

VI. Los mercados financieros

Aspectos más destacados

Durante el periodo examinado, las condiciones mejoraron en los mercados financieros internacionales, a pesar del endurecimiento de la política monetaria que emprendió la Reserva Federal de Estados Unidos en junio de 2004. Incluso cuando los tipos de interés a corto plazo comenzaron a subir en Estados Unidos, los tipos de interés a largo plazo cayeron en los principales mercados, los precios de las acciones se incrementaron y los diferenciales de crédito se estrecharon. Muchos mercados se replegaron en marzo y abril de 2005 como consecuencia de la mayor aversión al riesgo y de la preocupación por un repunte de la inflación. Con todo, a mediados de mayo, los precios de los bonos y de las acciones eran todavía más elevados que cuando la Reserva Federal empezó a subir sus tipos de interés.

El estrechamiento de los diferenciales de rendimiento y el alza de las cotizaciones de las acciones durante gran parte del periodo analizado indicaban que los inversionistas en los mercados bursátiles y de deuda se mostraban confiados en los beneficios empresariales y en las perspectivas macroeconómicas. En los últimos años, esta confianza ha estado respaldada por mejoras considerables en las variables fundamentales. En los mercados de deuda, los cambios estructurales que han facilitado las actividades de cobertura y han promovido la liquidez también pueden haber contribuido a los reducidos niveles de los diferenciales. No obstante, la predisposición de los inversionistas a asumir mayor riesgo fue un factor clave de apoyo a las valoraciones de la renta fija y variable. A su vez, esta disposición se sustentó, en cierta medida, en la persistencia de una orientación acomodaticia de la política monetaria. Las inesperadas noticias negativas en el sector automovilístico estadounidense contribuyeron a que se realizara una nueva valoración del riesgo en los mercados de deuda en marzo y abril.

La yuxtaposición de los bajos rendimientos a largo plazo con una coyuntura económica aparentemente sólida y tipos de interés oficiales al alza en Estados Unidos fue un tanto desconcertante, aunque los rendimientos se incrementaron en los meses previos a la primera subida de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. A primera vista, la caída de los rendimientos a largo plazo tras la elevación de los tipos de interés apunta a que los inversionistas en los mercados de deuda pública fueron menos entusiastas sobre las variables fundamentales que los inversionistas en instrumentos de renta fija privada y de renta variable. Las expectativas de inflación contenida y la menor incertidumbre sobre la orientación de la política monetaria contribuyeron a mantener los rendimientos reducidos. Factores de

oferta y demanda de carácter más técnico también pueden haber ejercido cierta influencia. No obstante, resulta difícil determinar la importancia relativa de estas distintas explicaciones de por qué los rendimientos permanecieron tan bajos.

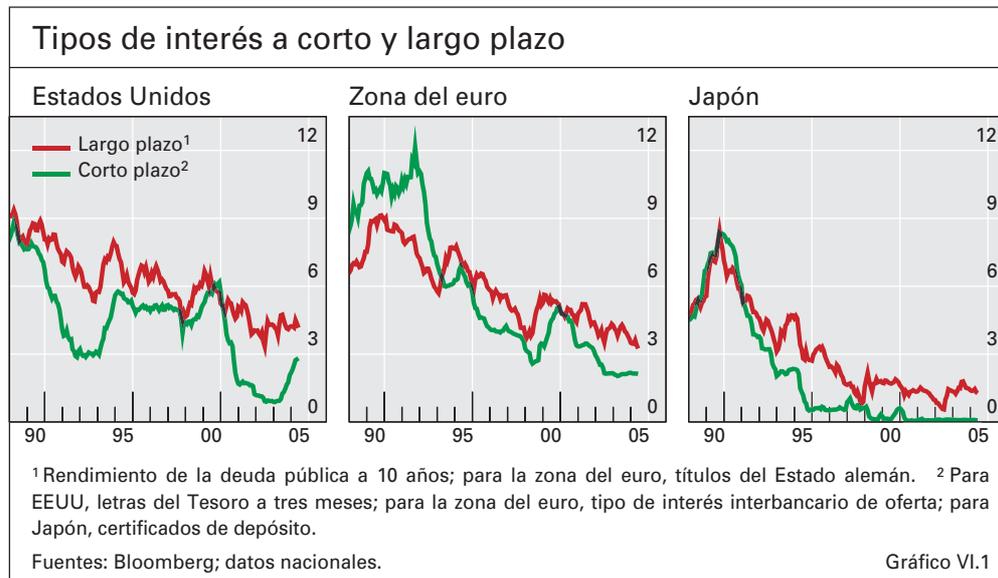
Las curvas de rendimientos y la paradoja de los reducidos tipos de interés

Los reducidos y decrecientes rendimientos a largo plazo en los principales mercados tras el cambio en el ciclo de los tipos de interés oficiales de Estados Unidos sorprendieron a numerosos agentes económicos durante el periodo analizado. A diferencia de lo que sucedió en periodos anteriores de endurecimiento de la política monetaria, en los que las subidas de los tipos de interés oficiales habían ido acompañadas de un aumento de los tipos de interés a largo plazo, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años registraron un descenso acumulado de 50 puntos básicos, hasta situarse en el 4,12%, en los 10 meses transcurridos hasta mediados de mayo de 2005 (véase el Gráfico VI.1). Los rendimientos a largo plazo disminuyeron asimismo en otros mercados en los que también se endureció la política monetaria, entre los que se incluyen Australia, Canadá, el Reino Unido y Suiza. De igual modo, en la zona del euro y en Japón, estos rendimientos también descendieron 107 y 49 puntos básicos, respectivamente, entre finales de junio de 2004 y mediados de mayo de 2005. En la mayor parte de los mercados, los rendimientos a largo plazo se incrementaron brevemente en febrero y marzo de 2005, si bien la subida fue menos pronunciada que en episodios anteriores de ventas masivas y se revirtió rápidamente.

Se propusieron diversas explicaciones para los reducidos niveles de los tipos de interés a largo plazo. En la zona del euro y en Japón, la situación se explicaría por el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico, pero no en Estados Unidos, donde el crecimiento se recuperó de manera significativa después del verano de 2004. Las expectativas de inflación

Los bajos rendimientos a largo plazo, a pesar de las subidas de los tipos de interés oficiales ...

... fueron especialmente desconcertantes en EEUU



a largo plazo permanecieron extraordinariamente controladas, pero los tipos de interés reales estaban igualmente en niveles bajos. También se constató que la volatilidad era reducida y que las primas de riesgo habían disminuido, aunque sobre todo en el tramo corto, haciendo que los tipos de interés a más largo plazo se mantuvieran en niveles excepcionalmente bajos. Entre otras posibles explicaciones se incluyen las futuras reformas contables y de los fondos de pensiones que, según algunos agentes económicos, incrementaron la demanda de activos a largo plazo, así como la acumulación de activos denominados en dólares estadounidenses por las autoridades asiáticas. No obstante, resulta difícil cuantificar el impacto de estos últimos factores.

