a mantenerse estables (véase el Gráfico VI.2). Calculadas mediante un modelo de curva de rendimiento de tres factores, estas primas fueron más altas cerca del horizonte a dos años. Esto hace pensar que los principales riesgos sopesados por los agentes económicos no estaban vinculados únicamente a los tipos de interés oficiales para los meses inmediatos, sino también a los de un horizonte de al menos dos años. La prima por plazo estimada para el tipo de interés a dos años se mantuvo estable alrededor de 60 puntos básicos, aproximadamente el triple del promedio del periodo 1988–2002.

... aun cuando las primas por plazo se mantuvieron estables

Pese a la estabilidad de las primas por plazo estimadas, las curvas a plazo fluctuaron considerablemente en el periodo examinado. Las variaciones tendieron a ser más pronunciadas para las curvas de Estados Unidos y Japón, mientras que la zona del euro tendió a seguir la trayectoria de Estados Unidos si bien de forma contenida (véase el Gráfico VI.3). Estos movimientos y la volatilidad asociada parecieron reflejar en gran medida cambios en las previsiones sobre los tipos de interés futuros. A principios de junio de 2003, cuando las curvas estaban en su trayectoria más plana, el tipo a plazo a tres meses de Estados Unidos para el horizonte a dos años se situó en torno al 2%. Después de descontar la prima por plazo proyectada, se constató una subida esperada en los tipos de interés oficiales a dos años inferior a 25 puntos básicos. En mayo de 2004, el tipo de interés a plazo a dos años había subido hasta aproximadamente el 4,6%, indicando un aumento previsto en los tipos de interés oficiales de más de 250 puntos básicos. En el horizonte a 10 años, las fluctuaciones en los tipos estadounidenses reflejaban la gran volatilidad de las opiniones de los agentes de mercado acerca de la tasa de inflación objetivo de la Reserva Federal. Del mismo modo, el fuerte aumento de los

Las oscilaciones en los rendimientos reflejaron cambios en las expectativas



tipos de interés a plazo en Japón pareció indicar un mayor optimismo sobre una recuperación de la deflación en último término.

Ventas masivas durante el verano

Ventas masivas estivales a escala mundial ...

Durante el verano boreal de 2003, los mercados internacionales de renta fija experimentaron uno de los episodios de ventas masivas más intensos de los últimos tiempos. Los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años superaron el 4,4% a finales de julio, tras haber marcado un mínimo del 3,1% a mediados de junio. Esta variación, la más enérgica en plazo tan breve desde 1994, se produjo en gran medida de forma sincronizada en los principales mercados; en el mismo periodo, los rendimientos de los bonos del Estado japonés a 10 años subieron 50 puntos básicos, hasta superar el 0,9%, y los de los bonos alemanes lo hicieron en 70 puntos básicos para situarse en el 4,2%. Los tipos de interés de los *swaps* también aumentaron significativamente en las principales economías, alcanzando su cota máxima a principios de septiembre (véase el Gráfico VI.3). Con los tipos de interés del mercado monetario (*money market*) anclados en niveles bajos en las tres grandes economías, las curvas de rendimientos ofrecieron pendientes muy empinadas.

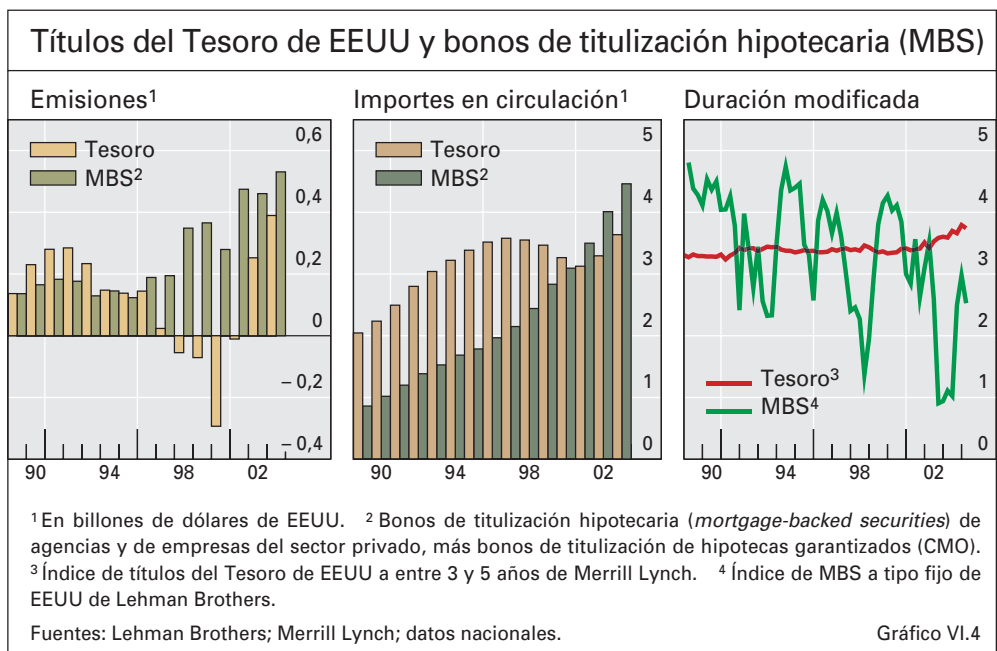
... exacerbadas por la gestión del riesgo ...

El mercado japonés parece haber encabezado esta evolución durante las primeras semanas de ventas masivas. Una subasta de bonos del Estado japonés mal acogida lanzada a mediados de junio habría llevado a los bancos japoneses a recoger beneficios y a los fondos de cobertura a vender. La mayor volatilidad resultante (véase el Gráfico VI.2) hizo que los inversionistas locales que aplican de manera un tanto mecánica técnicas cuantitativas de gestión de riesgo, como los modelos de valor en riesgo, intentasen reducir al máximo su exposición al riesgo de tipo de interés. Deshacer posiciones no hizo sino agravar aún más la dinámica de los precios, tanto en el mercado de bonos del Estado japonés como en el de *swaps* en yenes.

... y provocadas por unas expectativas cambiantes

Las noticias relacionadas con la política monetaria en Estados Unidos fueron el principal factor que mantuvo e impulsó la oleada estival de ventas. Tanto la decisión adoptada por la Reserva Federal a finales de junio de reducir su tipo de interés objetivo menos de lo previsto, como el informe de política monetaria del Presidente de la Reserva Federal al Congreso a mediados de julio, estuvieron seguidos de subidas enormes en los tipos de interés a largo plazo. Estos acontecimientos alteraron las expectativas del mercado sobre la probabilidad de que el banco central estadounidense recurriese a instrumentos menos convencionales para proteger a la economía del riesgo de deflación. En concreto, se consideró menos probable la compra de títulos del Tesoro de Estados Unidos por parte de la Reserva Federal con el objetivo de mantener bajos los tipos de interés a largo plazo. La percepción de esta probabilidad había impulsado el mercado de bonos del Tesoro de aquel país tras la reunión de política monetaria del banco central celebrada en mayo.

Las operaciones de cobertura de los bonos de titulación hipotecaria (MBS por sus siglas en inglés) exacerbaron la subida de los rendimientos de



los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Debido a la opción de amortización anticipada implícita en los MBS, las fluctuaciones en los tipos de interés generan oscilaciones en la duración muy superiores a las de la mayoría del resto de instrumentos con tipos de interés fijo. De hecho, los indicadores de duración del índice de MBS subieron espectacularmente durante el verano de 2003, al igual que ocurrió durante movimientos anteriores en 1994 y 1999 (véase el Gráfico VI.4). Los inversionistas que cubrían los riesgos de los MBS tuvieron por tanto que vender o tomar posiciones cortas en otros instrumentos con tipo de interés a largo plazo, lo que ejerció mayor presión al alza sobre los tipos de interés de mercado.

Las actividades de cobertura parecen haber tenido durante el periodo examinado un impacto más profundo y amplio sobre los rendimientos del mercado al contado que en periodos anteriores. Esto se debe entre otras cosas a que el mercado de MBS en Estados Unidos ha crecido considerablemente tanto en términos relativos como absolutos. Su volumen se ha duplicado desde 1995, siendo en la actualidad el mercado de renta fija más grande del mundo; al cierre de 2003, los MBS en circulación ascendían al menos a 4,5 billones de dólares, frente a 3,6 billones de dólares en bonos del Tesoro en circulación (véase el Gráfico VI.4).

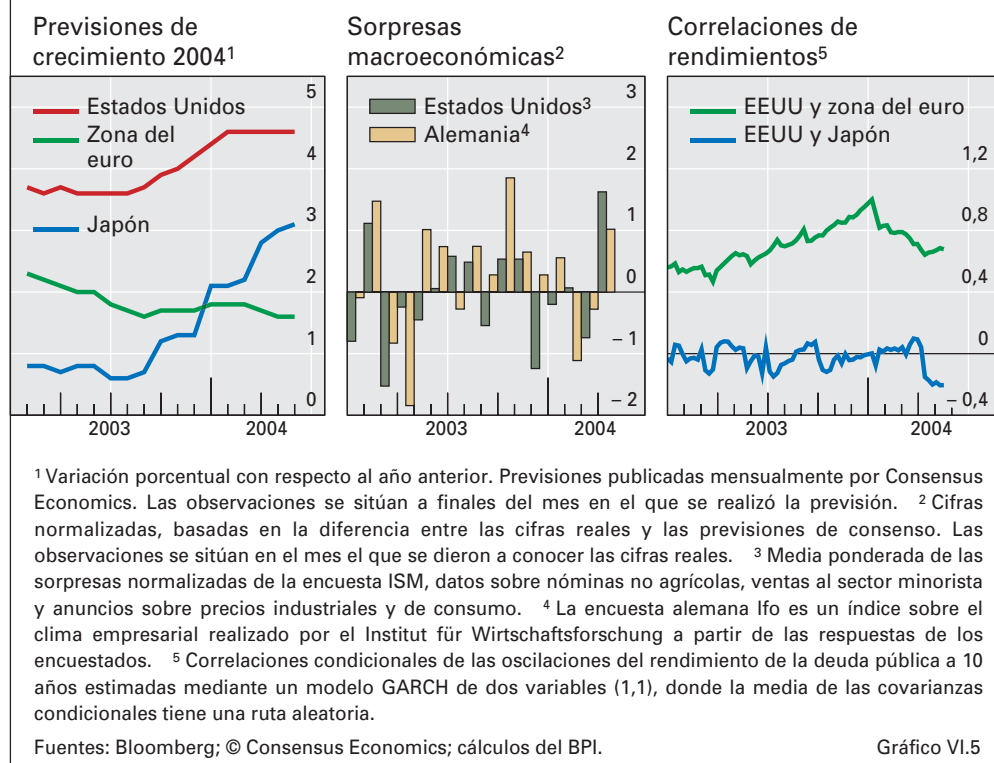
Correlaciones cambiantes entre los mercados de bonos

Los rendimientos en las tres principales áreas económicas se estabilizaron y convergieron en niveles algo inferiores durante la mayor parte del periodo comprendido entre octubre de 2003 y marzo de 2004. Pese a la divergencia entre las perspectivas de crecimiento para la zona del euro y para Estados Unidos y a la disparidad de resultados inesperados en los anuncios de indicadores económicos, los rendimientos a largo plazo en las dos economías evolucionaron en paralelo durante gran parte del periodo. Las correlaciones en las variaciones de rendimientos alcanzaron niveles excepcionalmente altos

La cobertura de bonos de titulización hipotecaria exacerbó las ventas masivas

En 2003, los rendimientos en EEUU y en la zona del euro evolucionaron en tándem ...