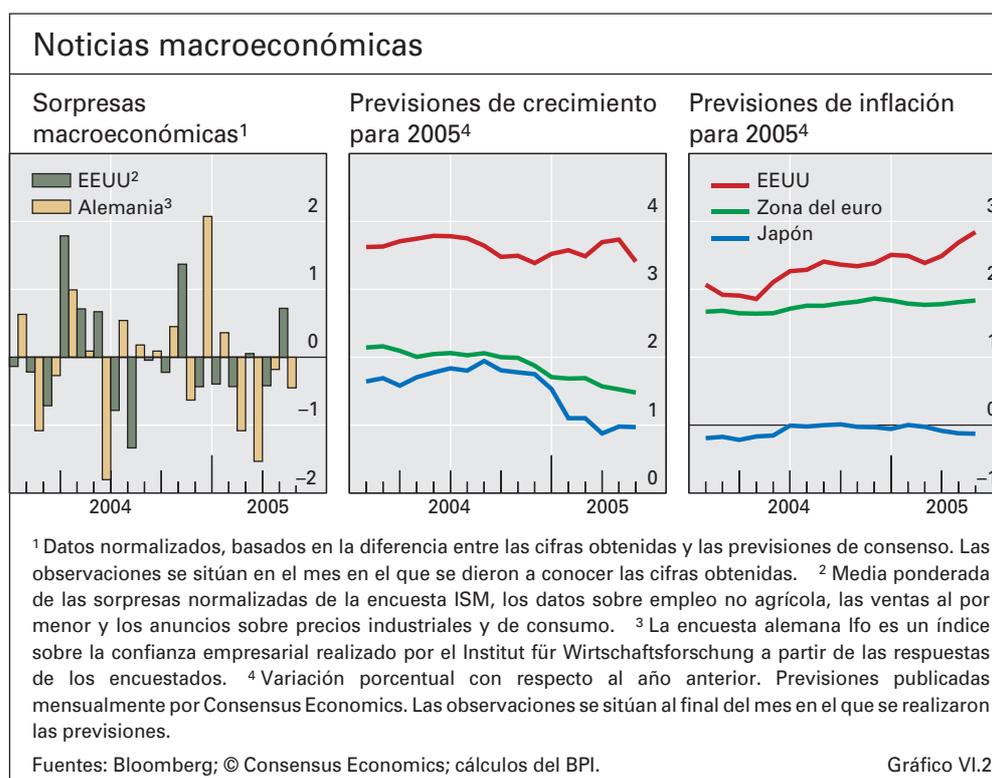
Perspectivas de crecimiento

Una explicación fueron las menores perspectivas de crecimiento ...

Las perspectivas de menor crecimiento contribuyeron al descenso inicial de los rendimientos (véase el Gráfico VI.2), que habían aumentado considerablemente en abril y mayo de 2004, cuando los datos inesperadamente positivos sobre el mercado de trabajo en Estados Unidos y las señales de la Reserva Federal llevaron a los agentes económicos a anticipar una subida de los tipos de interés oficiales en este país para mucho antes de lo previsto. La publicación de datos de empleo en Estados Unidos peores de lo esperado en julio y agosto de 2004 provocó un recorrido alcista en los mercados internacionales de renta fija a medida que los inversionistas revisaron sus expectativas sobre el probable ritmo de endurecimiento monetario. Las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento mundial confirmaron el pesimismo reinante.

... sobre todo en Europa y Japón

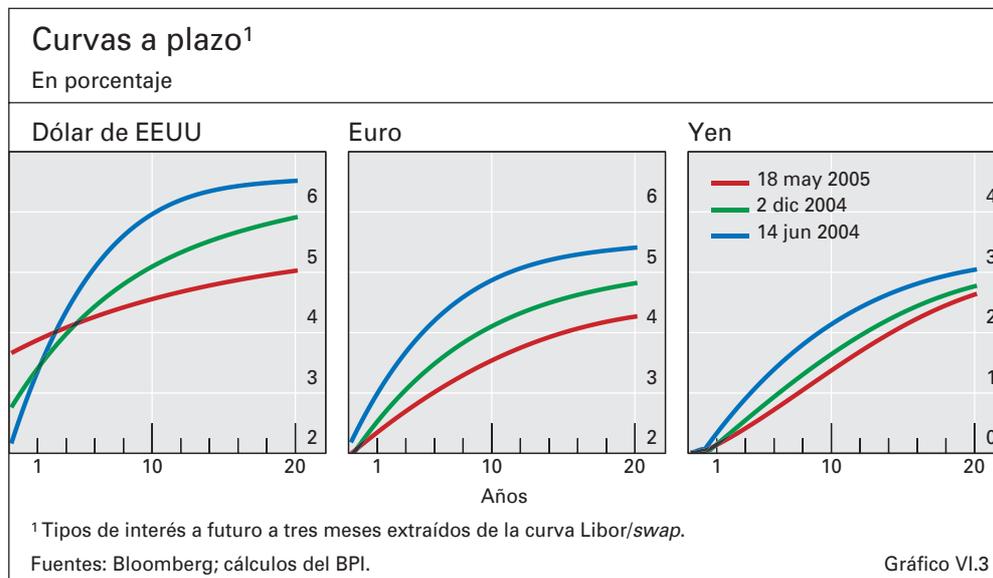
La publicación de datos mejores de lo esperado frenó la caída de los rendimientos en dólares en el cuarto trimestre, pero no consiguió compensar



el descenso anterior. Mientras, los rendimientos en euros y en yenes siguieron disminuyendo al continuar decepcionando los indicadores macroeconómicos en ambas economías. Entre agosto de 2004 y mayo de 2005, las previsiones de consenso de crecimiento del PIB en la zona del euro para 2005 se revisaron a la baja en un cuarto de punto, hasta el 1,5%, y en medio punto, hasta el 1,0%, en lo que respecta a Japón. En consecuencia, el diferencial entre los tipos de interés a 10 años en dólares y en euros se amplió considerablemente, rondando los 102 puntos básicos en marzo de 2005, su máximo desde 1999.

Los rendimientos a largo plazo tocaron fondo a mediados de febrero de 2005, cuando los inversionistas se fueron convenciendo de que el mercado debía corregirse. Esta situación se observó, en particular, después de que el presidente de la Reserva Federal tildara de "enigma" los reducidos niveles de rentabilidad a largo plazo y se hicieran más patentes las presiones inflacionistas y las señales de mayor capacidad de fijación de precios de las empresas. A partir del 9 de febrero, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años se incrementaron casi 70 puntos básicos en menos de seis semanas, mientras que los del Tesoro alemán lo hicieron en aproximadamente la mitad de esa cifra. No obstante, este episodio de ventas masivas al final del invierno fue mucho más limitado que los del verano de 2003 y la primavera de 2004 en el hemisferio norte (que condujeron a incrementos de 130 y 115 puntos básicos, respectivamente, en los rendimientos del bono a 10 años). La amplitud de las ventas también fue más limitada, aunque, a diferencia de los episodios anteriores, el mercado japonés no registró variaciones importantes al elevarse los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense. La publicación de datos económicos decepcionantes en abril, incluidos informes poco favorables sobre empleo y ventas al por menor, permitió a los rendimientos de los bonos del Tesoro instalarse en una banda de negociación inferior, al tiempo que, en mayo, los rendimientos de los bonos alemanes registraron nuevos mínimos históricos (véase el Gráfico VI.3).