Previsiones de crecimiento, sorpresas macroeconómicas y correlaciones en los mercados de renta fija



hacia la primavera de 2004 (véase el Gráfico VI.5). Por el contrario, aun cuando la tendencia general de los rendimientos de los bonos del Estado japonés coincidió con la del mercado estadounidense, las correlaciones entre las variaciones diarias y semanales de los primeros y las de los rendimientos de la zona del euro o Estados Unidos fueron bastante bajas en todo momento.

El episodio de ventas masivas del segundo trimestre de 2004 estuvo acompañado de un nítido desacoplamiento de los mercados de bonos de Estados Unidos y de la zona del euro. En este periodo, el aumento de los rendimientos no respondió a un cambio de opinión sobre el eventual recurso a instrumentos menos convencionales por parte de la Reserva Federal estadounidense, sino que estuvo motivado por los buenos datos macroeconómicos que provocaron el adelantamiento de las expectativas de contracción monetaria. Mientras que los rendimientos en Estados Unidos aumentaron pronunciadamente, en la zona del euro lo hicieron de manera moderada, en lo que parecía ser la aceptación tardía por parte de los agentes económicos de que el crecimiento en Europa iba rezagado con respecto al de Estados Unidos.

Acumulación de reservas en el sector oficial

Muchos operadores del mercado consideraron que los esfuerzos de los Gobiernos asiáticos para contener la apreciación de sus monedas frente al dólar presionaron a la baja sobre los rendimientos de los títulos de deuda

... pero se desligaron durante las ventas masivas en 2004

pública de Estados Unidos durante este periodo. Lo que es cierto es que el ritmo de acumulación de reservas en los bancos centrales asiáticos se aceleró en el segundo semestre de 2003 y continuó durante el primer trimestre de 2004 (véase el Capítulo V). Dado que una parte importante de las reservas asiáticas se mantiene en activos denominados en dólares estadounidenses, en general se infirió que estas compras por parte de bancos centrales asiáticos fueron un nuevo factor que influyó significativamente en la demanda de bonos del Tesoro estadounidense.

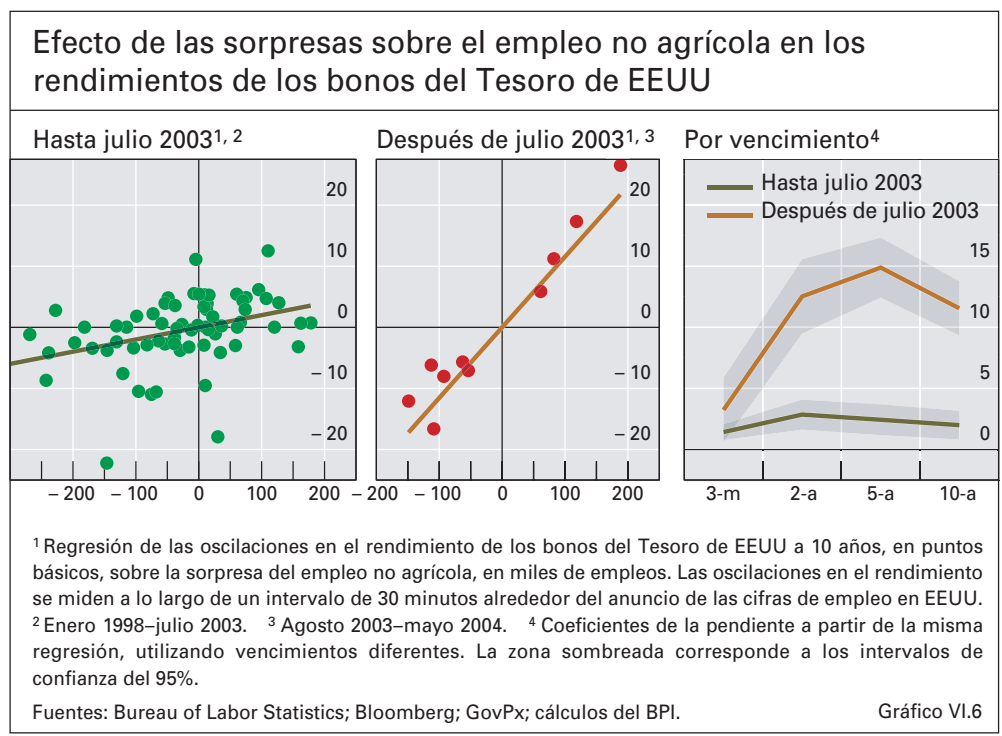
Ahora bien, el efecto directo de dicha demanda sobre los precios tuvo un alcance difícil de documentar. Haciendo una regresión simple de las variaciones semanales del rendimiento de los títulos del Tesoro sobre la variación semanal de las reservas oficiales mantenidas en custodia en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, se observa una relación que sólo es estadísticamente significativa para periodos muy concretos de los doce meses que van hasta el primer trimestre de 2004, a pesar de que la acumulación de reservas por bancos centrales asiáticos durante dicho periodo fue continua. También son variopintos los resultados obtenidos de pruebas más precisas sobre el “efecto anuncio” que tuvieron sobre los rendimientos las noticias relacionadas con las compras en Asia. El anuncio semanal (cada jueves) de los títulos en custodia no parece haber influido en los rendimientos de los bonos del Tesoro.

Efectos inciertos de los rendimientos en la acumulación de reservas en Asia

Empleo no agrícola en Estados Unidos y rendimientos de los bonos

Un mercado de trabajo sorprendentemente apático en Estados Unidos fue la razón principal de los moderados niveles de tipos de interés en los primeros meses de 2004. En ese periodo, la atención de los agentes económicos parecía estar fijada en la falta de creación de empleo en Estados Unidos durante una

La Reserva Federal parecía centrarse en los puestos de trabajo ...



etapa que, por lo demás, fue de fuerte recuperación económica. Se generalizó la percepción de que la Reserva Federal no subiría los tipos de interés en tanto la recuperación no se dejara sentir en el mercado de trabajo. En los tres primeros meses de 2004, cada anuncio de crecimiento del empleo no agrícola inferior al previsto provocó fuertes descensos en los rendimientos de los bonos del Tesoro. Sin embargo, el aumento inesperadamente significativo del empleo no agrícola en abril (en más de 300.000 trabajadores) elevó inmediatamente en más de 20 puntos básicos los rendimientos de los bonos de Estados Unidos a 10 años, al tiempo que en mayo, otro informe con cifras del empleo positivas generó de nuevo pronunciados aumentos en los rendimientos, llevándolos a niveles superiores a los máximos alcanzados en 2003.

... por lo que los mercados de bonos se movieron al compás de los informes mensuales de empleo

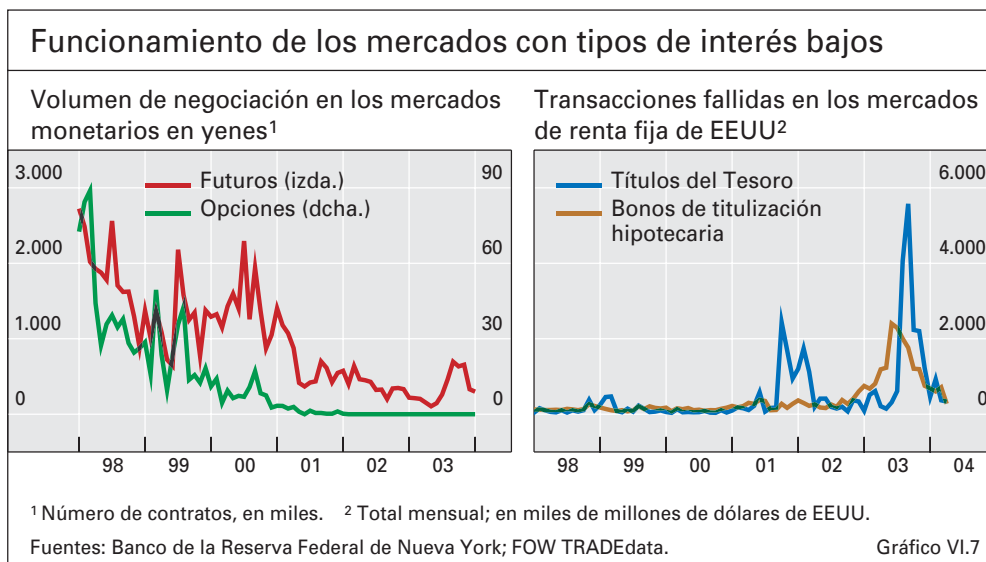
Aunque los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos siempre han reaccionado con mayor intensidad ante los datos mensuales de empleo que ante cualquier otra información publicada regularmente en dicho país, esta reacción parece haber aumentado tras la remontada de los rendimientos de los bonos en el verano boreal de 2003. Entre 1998 y julio de 2003, el anuncio inesperado de 100.000 nuevos puestos de trabajo tuvo un efecto de 2 puntos básicos en promedio sobre el rendimiento de los bonos del Tesoro a cinco años. Desde entonces, sin embargo, el efecto de dicha sorpresa ha crecido en promedio a 12 puntos básicos (véase el Gráfico VI.6).

Otra anomalía del periodo reciente es que los anuncios sobre cifras de empleo inesperadas afectaron sobre todo a los bonos del Tesoro a cinco años en vez de, como ocurría en el pasado, a los bonos a dos años. Esto podría deberse a que las variaciones en los tipos de interés relacionadas con los anuncios sobre el empleo pueden haber generado más actividad de cobertura de MBS, que suele realizarse con valores (y *swaps*) de mayor duración. Otra posibilidad, avalada de forma anecdótica, es que la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos en el periodo aumentó la demanda de bonos con vencimientos más largos por parte de inversionistas más especuladores que utilizaban estrategias de *carry trade* (véanse los comentarios sobre las estrategias de negociación en renta fija en el Capítulo VII), haciendo que los bonos del Tesoro con vencimiento más largo se tornaran más sensibles a los cambios en las expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo.

El funcionamiento de los mercados con tipos de interés bajos

Menor volumen de negociación en los mercados de derivados en yenes ...