Las ventas generalizadas a principios de 2005 tuvieron alcance y duración limitados

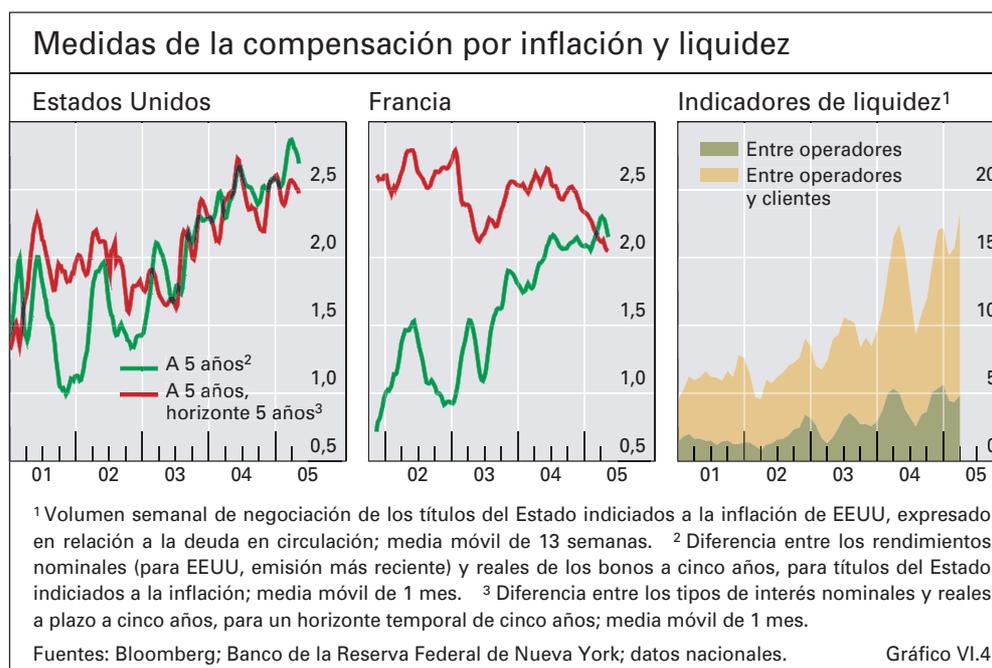


Expectativas de inflación contenida

Las expectativas de control de la inflación también moderaron los rendimientos ...

Durante la mayor parte del periodo analizado, uno de los factores que contribuyó a la evolución inusualmente moderada de los tipos de interés nominales a largo plazo fue el hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo permanecieran controladas, a pesar del aumento de los precios del petróleo y de las previsiones de firme crecimiento económico en Estados Unidos. Muestra de ello fueron los títulos indicados a la inflación, cuyo diferencial con los títulos de deuda pública que pagan rendimientos nominales proporciona una medida aproximada de la compensación que exigen los inversionistas por la inflación esperada. Si bien la prima por inflación se incrementó unos 20 puntos básicos para los bonos a cinco años desde mediados de 2004 hasta finales de abril, esta misma medida se redujo 12 puntos básicos para los tipos de interés implícitos a cinco años para un horizonte de cinco años en el caso de los títulos indicados de Estados Unidos, e incluso de manera más acusada en el caso de los bonos franceses indicados a la inflación denominados en euros (véase el Gráfico VI.4). Desde los periodos previos a anteriores perturbaciones causadas por los precios del petróleo, los bancos centrales han ganado credibilidad a los ojos de los agentes económicos en lo que respecta a la lucha contra la inflación.

Los rendimientos de los bonos indicados a la inflación incorporan primas de liquidez que pueden complicar la interpretación de las medidas de la compensación por inflación. Sin embargo, los recientes aumentos en la rotación de los bonos indicados del Tesoro estadounidense indican que la profundidad y la amplitud del mercado han mejorado sustancialmente. Desde el año 2000, la relación entre el volumen contratado y el total de deuda indicada en circulación se ha incrementado constantemente, tanto entre los intermediarios financieros del mercado primario de deuda pública (*primary dealers*) y otros inversionistas, como entre los primeros (véase el panel



derecho del Gráfico VI.4). De este modo, si bien las primas de liquidez de los bonos indicados a la inflación pueden llevar a subestimar la compensación por inflación, es probable que estos sesgos hayan disminuido con el tiempo.

Al mismo tiempo, los rendimientos de los bonos indicados a la inflación también indican que la reducción de la prima por inflación no puede justificar por sí sola el bajo nivel de los rendimientos a largo plazo. Desde mediados de 2004, los tipos de interés “reales” a plazo con vencimientos más dilatados también cayeron considerablemente para los bonos indicados estadounidenses y franceses, alrededor de 80 y 50 puntos básicos, respectivamente.

... aunque los tipos de interés reales también se redujeron

Primas por plazo y volatilidades reducidas

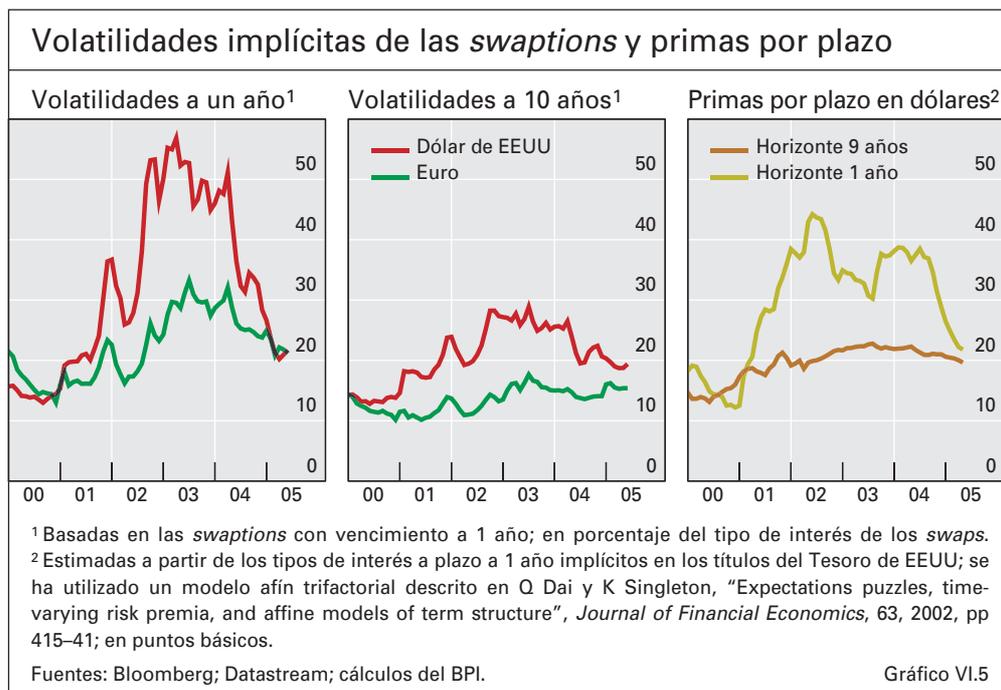
Otro motivo citado con frecuencia para explicar los bajos rendimientos a largo plazo durante el periodo examinado fue la disminución de la incertidumbre en torno a la economía en general y a la evolución de los tipos de interés en particular. Normalmente, una menor incertidumbre conllevaría una reducción de las primas por plazo, que marca la separación entre los tipos de interés a plazo para cada vencimiento en horizontes cortos y la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo prevista por los mercados. Ciertamente, tanto las volatilidades observadas como las implícitas en los contratos a tipo de interés fijo, que ya se situaban en niveles bastante bajos en términos históricos, cayeron aún más después de que la Reserva Federal comenzara a subir sus tipos de interés. Muchos analistas de mercado consideraron que a esta disminución contribuyó la inequívoca declaración de intenciones de la Reserva Federal, incluida su constante referencia a que el ritmo de endurecimiento de la política monetaria sería “medido”.