En el ámbito puramente técnico, el bajo nivel de los tipos de interés oficiales nominales conllevó problemas en el funcionamiento de los mercados durante el periodo examinado. Por ejemplo, en Japón, los tipos de interés a corto plazo para títulos denominados en yenes han estado situados en cero desde que el Banco de Japón inició su política de relajación cuantitativa en marzo de 2001. Desde entonces, el volumen de negociación de opciones y futuros en los mercados monetarios en yenes ha disminuido sustancialmente, hasta el punto de que algunos contratos y mercados secundarios prácticamente han desaparecido (véase el Gráfico VI.7). Cuando



los tipos de interés a corto plazo finalmente se sitúen bastante por encima del cero por ciento, la infraestructura que respalda la transmisión de información sobre precios en los mercados monetarios en yenes puede resultar limitada, al tiempo que la falta de liquidez en los mercados podría complicar la adaptación de los agentes económicos cuando finalice la política de tipos de interés cero.

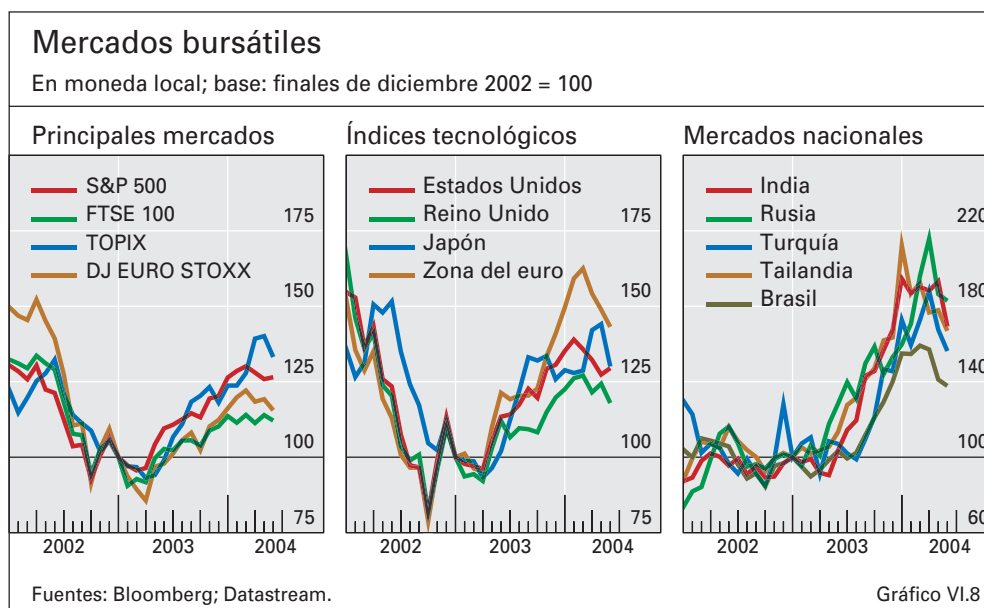
El bajo nivel de los tipos de interés nominales también generó problemas de funcionamiento en los mercados de renta fija de Estados Unidos, donde el número de “transacciones fallidas” u operaciones no liquidadas se disparó en julio y agosto de 2003. Estos fallos pueden deberse a dificultades operativas con la entrega de valores, como ocurrió tras los sucesos del 11 de septiembre de 2001. Sin embargo, es más probable que se produzcan en un entorno de tipos de interés bajos, ya que éstos reducen el coste de oportunidad de los intereses no percibidos por el incumplimiento en la entrega de la garantía de una operación con pacto de recompra (*repo*). Junto con la volatilidad de los mercados, que aumentó la demanda de préstamos de valores por parte de los inversionistas para vender en descubierto, los bajos tipos de interés contribuyeron a que a finales del periodo estival se registrase un máximo de operaciones fallidas. Además, a diferencia de lo que ocurrió en 2001, se incrementaron notablemente los incumplimientos en la entrega de MBS y de bonos del Tesoro. No obstante, tras la introducción a mediados de septiembre de la “entrega garantizada” en determinados acuerdos de recompra especiales que a menudo fueron valorados con tipos de interés negativos, la tensión del mercado y el número de operaciones fallidas se redujeron considerablemente.

... y operaciones no liquidadas en los mercados de renta fija de Estados Unidos

Los mercados bursátiles y el apetito por el riesgo

La recuperación de los mercados bursátiles en todo el mundo puso fin a un mercado bajista que se había prolongado durante tres años. Durante la desaceleración, que comenzó en abril de 2000, las bolsas mundiales

Concluyó el prolongado mercado bajista ...



perdieron 13 billones de dólares de capitalización. El repunte arrancó en marzo de 2003 y prosiguió prácticamente sin interrupción durante un año, al cabo del cual los mercados habían recuperado 10 de estos billones. Entre las principales economías, el mercado europeo fue el que más subió, ganando el índice DJ EURO STOXX un 52% en términos de moneda local (véase el Gráfico VI.8). Las plazas de Nueva York y Tokio también registraron ganancias impresionantes: el índice S&P 500 subió un 37% y el índice TOPIX un 43%. Entre los mercados internos con mejores resultados se contaron Brasil, la India, Rusia, Tailandia y Turquía, cada uno con revalorizaciones superiores al 100% expresadas en su respectiva moneda local. El sector tecnológico, así como llevó al conjunto del mercado a la baja, esta vez lo condujo al alza. El auge no finalizó hasta abril de 2004, cuando los inversionistas de todo el mundo comenzaron a preocuparse de repente sobre las perspectivas de subidas de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos.

... con un aumento del apetito por el riesgo ...

El recorrido alcista generalizado pareció comenzar con un incremento en la disposición de los inversionistas a asumir riesgos. Este cambio de actitud redujo las primas de riesgo que los inversionistas exigían por asumir el riesgo de mercado que presentaba la renta variable. La subida se sustentó entonces en unas mejores expectativas sobre previsiones de resultados empresariales, que quedaron corroboradas progresivamente por la información que iba conociéndose sobre determinadas empresas y sobre la economía mundial en su conjunto. Este recorrido al alza pareció concluir de una manera tan repentina como había comenzado. El apetito por el riesgo no fue a más y noticias sobre el mercado laboral estadounidense que en condiciones normales hubieran sido propicias parecieron producir el efecto contrario. Los mercados retrocedieron al asociarse dichas noticias principalmente a una mayor inminencia de medidas de contracción monetaria, un recordatorio de la importancia de la estrategia de salida de la Reserva Federal (véase el Capítulo IV).

El papel de las variables macroeconómicas fundamentales

Al igual que no pudieron identificarse nuevos datos significativos sobre las variables económicas fundamentales que explicaran el momento del desplome de los mercados bursátiles mundiales en abril de 2000, tampoco ha habido información precisa que justificara el del repunte registrado casi tres años más tarde. La remontada empezó el 12 de marzo de 2003, una semana antes del comienzo de la guerra en Iraq. Al parecer, en un primer momento los inversionistas bursátiles no se guiaron tanto por una valoración de las consecuencias económicas de la guerra cuanto por las expectativas de que la evolución del mercado replicaría la de enero de 1991, cuando las cotizaciones de las acciones subieron súbitamente al comienzo de la primera guerra del Golfo. Previendo un empuje similar, los inversionistas empezaron a comprar en marzo de 2003, sin esperar a que estallaran las hostilidades. La subida continuó a principios de abril, cuando la guerra parecía estar llegando a un rápido desenlace y los inversionistas percibían una disminución del riesgo geopolítico. Hubo que esperar hasta finales de abril, momento en el que una serie de empresas anunciaron fuertes beneficios, para que los mercados volvieran a prestar atención a la coyuntura económica.

... sin noticias económicas que expliquen el punto de inflexión

El sesgo expansivo de las políticas monetarias adoptadas por los principales bancos centrales contribuyó sin duda al alza de los mercados bursátiles, pero su impacto no se dejó sentir hasta pasado un buen tiempo. El ciclo de relajación monetaria más reciente en las economías de la zona del euro y de Estados Unidos comenzó a principios de 2001. En Japón, el periodo de "relajación cuantitativa", en el que los tipos de interés volvieron a su nivel cero, se inició en marzo de 2001. Así, fueron necesarios alrededor de dos años para que los bajos tipos de interés ejercieran su efecto habitual en los mercados de renta variable. Por el contrario, en 1991 el mercado bursátil en Estados Unidos se disparó unos tres meses después de que la Reserva Federal hubiera iniciado un ciclo de rebajas de los tipos de interés, mientras que en 1995 el mercado subió en apenas un mes desde la instrumentación de recortes de los tipos de interés. En 2004, la mera anticipación de tipos de interés oficiales más altos pareció poner fin a la subida más reciente de las bolsas.

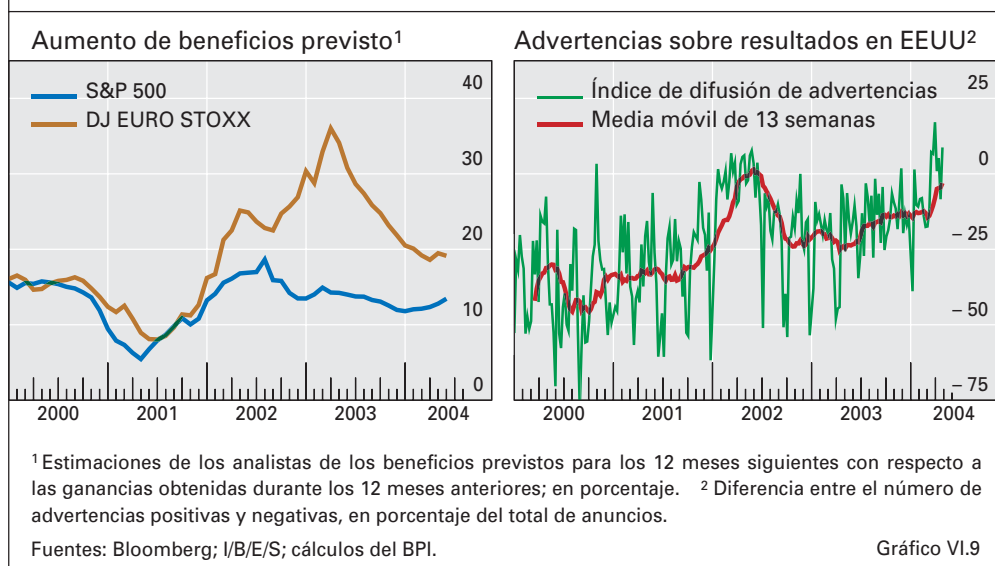
Los bajos tipos de interés oficiales tuvieron un efecto retardado

La información proporcionada por los indicadores económicos fundamentales en 2003 no hizo sino ratificar, en gran medida, las expectativas optimistas que los mercados bursátiles parecían haber descontado. Brotes similares de optimismo en los dos años anteriores no fueron refrendados posteriormente por buenas noticias. Durante el largo periodo en el que se prolongó el mercado bajista, este optimismo generó una serie de conatos de subida, especialmente en abril y mayo de 2001 y de nuevo en octubre y noviembre de 2002, cuando las intensas subidas se detuvieron bruscamente por falta de indicios que confirmaran los resultados empresariales y el crecimiento económico. En 2003, sin embargo, sí llegaron buenas noticias y la recuperación fue sostenida.

Después de una serie de conatos de subida...

Los datos que confirmaron el optimismo de los inversionistas llegaron primero en forma de noticias alentadoras sobre los resultados de empresas estadounidenses y europeas y de información sobre la actividad real agregada

Aumento de beneficios y advertencias sobre resultados



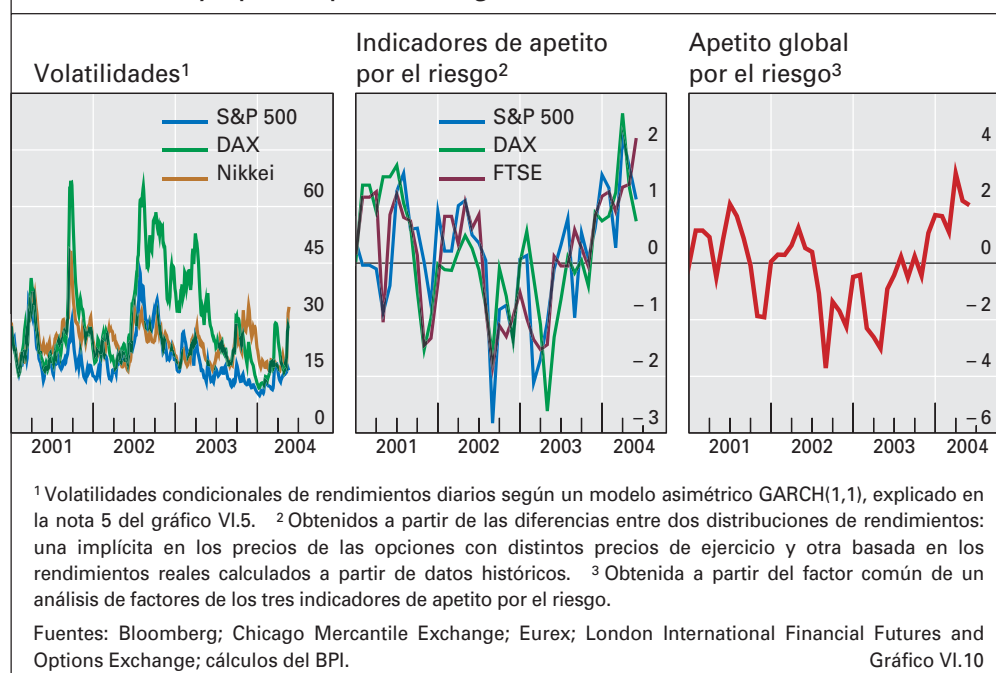
en Japón. En Estados Unidos, los beneficios anunciados por las empresas líderes empezaron a batir sistemáticamente las expectativas a partir de abril de 2003. En Europa, mientras los analistas rebajaban sus estimaciones de aumento de beneficios para el sector empresarial en su conjunto (véase el Gráfico VI.9), los inversionistas parecían centrar su atención en los resultados positivos de empresas tecnológicas, bancos y compañías de seguros. Tanto en Estados Unidos como en Europa, las empresas mantuvieron la cautela sobre la solidez de la recuperación. Al publicar sus resultados, también advirtieron sobre beneficios distintos a los previstos, y las que anunciaron resultados negativos siguieron superando en número a las que los anunciaron positivos. No obstante, los inversionistas parecían conceder más importancia a los informes optimistas de empresas como AOL, Cisco y Microsoft en Estados Unidos y Nokia, Philips y Siemens en Europa. En Japón, unos datos macroeconómicos inesperadamente favorables contribuyeron a que el índice TOPIX subiese entre junio y agosto casi un 20%. Tras publicarse la encuesta *Tankan* el 4 de julio y el dato del PIB correspondiente al segundo trimestre el 12 de agosto, las cotizaciones subieron con fuerza. A finales de agosto, los economistas revisaron al alza sus previsiones de crecimiento para las economías japonesa y estadounidense.

... los inversionistas reaccionaron ante noticias optimistas

El papel del apetito por el riesgo de los inversionistas

La reducción sostenida de las primas de riesgo de la renta variable fue clave para el repunte del mercado mundial. Dichas primas de riesgo reflejan tanto los *riesgos subyacentes* percibidos por los inversionistas como los *precios* asignados a dichos riesgos. Durante el periodo examinado, el riesgo percibido tendió a disminuir. El riesgo de la renta variable medido por la volatilidad de los rendimientos se disparó tras los atentados del 11 de septiembre de 2001 (véase el Gráfico VI.10, panel izquierdo) y volvió a hacerlo cuando se conoció la actualización de resultados de WorldCom a finales de junio de 2002, para aumentar de nuevo durante los prolegómenos de la guerra de Iraq a principios

Volatilidad y apetito por el riesgo en los mercados bursátiles



de 2003. Desde entonces, la volatilidad ha permanecido relativamente contenida.

Aunque la recuperación del mercado bursátil mundial iniciada en marzo de 2003 se produjo en un momento de riesgo subyacente en general reducido y a la baja, la subida parece haber estado impulsada en gran parte por un aumento espectacular del apetito de los inversionistas por el riesgo y por la consiguiente caída en el precio asignado a éste. El cambio en la disposición a asumir riesgos puede medirse en distintos mercados mediante la valoración de las opciones sobre índices bursátiles. Este indicador se basa en la idea de que los inversionistas estarían dispuestos a pagar más por una opción que les protegiese frente a un cambio adverso en las cotizaciones que por una opción que les permitiese obtener ganancias por una variación favorable igual de probable en dichas cotizaciones. La predisposición a pagar por dicha protección varía en el tiempo con los cambios en el apetito de los inversionistas por el riesgo. La preferencia por el riesgo medida de esta forma tiende a moverse en paralelo en distintos mercados (véase el Gráfico VI.10, panel central). De este modo, a partir de los movimientos conjuntos de una serie de variables, puede extraerse un indicador del apetito por el riesgo a escala mundial. Las estimaciones basadas en las opciones sobre los índices S&P 500, DAX y FTSE muestran que este indicador comenzó a subir en marzo de 2003 antes del inicio de la guerra en Iraq y continuó su ascenso durante el resto del periodo examinado (véase el Gráfico VI.10, panel derecho). En febrero de 2004, esta disposición a asumir riesgos parecía haber reducido las primas por riesgo hasta tal punto que los mercados podrían ser relativamente vulnerables a acontecimientos adversos.

Resulta difícil anticipar qué tipo de acontecimientos influyen en el apetito por el riesgo. El más importante desde 2001 ha sido sin duda la actualización

Las opciones sobre índices bursátiles reflejan un aumento del apetito por el riesgo ...

... que se ve influido por acontecimientos inusitados

de los resultados financieros de WorldCom a mediados de 2002. El desencadenamiento de la guerra en Iraq a principios de 2003 fue también importante en este sentido y los atentados de Madrid en marzo 2004 parecen haber condicionado la reacción de los mercados ante las noticias posteriores. Sin embargo, los problemas de Parmalat a finales de 2003 parecen haber tenido un efecto limitado. Informaciones macroeconómicas como las cifras del empleo no agrícola han sido relevantes para los mercados de deuda pública, pero apenas tuvieron consecuencias para el apetito por el riesgo en la renta variable.

Mercados de bonos de empresa y el riesgo de crédito

En los mercados de deuda, al igual que en los mercados bursátiles, tanto la mejora de las variables fundamentales como la recuperación del apetito de los inversionistas por el riesgo contribuyeron a dar un giro drástico a la confianza a partir de octubre de 2002. En el periodo de año y medio transcurrido hasta mayo de 2004, los diferenciales entre los bonos de empresa con calificación BBB y los títulos de deuda pública se estrecharon más de 200 puntos básicos en el mercado en dólares estadounidenses, hasta situarse en 130 puntos básicos, apenas 50 puntos básicos por encima del mínimo registrado al final del ciclo crediticio anterior en julio de 1997 (véase el Gráfico VI.11). Al mismo tiempo, las emisiones de bonos de empresa aumentaron, especialmente las emisiones de valores con peor calificación (véase el Gráfico VI.12).

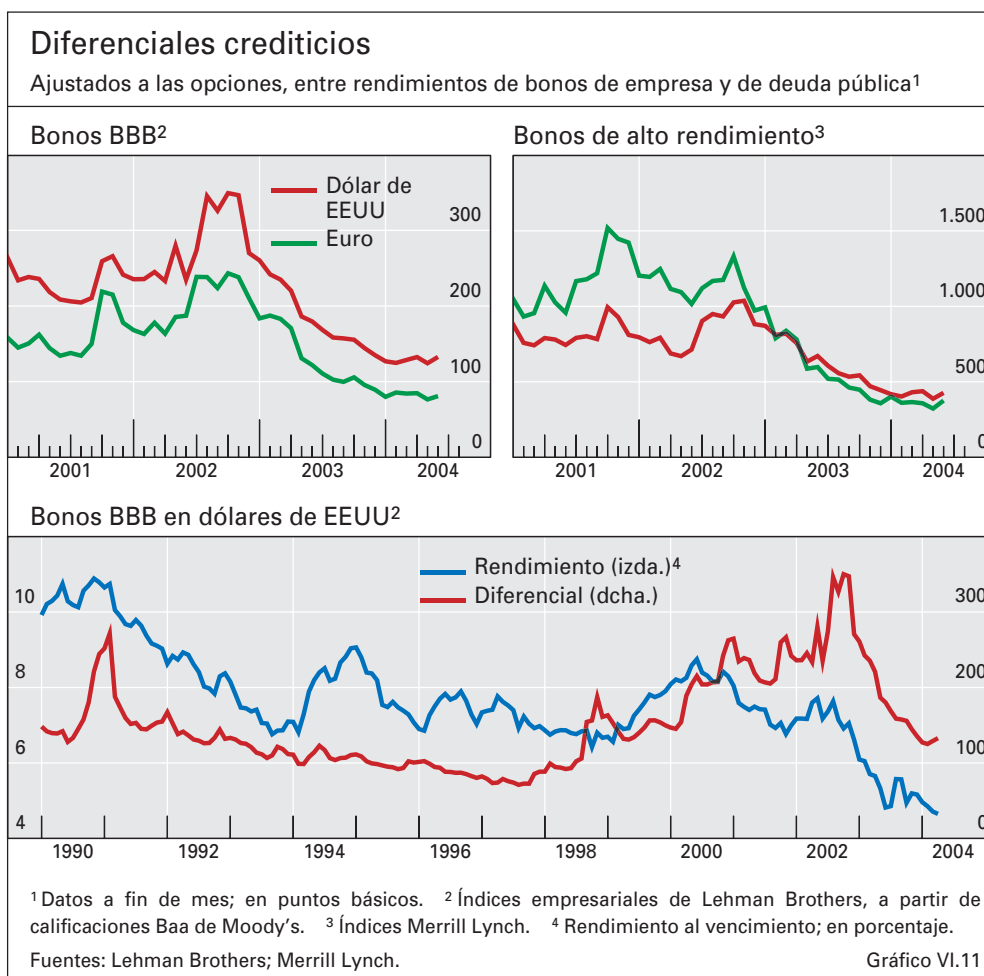
La mejora de las variables fundamentales

Síntomas de mejora de la calidad del crédito ...