La caída de las volatilidades y de las primas por plazo ...

En consonancia con esta hipótesis, la disminución de las volatilidades en los mercados de renta fija desarrollados observada desde 2002 y 2003 se ha producido principalmente en el extremo corto de la curva de rendimientos. Esto es especialmente perceptible en las volatilidades implícitas de las opciones sobre *swaps* de tipos de interés (*swaptions*), que la mayoría de las instituciones financieras internacionales utiliza como coste de financiación de referencia (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico VI.5). Aunque las volatilidades implícitas (anualizadas) de los *swaps* a un año en dólares estadounidenses disminuyeron desde su máximo del 56,8% registrado en 2003 hasta el 21% a finales de abril de 2005, las volatilidades implícitas de los *swaps* a 10 años en dólares registran máximos y mínimos mucho más moderados. En el mercado de *swaps* en euros, las volatilidades han seguido un patrón similar, pero a niveles incluso más bajos. De este modo, la principal causa de la disminución de la volatilidad en los mercados financieros desarrollados parece residir en los mercados a corto plazo en dólares estadounidenses. Por su parte, los mercados a largo plazo en dólares y en euros han permanecido relativamente invariables.

... ha sido más pronunciada en el tramo corto en dólares ...

Existen pruebas directas de que las primas de riesgo han disminuido principalmente en el extremo corto. Utilizando un modelo trifactorial de la



... una trayectoria acorde con la menor incertidumbre sobre el rumbo de la política monetaria ...

curva de rendimientos, las primas de riesgo en el tramo corto de la curva de los bonos del Tesoro estadounidense parecen haber caído casi 25 puntos básicos desde comienzos de 2002 (véase el panel derecho del Gráfico VI.5). Esta trayectoria resulta acorde con la menor incertidumbre sobre el curso de la política monetaria en el corto plazo. En cambio, la prima de riesgo implícita en el tipo de interés a plazo a un año en un horizonte temporal de nueve años sólo parece haber descendido ligeramente desde finales de 2002, situándose en torno a los 20 puntos básicos.

... aunque no es probable que explique los reducidos tipos de interés en horizontes más dilatados

De este modo, aunque la reducción de las volatilidades y de las primas por plazo puede explicar los menores tipos de interés a plazo para vencimientos cortos, no parece explicar los bajos tipos de interés a plazo que actualmente se observan en vencimientos largos. Por ejemplo, a finales de abril de 2005, los tipos de interés a corto plazo en un horizonte de diez años eran del 4,8%. Dado que las expectativas de inflación a largo plazo en Estados Unidos se sitúan en torno al 2,5% y que las estimaciones de los tipos de interés reales a corto plazo se corresponden con una inflación estable del 2,6%–3,0%, el reducido nivel de los tipos de interés a plazo en los horizontes largos sigue resultando difícil de entender si no es con descensos en las primas de riesgo muy superiores a lo estimado.

Reformas de las pensiones y demanda de duración

La caída de los rendimientos fue pronunciada en los vencimientos muy largos ...

Tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, las caídas de rendimientos fueron especialmente pronunciadas en los vencimientos superiores a 10 años. Entre mediados de 2004 y abril de 2005, el diferencial entre el tipo de interés de los bonos del Tesoro con vencimiento más dilatado y el aplicado a los bonos a 10 años descendió más de 50 puntos básicos, mientras que el diferencial entre los bonos alemanes a 30 y a 10 años se estrechó aproximadamente la mitad. En respuesta, el Gobierno francés lanzó una

emisión de bonos a 50 años en marzo de 2005 y otros Gobiernos europeos también anunciaron emisiones con vencimientos a muy largo plazo. No obstante, la mayor oferta apenas moderó el entusiasmo de los inversionistas por títulos con vencimientos tan dilatados. Incluso la ampliación de los diferenciales de los vencimientos en dólares que siguió al golpe de efecto del Tesoro estadounidense en mayo de este año, cuando anunció que estaba considerando volver a emitir bonos a 30 años tras una pausa de cinco años, fue relativamente breve.

Numerosos agentes económicos consideraron que las posibles reformas contables y de los fondos de pensiones estimularían la demanda de deuda con vencimientos largos. Las propuestas de reforma de las pensiones anunciadas por el Departamento de Trabajo de Estados Unidos a principios de enero de 2005 tendrían por efecto un aumento significativo de la volatilidad de los tipos de interés ante los desajustes en la duración de los activos, mientras que los planes para que la Pension Benefit Guaranty Corporation establezca primas en función del riesgo elevarían su coste. Por otra parte, las reformas contables iniciadas de forma independiente propusieron un reconocimiento más oportuno de los desajustes de duración en los estados financieros de los fondos de pensiones. Se consideró que, de promulgarse estas medidas, su impacto combinado incrementaría sensiblemente la demanda de activos a largo plazo por parte de los fondos de pensiones estadounidenses con el fin de compensar los desajustes de duración. En diversas partes de Europa se han debatido reformas similares, como la introducción de normas internacionales de información financiera y otras reformas de las pensiones en los Países Bajos y en Suecia.

... en parte por las posibles reformas de las pensiones

La experiencia reciente en otros lugares parece avalar que las reformas de las pensiones afectarán al precio de los bonos a largo plazo, incluso con anterioridad a su implantación. El anuncio en 1999 de una revisión de la normativa sobre las pensiones en el Reino Unido contribuyó a que la curva de rendimientos se invirtiera en los plazos de vencimiento superiores a 10 años en ese mismo año, a pesar de que los fondos de pensiones no aumentaron sino a posteriori sus tenencias de instrumentos de renta fija de mayor duración en detrimento de las acciones. En Dinamarca, donde los compromisos de los fondos de pensiones comenzaron a valorarse a precios de mercado a partir de 2001, también se observó un impacto considerable en la formación del precio de los bonos a largo plazo.

Acumulación de reservas y la "demanda asiática"

Los agentes económicos han identificado la demanda de los inversionistas asiáticos, sobre todo su reciclaje de reservas de divisas en valores de Estados Unidos, como otro factor que ha podido contribuir a los reducidos rendimientos en este país. Los esfuerzos de las autoridades asiáticas por contener la apreciación de sus monedas ante las crecientes entradas de capital les llevaron a acumular 535.000 millones de dólares adicionales en sus reservas (incluido Japón) en 2004, aumentando los niveles para el total de la región hasta 2,4 billones de dólares. Durante el transcurso del año, el origen de este crecimiento de las reservas dejó de estar en

Las autoridades asiáticas siguieron acumulando reservas

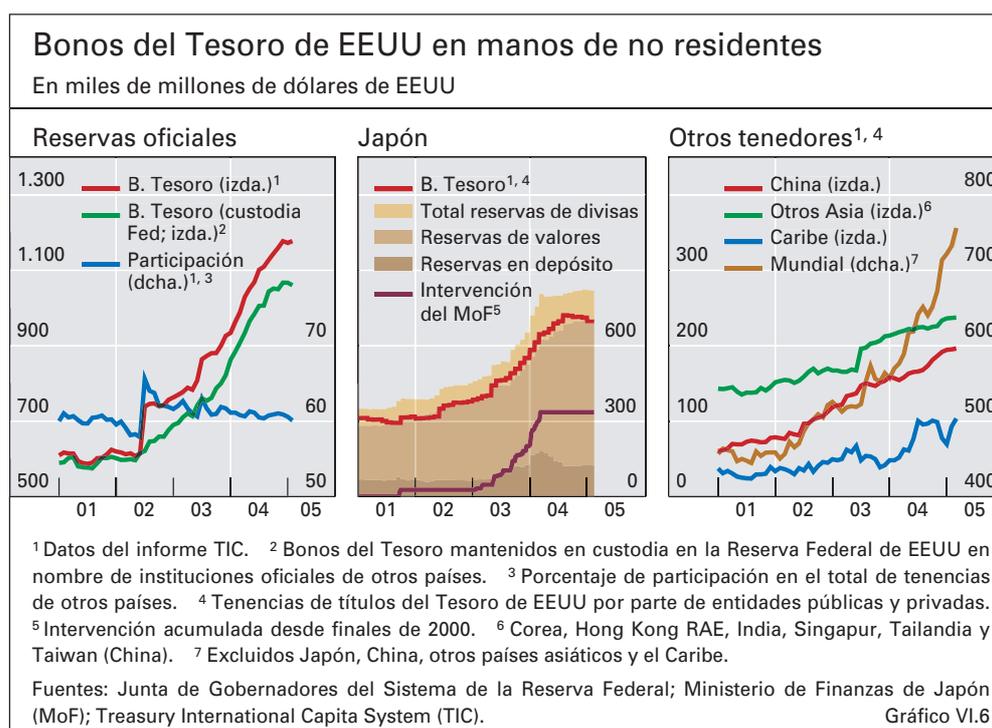
el Ministerio de Finanzas japonés, que interrumpió sus operaciones de intervención, para pasar a los bancos centrales de otras economías de la región. El reciclaje de una parte de estas reservas contribuyó al crecimiento de las reservas totales de Asia (tanto oficiales como privadas) de títulos del Tesoro estadounidense, que crecieron unos 219.000 millones de dólares en 2004, por encima del incremento registrado en todo el resto del mundo (véase el Gráfico VI.6).

Es posible que las compras asiáticas de títulos de EEUU influyeran en los rendimientos de este país ...

Al mismo tiempo, queda por aclarar hasta qué punto influyó esta intensa demanda asiática de títulos estadounidenses en el reducido nivel de los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos. Algunos agentes económicos han señalado que las compras asiáticas de títulos del citado país, sobre todo durante el periodo de intervención de Japón, pueden haber provocado una caída de los rendimientos de hasta 60 puntos básicos, aunque las estimaciones varían sustancialmente en función del plazo de vencimiento del bono, del horizonte temporal y de la metodología empírica aplicada. Sin embargo, una dificultad que se plantea al determinar empíricamente esta cuestión es el riesgo de inferir incorrectamente una relación de causalidad, ya que los responsables de la gestión de reservas pueden incrementar sus compras de activos estadounidenses denominados en dólares *en respuesta a* una reducción de los rendimientos. Así ocurriría si se antojase necesaria una intervención en apoyo del dólar tras la publicación de datos económicos adversos en Estados Unidos, salidas de capital hacia Asia y la consiguiente presión al alza sobre las monedas asiáticas.

... pero es difícil identificar este efecto en los datos

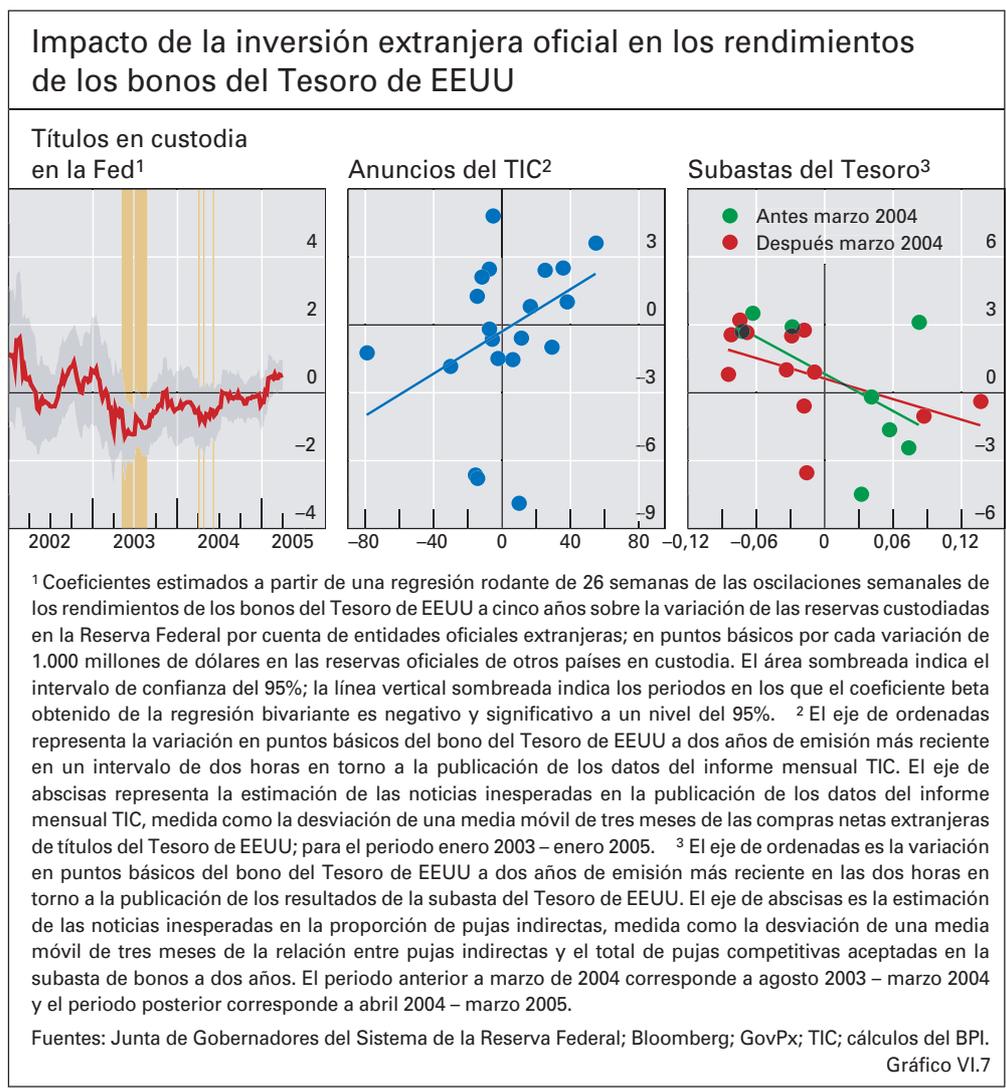
Hay indicios de que los efectos que hubieran podido tener las compras asiáticas en los rendimientos de los bonos de Estados Unidos se desvanecieron incluso antes de que finalizara la intervención de Japón