Las subidas en los mercados de renta fija se apoyaron en los síntomas de mejora de la solvencia crediticia en el sector empresarial. La incidencia de quiebras y de revisiones a la baja de las calificaciones crediticias, que había aumentado de manera continua entre 1998 y 2001, disminuyó de forma muy perceptible en 2003. A escala mundial, el número de quiebras de entidades no financieras cayó desde su máximo de 184 en 2001 hasta los 77 casos registrados en 2003. Mientras que las revisiones a la baja de calificaciones crediticias de empresas estadounidenses por Standard & Poor's todavía superaban a las revisiones al alza en 2003, la proporción que representan las primeras cayó a un 74%, desde un 82% en 2002. En Japón, las mejoras de calificación superaron a las reducciones por un estrecho margen en 2003.

... especialmente en Estados Unidos ...

En Estados Unidos, la recuperación de la rentabilidad de las empresas contribuyó a reducir notablemente el porcentaje de flujos de caja aplicados al pago de intereses, es decir, el índice de cobertura de intereses, un indicador comúnmente utilizado para anticipar posibles tensiones financieras en las empresas (véase el Gráfico VI.13). Si en el periodo anterior de reducción del apalancamiento a principios de los años 90 fueron los tipos de interés más bajos los que estuvieron detrás de gran parte de la disminución del índice de cobertura de intereses, el descenso del índice en 2001-03 se debió principalmente a los mayores flujos de caja por actividades de explotación, siendo relativamente insignificante la influencia de unos menores tipos de interés. El ahorro que generaron estos tipos de interés más bajos quedó



contrarrestado en gran parte por el impacto del desplazamiento hacia la deuda a largo plazo. Por tercer año consecutivo, las empresas refinanciaron en 2003 su deuda bancaria y comercial a corto plazo en los mercados de renta fija, reduciendo así su vulnerabilidad ante variaciones de los tipos de interés. Algunas empresas también aprovecharon la revalorización de los mercados bursátiles para reducir sus coeficientes de endeudamiento captando nuevo capital en acciones (véase el Gráfico VI.12). La deuda empresarial en circulación expresada en porcentaje de los flujos de caja se redujo hasta un nivel cercano al promedio de 1990, sin dejar por ello de aumentar en términos absolutos.

A diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos, en Japón las entidades no financieras amortizaron más deuda de la que contrajeron por octavo año consecutivo. De esta forma, los costes por intereses para las empresas japonesas se mantuvieron excepcionalmente bajos, más de 20 puntos porcentuales por debajo del máximo registrado en 1991. Los tipos de interés más bajos habían sido determinantes para la disminución del índice de cobertura de intereses a lo largo de los 90; en cambio, este factor tuvo escasa influencia en 2003.

... y Japón

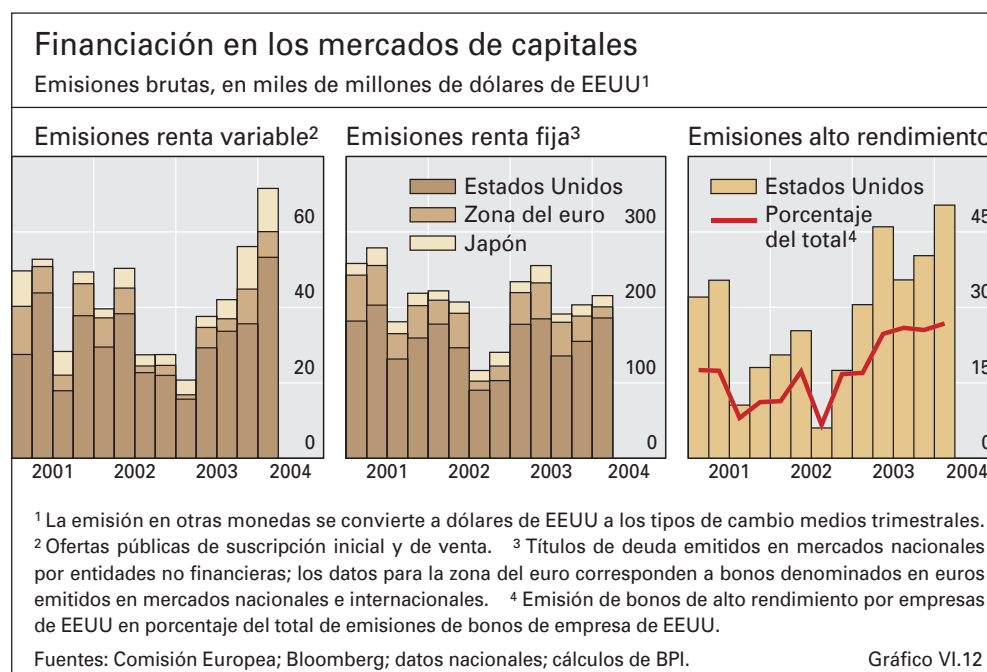
Los esfuerzos de las empresas europeas por sanear sus balances fueron a la zaga de los de otras regiones. A pesar del progreso realizado por algunos sectores, en particular el sector de telecomunicaciones, el ritmo de crecimiento

Disminución más lenta del apalancamiento en Europa

de la deuda en 2003 continuó siendo superior al de los flujos de caja de las empresas de la zona del euro, en parte porque la recuperación macroeconómica seguía avanzando con lentitud. En Alemania especialmente, hubo pocos indicios que apuntaran a una disminución del apalancamiento. Los tipos de interés más bajos compensaron el efecto de los mayores niveles de deuda, por lo que los pagos de intereses prácticamente se mantuvieron sin cambios en relación con los flujos de caja. No obstante, los altos niveles de endeudamiento parecen haber tornado a las empresas de la zona del euro más vulnerables ante un aumento de los costes de financiación en comparación con otras regiones. A pesar del ritmo más lento de saneamiento de los balances en las empresas europeas, los diferenciales de rendimiento de los bonos de empresa denominados en euros siguieron de cerca la evolución de los correspondientes a los bonos en dólares, reduciéndose 160 puntos básicos entre octubre de 2002 y mayo de 2004 (véase el Gráfico VI.11).

Recuperación del apetito por el riesgo

A medida que se fueron atisbando indicios de mejora de la calidad del crédito, la prima de riesgo exigida por los inversionistas para adquirir deuda empresarial descendió desde los elevados niveles alcanzados a mediados de 2002. Por aquel entonces, el caso WorldCom había disuadido a los inversionistas de adquirir deuda susceptible de perder su categoría crediticia y les concienció ante la generalización de irregularidades relacionadas con el gobierno corporativo. La tímida reacción de los inversionistas ante eventos de crédito negativos en 2003 ilustra el cambio de confianza en el periodo examinado. La quiebra del grupo agroalimentario italiano Parmalat en diciembre pudo haber desencadenado una oleada de ventas generalizada en los mercados. De hecho, las pérdidas que sufrieron los tenedores de los títulos de Parmalat podrían superar a las sufridas por los acreedores de Enron o



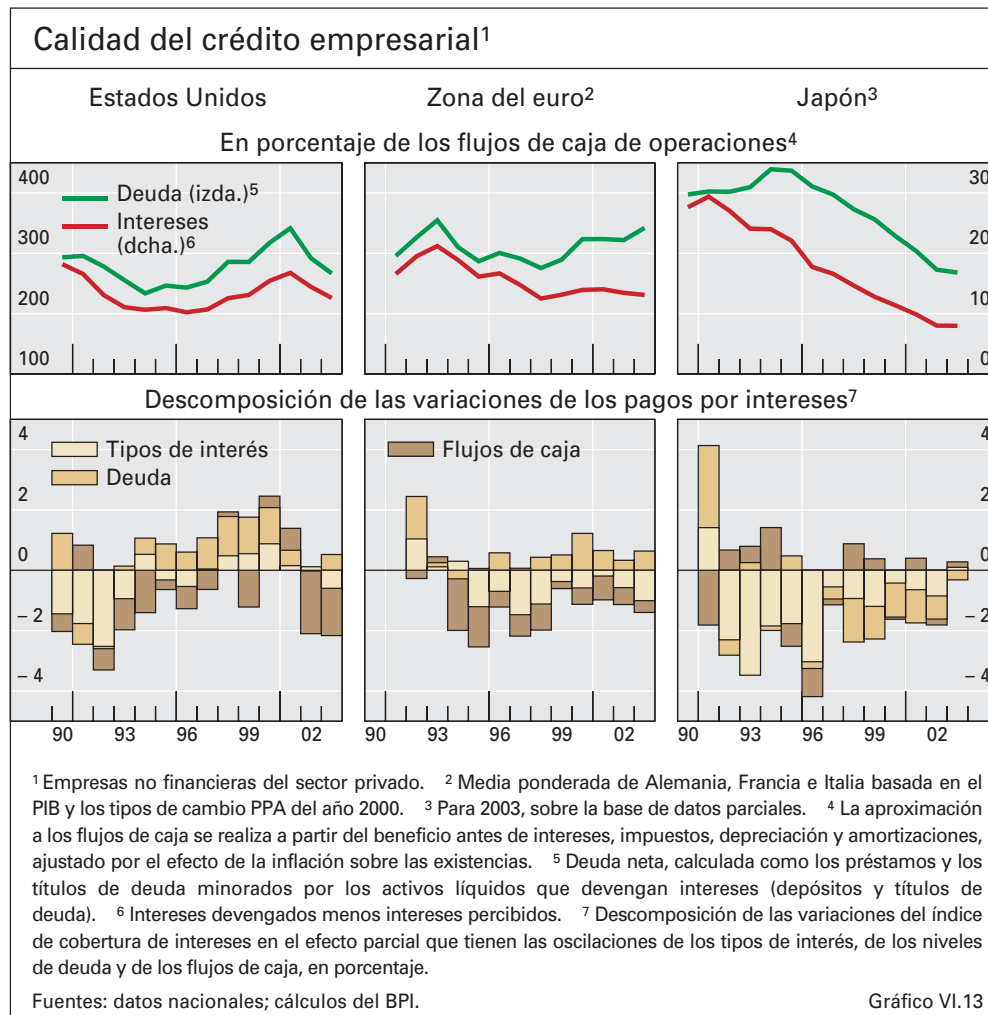
incluso de WorldCom. En realidad, el contagio de Parmalat resultó efímero y limitado, ya que la tendencia decreciente de quiebras y revisiones a la baja de la calificación crediticia contribuyeron a convencer a los inversionistas de que Parmalat y otros eventos de crédito fueron casos aislados.