en marzo de 2004. Una regresión móvil de la variación semanal de los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos sobre la variación semanal de los títulos de dicho país mantenidos en custodia por la Reserva Federal indica que cabe identificar una relación significativa sólo de manera intermitente (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.7). La relación negativa en lo que respecta a los bonos a cinco años y a 10 años sólo alcanzó niveles significativos en términos estadísticos entre mayo y agosto de 2003, para desaparecer antes de marzo de 2004. Aunque esto puede apuntar a una debilitación del vínculo entre los rendimientos de los bonos de Estados Unidos y las compras asiáticas de 2004, también podría reflejar la posibilidad de que otros bancos centrales asiáticos canalizaran su inversión hacia títulos estadounidenses de manera menos obvia.

Apenas hay pruebas de que la publicación de datos que arrojaron luz sobre las compras asiáticas de títulos de Estados Unidos tendiera a hacer fluctuar los rendimientos de manera previsible. Los agentes económicos siguen atentamente el informe mensual Treasury International Capital (TIC), que agrega las adquisiciones netas de títulos de Estados Unidos por parte de residentes en distintos países y proporciona una estimación del

Los rendimientos no reaccionaron ante las sorpresas del informe TIC ...



total de reservas oficiales extranjeras. Sin embargo, el mercado de deuda pública no se alteró ante la sorpresa que supusieron las relativamente elevadas adquisiciones netas en el exterior (basadas en previsiones de consenso) por importe de 22.500 millones de dólares recogidas en el informe TIC de noviembre de 2004, y de 2.800 millones de dólares en el informe de diciembre. Si se analiza la evolución de un modo más retrospectivo, los datos del informe TIC parecen haber tenido escaso o ningún impacto sistemático en el mercado de deuda pública de Estados Unidos: los rendimientos de los títulos del Tesoro estadounidense a dos años (o a cinco años) de emisión más reciente no parecieron reaccionar negativamente ante la sorpresa de las estimaciones sobre compras netas totales (o compras oficiales de otros países) de títulos del Tesoro estadounidense (véase el panel central del Gráfico VI.7).

... y sólo reaccionaron moderadamente a las inesperadas compras indirectas

Igual de poco concluyente resulta un ejercicio similar basado en el anuncio de los resultados de las subastas de bonos del Tesoro estadounidense (véase el panel derecho del Gráfico VI.7). A menudo, los agentes económicos utilizan los datos sobre pujas por cuenta ajena, esto es, las peticiones competitivas que realizan los operadores en nombre de terceros para la adquisición de títulos del Tesoro de Estados Unidos, como aproximación a la actividad de los bancos centrales asiáticos en el mercado de deuda pública. Aunque parece que los rendimientos de los bonos de emisión más reciente disminuyen cuando crece la proporción de compras indirectas, esta relación sólo es ligeramente significativa en términos estadísticos para el bono a dos años, siendo insignificante para el bono a cinco años. Por otra parte, el efecto parece haber sido bastante menos pronunciado tras finalizar la intervención de Japón. Antes de marzo de 2004, el anuncio de un aumento inesperado de cinco puntos porcentuales en la proporción de compras indirectas (que rondaba el 40% de media en el periodo transcurrido entre mayo de 2003 y marzo de 2005) se asocia a una caída de 1,4 puntos básicos en el rendimiento del bono a dos años de emisión más reciente durante las horas en torno a la publicación de los resultados de la subasta. Este resultado es algo inferior si se toma en consideración la influencia de otros factores, como el coeficiente de cobertura de las pujas y el importe total de la subasta. Con posterioridad a marzo de 2004, este efecto descendió hasta 0,8 puntos básicos.

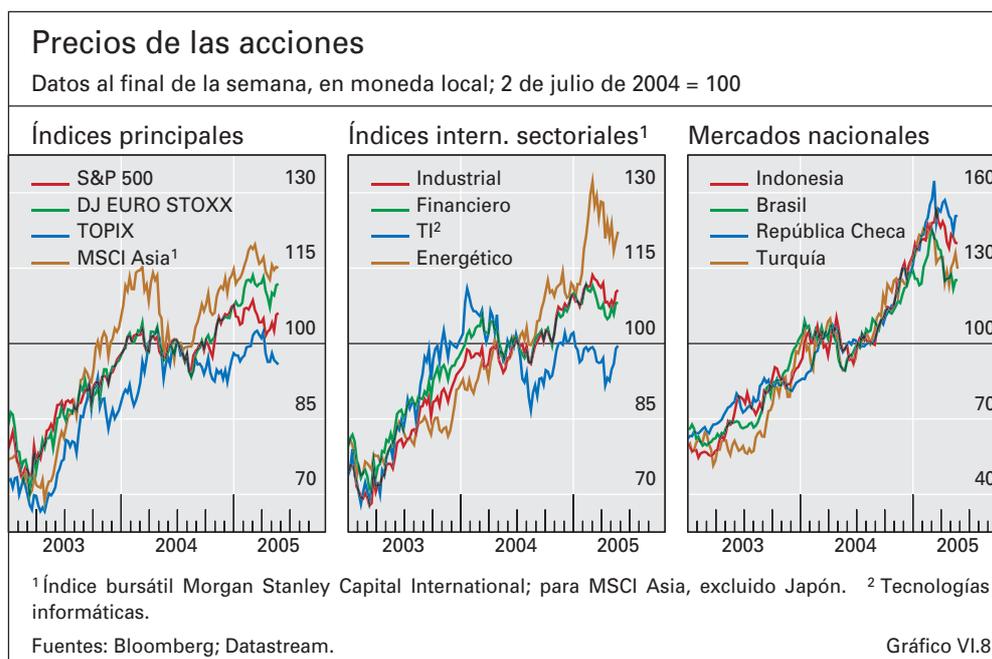
En general, lo anterior indica que el impacto que pueden haber tenido las compras asiáticas en los rendimientos de los bonos de Estados Unidos se debilitó considerablemente tras el periodo de intervención de Japón. No obstante, esta evidencia ha de interpretarse con cautela. La actividad de otros agentes económicos, que posiblemente adelantaron sus adquisiciones de títulos del Tesoro de Estados Unidos basándose en sus expectativas sobre la tendencia de la actividad en Asia, puede haber difuminado la relación directa entre los rendimientos y las compras asiáticas aproximada por las reservas en custodia de la Reserva Federal. Además, la ausencia de un "efecto anuncio" significativo puede deberse a imprecisiones en los indicadores de las expectativas de los mercados en el informe TIC, así como a errores en las estimaciones del papel