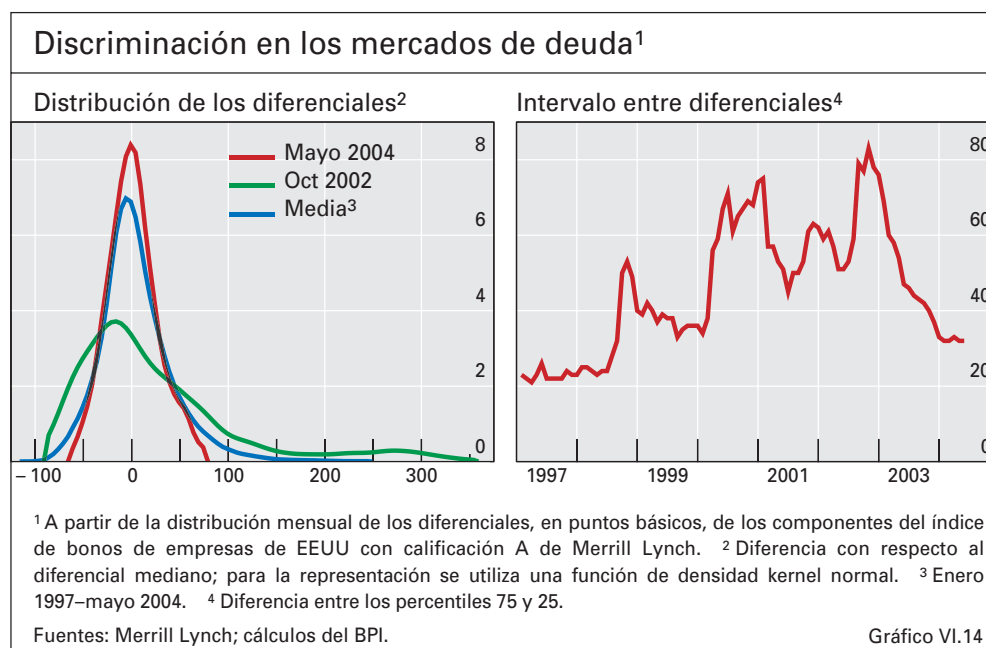
Hacia finales de 2003 los inversionistas mostraron su disposición a asumir más riesgo de crédito, al parecer con independencia del riesgo de incumplimiento subyacente. El bajo nivel de los rendimientos nominales llevó a los inversionistas normalmente conservadores a pasarse a bonos de mercados emergentes y a deuda de empresa de mayor rentabilidad (véase a continuación). La búsqueda de rentabilidad de los inversionistas quedó especialmente de manifiesto en el mercado de deuda empresarial de alto rendimiento. Los inversionistas pujaron al alza incluso cuando aumentaban las emisiones (véanse los Gráficos VI.11 y VI.12). En el segundo semestre de 2003 y principios de 2004, las emisiones de prestatarios con calificación BB o inferior representaron algo más de una cuarta parte del total de emisiones de bonos de empresa en Estados Unidos, el doble de la tasa de actividad en 2001–02.

Otro síntoma de la disposición de los inversionistas a descontar riesgos en su búsqueda de rentabilidad es que la distribución de los diferenciales de crédito para los emisores de una calificación dada indica que hubo menos

La búsqueda de rentabilidad estrechó los diferenciales ...

... discriminando menos entre empresas

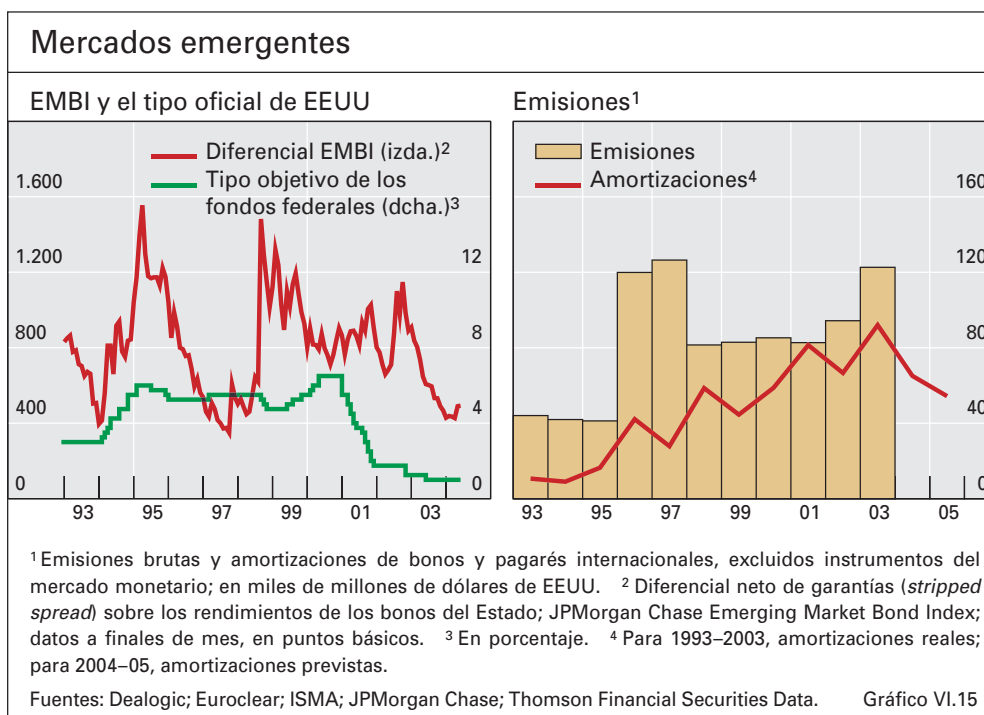




discriminación en los mercados de deuda (véase el Gráfico VI.14). En contraposición a la situación de octubre de 2002, cuando los inversionistas habían diferenciado minuciosamente entre las empresas de una determinada calificación con probabilidad de ser rebajada y las que parecían más solventes, a principios de 2004 los diferenciales se agruparon mucho más. En esos momentos, entre los prestatarios con calificación A, por ejemplo, las colas de la distribución fueron significativamente más cortas que las de octubre de 2002 o incluso que las del promedio a largo plazo. También a principios de 2004, la dispersión de diferenciales para los emisores con calificación A (medida por la distribución entre los diferenciales de los percentiles 75 y 25) fue la más estrecha desde mediados de 1998. No obstante, este indicador se mantuvo por encima de los niveles observados en 1997 y primera mitad de 1998, cuando las estrategias más apalancadas que intentaban sacar partido de las anomalías percibidas en los diferenciales de crédito habían sido especialmente populares entre los inversionistas en renta fija.

Financiación de la deuda externa de los mercados emergentes

Los mercados emergentes se contaron entre los principales beneficiarios de la combinación de una mejora del panorama macroeconómico mundial y una mayor disposición de los inversionistas a asumir riesgos. Los diferenciales sobre los bonos de mercados emergentes denominados en dólares se estrecharon más de 500 puntos básicos entre octubre de 2002 y enero de 2004. En abril de 2004, estos diferenciales se ampliaron bruscamente, a pesar de lo cual, en mayo de 2004 seguían sin estar muy por encima de los mínimos alcanzados a mediados de 1997 (véase el Gráfico VI.15). Al mismo tiempo, las emisiones de bonos de mercados emergentes alcanzaron su nivel más elevado desde 1997. Especialmente activos fueron los prestatarios con calificaciones más bajas: las emisiones de prestatarios con calificación B o inferior, incluidos



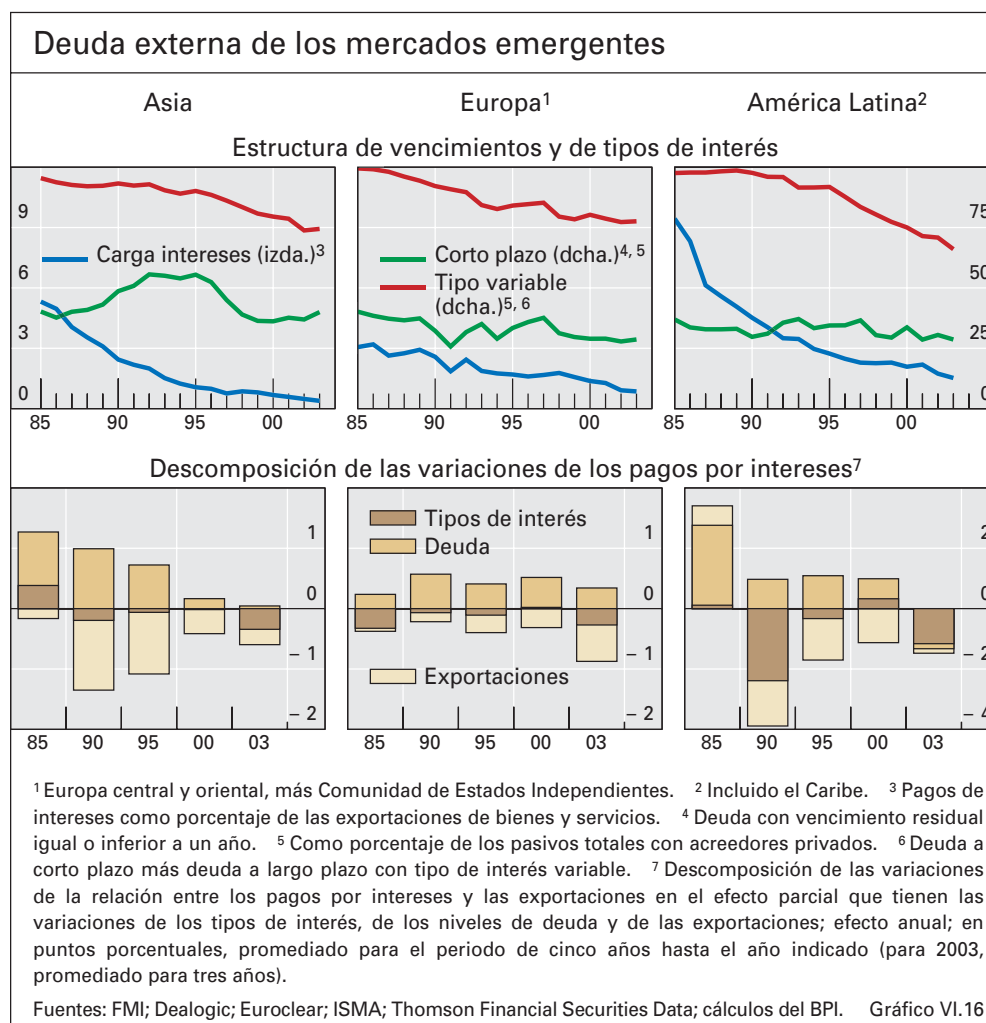
Brasil y Turquía, pasaron de representar el 18% del total de emisiones en los mercados emergentes en 2002 al 33% en 2003. Incluso prestatarios soberanos que habían incumplido recientemente pagos sobre parte de su deuda externa (en concreto Indonesia y Pakistán) encontraron compradores dispuestos a adquirir sus nuevas emisiones internacionales.

Vulnerabilidad ante cambios en las condiciones de financiación

Si bien es cierto que la búsqueda de rentabilidad influyó claramente en esta evolución, el estrechamiento de los diferenciales también se apoyó en una mejora de las variables macroeconómicas fundamentales en muchos países. En 2003, las mejoras de las calificaciones de Standard & Poor's para prestatarios de mercados emergentes fueron, por primera vez desde 1996, más numerosas que las revisiones a la baja. La mejora de calificación más espectacular fue la de Rusia, que en octubre de 2003, apenas cinco años después de haber suspendido pagos sobre la mayor parte de su deuda, recibió de Moody's el grado de inversión. Los diferenciales sobre la deuda de Rusia denominada en dólares se habían estrechado un año antes de la recalificación hasta niveles propios de grado de inversión y a finales de 2003 ya eran similares a los de muchos prestatarios soberanos con calificación A.

Muchos mercados emergentes son actualmente menos vulnerables que en el pasado a los cambios en las condiciones de financiación de los mercados internacionales. A diferencia de lo ocurrido a principios de los años 80, cuando muchos países fuertemente endeudados suspendieron pagos, o en 1994, cuando México atravesó por graves dificultades financieras, en la actualidad no parece probable que tipos de interés oficiales más elevados en las principales economías vayan a desencadenar una crisis en los mercados emergentes. No obstante, los prestatarios de mercados emergentes siguen

Mejoraron las variables fundamentales en muchos mercados emergentes



expuestos al riesgo de tipo de interés. En el periodo 2001–03, la fuerte bajada de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos ayudó a reducir la carga por pagos de intereses más de lo que lo hicieron las variaciones de los niveles de deuda o el crecimiento de las exportaciones, sobre todo en América Latina (véase el Gráfico VI.16). Sin embargo, los desequilibrios externos son ahora menores y las reservas de divisas superan a las de periodos anteriores en los que se endurecieron las condiciones de liquidez internacionales (véanse los Capítulos III y V).

Además, los prestatarios de mercados emergentes dependen menos de la deuda a corto plazo a tipo de interés variable. La deuda a corto plazo, incluidas amortizaciones, pasó de representar el 40% de la deuda contraída con acreedores privados a principios de los años 90 a suponer menos del 30% a finales de 2003. Durante ese mismo periodo, la deuda a tipo de interés variable, incluida la deuda a corto plazo, cayó de casi el 100% de la deuda circulante hasta menos del 70%, al sustituirse la financiación bancaria por emisiones de bonos tras los canjes de bonos Brady en la primera mitad de la década de los 90 (si se incluye la deuda con acreedores del sector público, la proporción que representa la deuda a interés variable es superior). Los prestatarios en Asia dependen más de la deuda a corto plazo que los de otras regiones, aunque esto es reflejo del escaso nivel

Los mercados emergentes dependen menos de la deuda a corto plazo a interés variable ...

de endeudamiento externo de Asia y de la mayor proporción del componente comercial en la financiación externa. En 2003, Asia fue la única región en la que aumentó la deuda (principalmente bancaria) a corto plazo, mientras numerosos países no asiáticos aprovecharon las favorables condiciones de los mercados internacionales para amortizar sus pasivos a corto plazo.

Si bien la sustitución de deuda bancaria (a interés variable) por deuda en bonos (a interés fijo) reduce la exposición de los prestatarios al riesgo de tipo de interés, no elimina el riesgo de dificultades de financiación a corto plazo. Los diferenciales sobre bonos de mercados emergentes son más volátiles que los rendimientos subyacentes y a veces pueden ampliarse tanto como para dejar realmente a los prestatarios fuera del mercado, como fue el caso de Brasil a mediados de 2002. Esta situación puede ocasionar problemas de liquidez graves a países con grandes necesidades de financiación. Está previsto que las amortizaciones de deuda a largo plazo por parte de los prestatarios de mercados emergentes disminuyan ligeramente en 2004 y 2005, lo que ayudará a reducir los problemas de liquidez en caso de ampliarse los diferenciales (véase el Gráfico VI.15). No obstante, varios países muy endeudados, en particular Brasil y Turquía, continúan haciendo frente a amortizaciones significativas.

A comienzos de 2004, las condiciones financieras se deterioraron para los mercados emergentes ante indicios de que la Reserva Federal podría adoptar una política monetaria menos acomodaticia antes de lo que venían previendo los agentes económicos. En abril y mayo de 2004, la deuda de mercados emergentes atravesó por su peor episodio de ventas generalizadas desde mediados de 2002, ampliándose el diferencial EMBI en unos 100 puntos básicos en apenas cuatro semanas. Cabe destacar que el mercado de deuda corporativa de alto rendimiento de Estados Unidos no experimentó ni de lejos esta ampliación de diferenciales. Al parecer, los fondos de gestión alternativa (*hedge funds*) y otros inversionistas apalancados fueron determinantes en la oleada de ventas, al deshacer repentinamente sus posiciones en los mercados emergentes en mucho mayor grado de lo que lo hicieron en los mercados de renta fija privada de alto rendimiento. En la medida en que estos inversionistas se retiraron de los mercados emergentes, se atenuó la correlación positiva puesta de manifiesto durante el episodio de ventas generalizadas entre las variaciones de los diferenciales y los cambios de expectativas sobre los tipos de interés oficiales en Estados Unidos. Pese a todo, las condiciones de financiación podrían volver a complicarse en un futuro próximo ante cambios en el apetito por el riesgo en los principales mercados o ante reveses en las políticas económicas en los mercados emergentes.

Reestructuraciones de deuda

Para reducir su vulnerabilidad ante las crisis, algunos prestatarios adoptaron medidas complementarias encaminadas a mejorar la resolución de las dificultades de pago en caso de crisis. En febrero de 2003, México se convirtió en el primer gran emisor entre los mercados emergentes en incorporar

... pero permanecen expuestos a las variaciones de los diferenciales de crédito

Perspectivas de subidas de tipos de interés oficiales en EEUU provocan ventas masivas a comienzos de 2004

cláusulas de acción colectiva (CAC) en bonos emitidos con arreglo al Derecho de Nueva York. Poco después le siguieron Brasil y otros grandes prestatarios. En consecuencia, mientras que en 2002 ninguna emisión de prestatarios soberanos regida por la legislación de Nueva York contenía tales cláusulas, en 2003 aproximadamente la mitad de dichas emisiones las incluía. El objeto de estas cláusulas es facilitar el cumplimiento de la deuda soberana dificultando que los titulares minoritarios de bonos puedan obstruir reestructuraciones respaldadas por la mayoría de los titulares. Su inclusión en emisiones internacionales se propuso por primera vez tras la crisis de la deuda en México en 1994 y ha sido promovida por el deseo de una serie de países del G-10 de incluir dichas cláusulas en sus emisiones internacionales.

La reestructuración de la deuda impagada de Argentina fue lenta ...

Aun cuando los prestatarios de mercados emergentes disfrutaron de condiciones de financiación favorables, el impago de la deuda por parte de Argentina estuvo en la mente de los inversionistas internacionales como un recordatorio de los riesgos de invertir en deuda de mercados emergentes. Las negociaciones se vieron retrasadas por las dificultades para alcanzar un acuerdo sobre quién podría representar a los acreedores, agravadas por la ausencia de CAC en muchos de los bonos impagados y la gran proporción de deuda impagada en manos de residentes en Argentina. Además, es probable que se prolonguen por el desacuerdo sobre la capacidad de pago del Gobierno argentino. Por una parte, el Gobierno alegó la fragilidad de la recuperación económica y la magnitud de los problemas sociales en Argentina para respaldar su propuesta de reducir en un 75% el valor nominal de la deuda impagada y que se le permitiera pagar parcialmente los intereses en mora. Por su parte, los acreedores arguyeron la fortaleza de la recuperación económica y la mejora en la posición fiscal del Gobierno al demandar que el porcentaje de recuperación de la deuda fuera superior.

... pero se espera que sea más rápida que en los 80

La reestructuración de la deuda argentina es diferente a la de muchas reestructuraciones de los años 80, que habían estado precedidas por varias rondas de reprogramaciones, al intentar evitar los bancos el saneamiento del principal refinanciando los pagos a su vencimiento. Sin embargo, en las negociaciones con Rusia, Ecuador y otros países soberanos que han incumplido recientemente el pago de su deuda, los inversionistas en bonos han demostrado mayor disposición de la que mostraron los bancos en los años 80 para aceptar una quita en el valor nominal de sus bonos. Esta diferencia de comportamiento se deriva en parte de las diferencias entre las normas contables de los bancos y las aplicables a la mayoría de los inversionistas en bonos. En concreto, mientras que los bancos tienen cierta discrecionalidad para decidir cuándo contabilizar las pérdidas de sus préstamos, los inversionistas en bonos suelen valorar sus carteras a precios de mercado diariamente, por lo que deben asumir de inmediato cualquier merma en el valor actual neto de sus carteras. Por ello, estos inversionistas (titulares del grueso de la deuda de Argentina) tienen un incentivo mayor que los bancos para acceder a una reestructuración global. De hecho, mientras que entre la moratoria de la deuda de México en agosto de 1982 y la finalización de su plan Brady en marzo de 1990 transcurrieron ocho años, Rusia alcanzó un acuerdo con los titulares de sus

bonos apenas dos años después de su incumplimiento y Ecuador lo hizo en menos de un año.

Búsqueda de rentabilidad: causas y consecuencias

La búsqueda de rentabilidad que hizo caer los diferenciales en los mercados de bonos de empresas y en los mercados emergentes estuvo promovida en gran parte por el efecto combinado de dos factores. En primer lugar, muchos inversionistas pasaron de invertir en bonos del Estado de bajo riesgo a hacerlo en bonos corporativos y de mercados emergentes de mayor rendimiento y riesgo, en un esfuerzo por conseguir los rendimientos nominales que habían logrado obtener cuando los tipos de interés eran más altos. En segundo lugar, muchos gestores de activos también buscaron instrumentos de mayor rendimiento para utilizarlos en la creación de bonos de titulización de deuda (CDO en inglés) en un intento de aprovechar el hecho de que los diferenciales de crédito sobre dichos instrumentos se mantuvieran más amplios de lo que sugerían las pérdidas previstas por incumplimiento.

Tasas nominales de rendimientos fijadas como objetivo

Por diferentes motivos, numerosos inversionistas parecieron dubitativos o incapaces de ajustar sus objetivos de rendimiento nominal ante los cambios en las condiciones del mercado. En 2003 y principios de 2004, ante rendimientos nominales históricamente bajos para la deuda pública de elevada calificación, estos inversionistas buscaron rendimientos más altos en los mercados de bonos de empresa y de deuda de mercados emergentes, con la esperanza de mantener los altos rendimientos que las posiciones en deuda pública les habían proporcionado con anterioridad.