desempeñado por los bancos centrales asiáticos en las pujas por cuenta ajena en las subastas del Tesoro. Por último, todas estas estimaciones sólo captan el efecto marginal de las adquisiciones dado el régimen de tipos de cambio vigente, y no pueden medir el impacto que podría tener el efecto combinado de una modificación de las políticas cambiaria y de asignación de carteras.

Los mercados bursátiles y los precios del petróleo

Tras la intensa recuperación de 2003, los principales mercados bursátiles tan sólo registraron subidas moderadas durante el periodo analizado, con diferencias acusadas en las tasas de crecimiento en las distintas regiones. Los mejores resultados correspondieron a los mercados de la zona del euro y de Asia (excluido Japón) que, en términos de moneda local, se incrementaron el 6,2% y el 11,3%, respectivamente. En cambio, los mercados de Estados Unidos y de Japón se estancaron, con un avance del 1,4% y un retroceso del 4,9%, respectivamente, entre mediados de 2004 y abril de 2005 (véase el Gráfico VI.8). Entre los mercados nacionales que más se revalorizaron se cuentan países adherentes a la zona del euro como Hungría y la República Checa, mercados emergentes de Asia como la India e Indonesia, y mercados de América Latina como Brasil y Colombia, que registraron todos ellos aumentos en las cotizaciones superiores al 20% en moneda local. En cuanto a los índices sectoriales generales, no sorprende que el energético fuera el mejor, con una rentabilidad del 20,9% a escala mundial, al tiempo que los sectores industrial y financiero, con sendas revalorizaciones del 5,7% y el 4,4%, batieron también a los índices internacionales. En cambio, el sector tecnológico perdió un 10%.

Los principales mercados bursátiles tan sólo registraron subidas moderadas ...



Sólido aumento de los beneficios a pesar de los decepcionantes resultados del sector de tecnología informática (TI)

... a pesar del considerable aumento de los beneficios ...

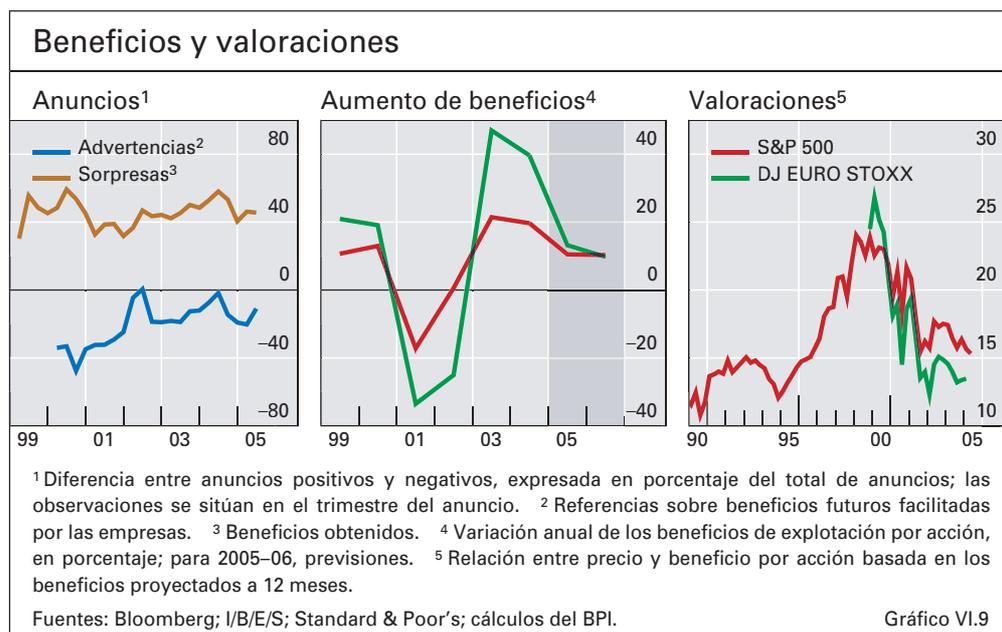
El crecimiento de los beneficios empresariales en Estados Unidos y en la zona del euro, aunque menos intenso que en 2002–03, logró situarse por encima del 10% en 2004 y principios de 2005 (véase el Gráfico VI.9). Los beneficios decepcionaron a finales de 2004, pero la relación entre resultados mejores y peores de lo previsto de las empresas del índice S&P 500 repuntó ligeramente en los primeros meses de 2005. Las advertencias sobre beneficios también mejoraron a principios de 2005, tras haber empeorado a finales de 2004. Claro está, el anuncio de resultados decepcionantes por parte de empresas líderes del sector tecnológico atrajo la atención con frecuencia, también en el verano de 2004 y principios de 2005. Aun así, los anuncios sobre beneficios en Estados Unidos y en la zona del euro fueron en general aceptables, y los resultados de varias de las principales sociedades financieras en particular superaron las expectativas en el primer trimestre del año.

... y de la mayor actividad de fusiones y adquisiciones

Las operaciones de fusión y adquisición de empresas y las perspectivas de reapalancamiento empresarial parecieron animar los mercados bursátiles a principios de 2005. En Estados Unidos se anunciaron varias fusiones multimillonarias a finales de enero, mientras en Europa las especulaciones sobre adquisiciones de bancos italianos respaldaron positivamente los índices bursátiles.

Tropiezo en marzo y abril de 2005

No obstante, los mercados bursátiles internacionales se tambalearon a partir de marzo de 2005. La publicación en abril de datos macroeconómicos en Estados Unidos, especialmente decepcionantes en lo que respecta a las cifras de ventas al por menor, inflación y confianza de los consumidores, parecieron repercutir en las cotizaciones bursátiles a escala mundial. En Europa también disminuyó la confianza de los consumidores y de las empresas, mientras que, en Japón, las crecientes tensiones políticas con China también provocaron un deterioro de la confianza, incluida una caída



del 3,8% del índice Nikkei 225 el 18 de abril, la más pronunciada en un solo día desde el 10 de mayo de 2004.