Su negativa a ajustar sus objetivos de rendimiento nominal en una coyuntura de tipos de interés más bajos podría haber sido reflejo de factores psicológicos bien conocidos. Por ejemplo, algunos inversionistas parecieron tomar ciertas decisiones sin tener en cuenta otros factores más complejos, un fenómeno bien documentado en la literatura sobre el comportamiento financiero como “falta de perspectiva” (*narrow framing*). Al actuar así, posiblemente desconocían que los tipos de interés nominales eran inferiores en gran medida porque las tasas de inflación previstas habían disminuido. Asimismo, en ocasiones los inversionistas tomaron sus objetivos de rendimiento originales como punto de referencia, un fenómeno conocido como “sesgo por el status quo”, según el cual se asigna menos importancia a las desventajas del status quo que a las de objetivos alternativos.

El mantenimiento de los objetivos de rendimiento nominal también podría haber estado relacionado con limitaciones de carácter institucional y regulador. Las compañías de seguros de vida y los fondos de pensiones suelen gestionar sus activos por referencia a sus pasivos. En algunos países, los pasivos están vinculados a un rendimiento mínimo garantizado. Este rendimiento puede estar fijado por ley, como en el caso Suiza, donde existe un tipo de interés mínimo que debe remunerar los activos en los planes de pensiones de aportación definida. Otra posibilidad es que esté fijado

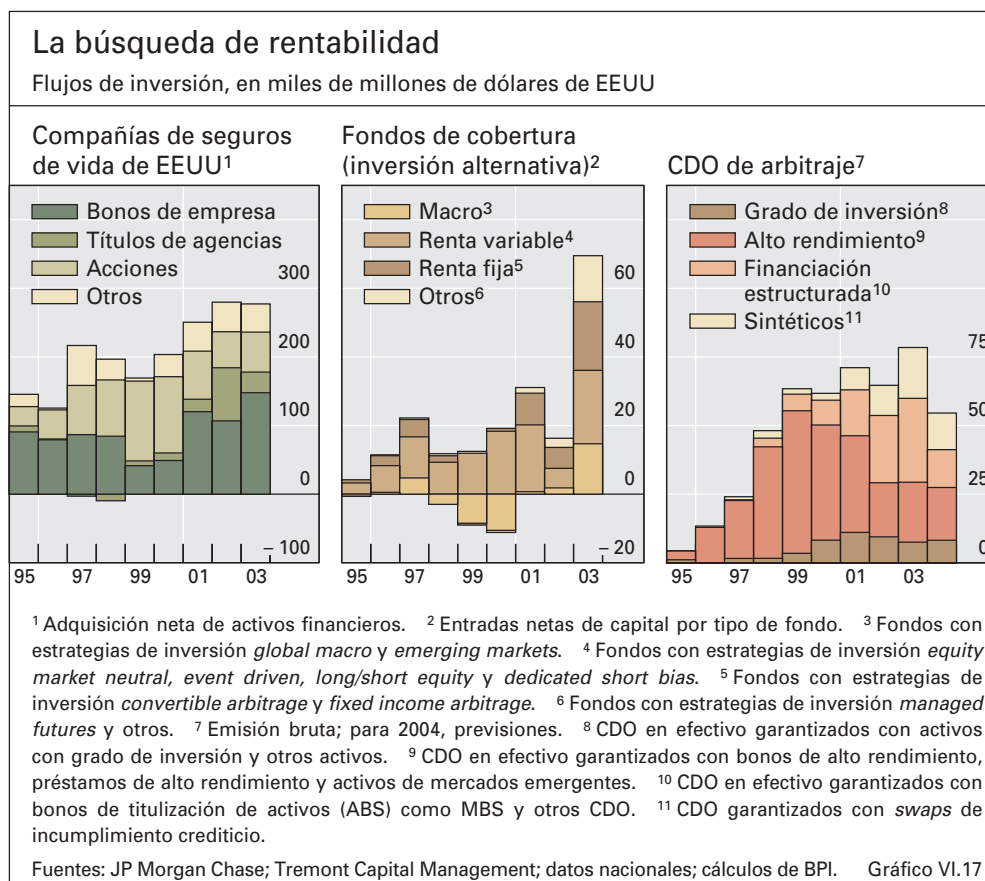
Reticencia de los inversionistas a ajustar sus objetivos de rendimiento nominal ...

... debido a factores psicológicos ...

... y a limitaciones institucionales y reguladoras

contractualmente, como en Japón y el Reino Unido, donde en los años 70 y 80 las compañías de seguros de vida ofrecían rentas garantizadas. Tras un periodo de tipos de interés a la baja, estos flujos garantizados empezaron a superar a los rendimientos de los bonos del Estado de elevada calificación crediticia. La brecha de financiación resultante llevó a dichas instituciones a invertir en instrumentos de mayor rendimiento y riesgo.

Incluso en los países sin rentas garantizadas, las variaciones en el valor de los pasivos tendieron a inducir un comportamiento propenso al riesgo. En Estados Unidos y el Reino Unido, el tipo de interés utilizado para actualizar los pasivos de los fondos de pensiones de prestación definida está vinculado a los tipos de interés de mercado. Por tanto, los descensos de los tipos de interés pueden generar aumentos considerables en los compromisos. Teniendo en cuenta las pérdidas en sus carteras de acciones en 2001–03 y su deseo de equilibrar sus pasivos mejor que hasta entonces, compañías de seguros y fondos de pensiones podrían haberse visto movidos a invertir en instrumentos de renta fija con unos mayores rendimientos previstos. En Estados Unidos, los títulos de empresas y de agencias representaron el grueso de estas compras, por el mejor rendimiento que ofrecían respecto a los bonos del Tesoro (véase el Gráfico VI.17). Los inversionistas institucionales, atraídos por los altos rendimientos obtenidos por muchos fondos en los últimos años, también invirtieron activamente en fondos de cobertura (gestión alternativa), contribuyendo así a marcar un récord en el flujo de recursos invertidos en esta clase de activos en 2003.



La utilización de los CDO de arbitraje

A diferencia de otros inversionistas en busca de rentabilidad, las gestoras de bonos de titulización de deuda (CDO) de arbitraje no estaban interesadas en el bajo nivel de los tipos de interés sino en los amplios diferenciales de crédito sobre la deuda de menor calidad. La estructura de los CDO de arbitraje permite a las sociedades gestoras aprovechar el hecho de que los diferenciales sobre títulos de deuda de algunas empresas tiendan a ser más amplios de lo que bastaría para cubrir las pérdidas probables por incumplimiento. Las sociedades gestoras agrupan deuda de menor calidad para formar un *pool* o conjunto de garantías contra las cuales se emiten varios tramos de deuda, en su mayoría con calificación AAA. Los tramos de deuda de menor calidad son los primeros en absorber cualquier pérdida sobre el conjunto de garantías, protegiendo así a los tramos de deuda AAA. La cantidad de protección necesaria depende de las pérdidas previstas, las correlaciones de incumplimiento estimadas y el grado de diversificación del conjunto de garantías.

Aun cuando los diferenciales de crédito se estrecharon en 2003, se mantuvieron lo suficientemente amplios en determinados tipos de garantías como para respaldar un aumento de las emisiones de CDO de arbitraje. Cuantas más garantías buscaban las sociedades gestoras de CDO, más se estrechaban los diferenciales. No es de sorprender que la garantía preferida en años anteriores fuera la deuda de alto rendimiento, incluidos los bonos de mercados emergentes (véase el Gráfico VI.17). Sin embargo, a medida que disminuyó la disponibilidad de dicha garantía, las sociedades gestoras de CDO se decantaron por la deuda con grado de inversión. En 2003, gran parte de los nuevos CDO de arbitraje estaban garantizados por bonos de titulización de activos (ABS), incluidos bonos de titulización hipotecaria (MBS) y otros CDO, cuyos diferenciales se habían reducido con lentitud. En Europa, el mercado ha estado cada vez más dominado por CDO sintéticos, que se basan en *swaps* de incumplimiento crediticio en vez de en garantías en efectivo. A comienzos de 2004, los diferenciales de crédito en general parecían haberse estrechado lo suficiente como para reducir las emisiones de CDO de arbitraje.

La emisión de CDO de arbitraje contribuyó a reducir los diferenciales

Consecuencias de la búsqueda de rentabilidad

La búsqueda de rentabilidad implica asumir riesgos, ya que una mayor rentabilidad suele ir acompañada de un mayor nivel de riesgo. A pesar de ello, numerosos inversionistas parecieron descontar las posibles consecuencias adversas que conllevaría este riesgo adicional. Algunos desdeñaron los riesgos que estaban asumiendo enfatizando las ventajas de la diversificación. Al hacerlo, no siempre aplicaron correctamente los instrumentos utilizados en los mercados bursátiles para medir el riesgo. Así por ejemplo, muchos inversionistas utilizaron la desviación típica de los rendimientos para evaluar los beneficios derivados de la diversificación hacia bonos empresariales. Empero, la envergadura de las pérdidas derivadas de los incumplimientos hizo que esta medición simétrica del riesgo no resultara adecuada para medir el riesgo de crédito. Otros inversionistas supusieron que podrían deshacer sus inversiones antes de sufrir pérdidas graves, como fue el caso principalmente

La búsqueda de rentabilidad podría conducir a una asunción de riesgo excesiva ...

... lo que podría tener efectos adversos para los inversionistas

de las estrategias de *carry trade*, pensadas para aprovechar el bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo. Los fondos de cobertura y otros inversionistas apalancados parecieron apostar fuerte tomando prestado a corto plazo para invertir en instrumentos de largo plazo con mayores rendimientos.

La búsqueda de rentabilidad ha reducido las primas que los inversionistas reciben por asumir riesgo de crédito. En la medida en que las pérdidas imprevistas por incumplimiento superen ostensiblemente dichas primas, este proceso puede tener consecuencias nefastas tanto para los inversionistas como para los emisores. Unas pérdidas excepcionalmente elevadas podrían ocasionar dificultades financieras a los inversionistas no acostumbrados a gestionar dichos riesgos. También podrían desencadenar un ajuste del precio del riesgo y provocar el regreso de unos diferenciales de crédito amplios y de mayores costes de financiación para todos los prestatarios, incluidos aquellos cuya solvencia está mejorando. Asimismo, los prestatarios podrían quedar excesivamente expuestos a un cambio en el apetito de los inversionistas por el riesgo y, por tanto, a una pérdida repentina de acceso a los mercados. Dicho cambio podría ocurrir si las tasas de rentabilidad exentas de riesgo aumentaran hasta un punto en el que cupieran de nuevo inversiones de menor riesgo con un rendimiento nominal próximo a los objetivos fijados por los inversionistas. De hecho, la ampliación de los diferenciales de rendimiento para prestatarios soberanos en los mercados emergentes hacia el final del periodo analizado refleja la importancia del nivel general de los rendimientos nominales para dichos diferenciales. Por último, una deficiente valoración del riesgo puede dañar la eficiencia económica en general a través de una asignación de recursos desacertada.