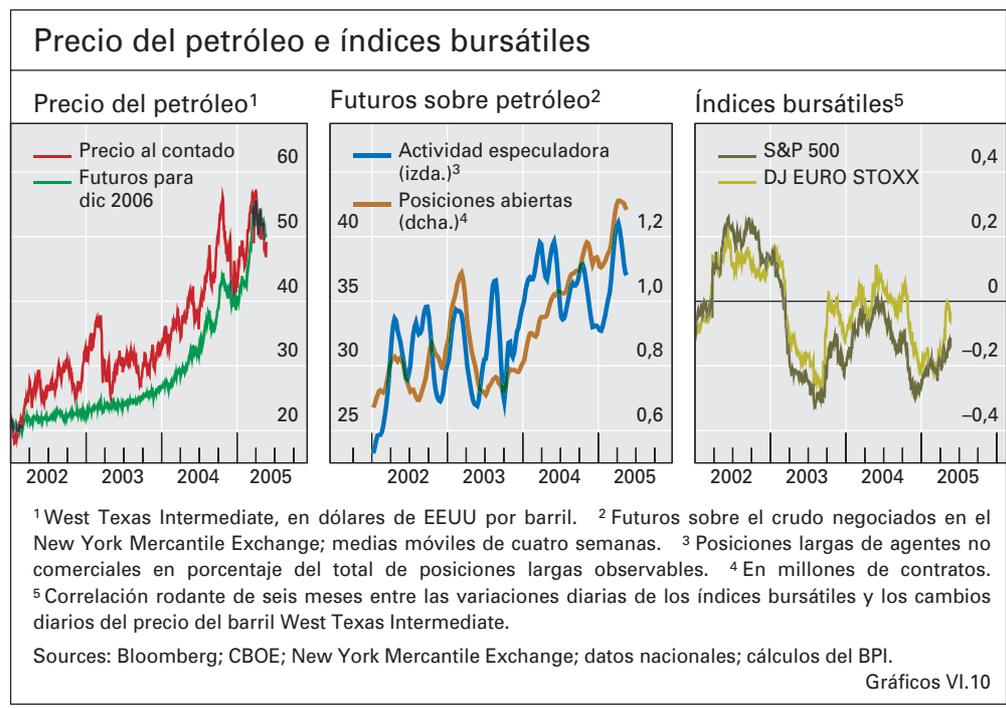
Mercados bajo la influencia del encarecimiento del petróleo

La creciente demanda de crudo en un contexto de restricciones a corto plazo en la oferta ayudó a impulsar el precio del petróleo, lo que a su vez contribuyó a la debilidad observada en los mercados de renta variable internacionales durante el periodo analizado. El precio del Brent, que cerró 2004 con un incremento anual del 34%, subió otro 32% en el primer trimestre de 2005. Las tendencias a largo plazo en la oferta y la demanda de crudo continuaron siendo motivo de constante preocupación, en particular la persistencia de un intenso crecimiento en naciones que son grandes consumidoras de petróleo como China y los reducidos niveles de capacidad productiva sobrante en el sector petrolífero internacional (véase el Capítulo III).

La actividad especuladora se citó con frecuencia como uno de los factores que contribuyó a la subida más espectacular de los precios del petróleo en una década. Los datos recopilados por el regulador del mercado de futuros estadounidense, la Commodity Futures Trading Commission, indican que las posiciones abiertas —contratos celebrados pero hasta la fecha no compensados por una operación contraria ni perfeccionados con la entrega— aumentaron más del 60% entre finales de 2003 y finales de marzo de 2005. Además, la participación de los operadores no comerciales en las posiciones largas, aunque volátil, alcanzó en 2004 (y principios de 2005) niveles sustancialmente superiores a los de 2003 y 2002, lo que corroboraría la opinión de que estos operadores aumentaron sensiblemente su actividad en los mercados de futuros del petróleo cuando aumentaron los precios del crudo (véase el Gráfico VI.10). Con todo, resulta difícil

El incremento de los precios del petróleo ...

... caracterizado por un aumento espectacular de la actividad especuladora ...



estimar hasta qué punto contribuyó la actividad especuladora en sí a la volatilidad observada en el mercado.

... repercutió en los mercados bursátiles

El fuerte encarecimiento del petróleo lastró claramente las cotizaciones de las acciones en los mercados desarrollados. Las correlaciones móviles a seis meses entre las variaciones diarias de los precios del petróleo y las de los principales índices bursátiles en Estados Unidos y en Europa, que se habían tornado acusadamente negativas a principios de 2003 durante la subida de los precios del crudo previa a la guerra de Iraq, volvieron a ser muy negativas en el segundo semestre de 2004 y en 2005, a medida que aumentaban los precios del petróleo y la actividad especuladora. En su mayor parte, los mercados se centraron en el impacto del encarecimiento del petróleo sobre el crecimiento de los beneficios más que en la inflación *per se*, creyendo al parecer que, a diferencia de las perturbaciones causadas por los precios del crudo en la década de los 70, el reciente remonte de estos precios no conllevaría una aceleración de la inflación (véanse también los Capítulos II y IV).

Respaldo de la volatilidad decreciente y de la marcada preferencia por el riesgo

La caída de las primas de riesgo reflejó la reducción de las volatilidades y la marcada preferencia por el riesgo ...

La caída de las primas de riesgo, que incorporan tanto la percepción como la preferencia por el riesgo, fue el origen probable del apuntalamiento de los mercados bursátiles en el segundo semestre de 2004 y principios de 2005. A comienzos de 2005, las volatilidades históricas (e implícitas) en los principales índices bursátiles habían caído hasta sus niveles más bajos en casi 10 años. Por otra parte, una estimación de la preferencia por el riesgo, obtenida para diferentes mercados y a escala internacional a partir de los precios de las opciones sobre índices bursátiles y de las volatilidades históricas, volvió a aumentar durante la mayor parte del periodo examinado y se mantuvo bastante por encima de su promedio a largo plazo a principios de 2005 (véase el Gráfico VI.11).

En el periodo analizado, las fluctuaciones en la inclinación por el riesgo en los mercados bursátiles parecen haber estado relacionadas, al menos en parte, con las expectativas sobre la disposición y la capacidad de la Reserva Federal para mantener un ritmo mesurado en las subidas de tipos de interés. Por ejemplo, la apetencia por el riesgo disminuyó en enero de 2005 al publicarse el acta de la reunión de la Reserva Federal de diciembre, que llevó a los agentes económicos a prever un ritmo más rápido de endurecimiento monetario en Estados Unidos, si bien la preferencia por el riesgo se recuperó poco después.

... aunque esta inclinación al riesgo disminuyó en la primavera de 2005

La medida en que la preferencia por el riesgo influyó en los mercados bursátiles quizá se hizo especialmente evidente en la primavera de 2005. Fue entonces cuando los mercados de los países desarrollados registraron pérdidas considerables a pesar de anunciarse resultados empresariales que en general superaron las expectativas. La combinación de dificultades sin precedentes en los principales fabricantes de automóviles en Estados Unidos, de una renovada preocupación por cuestiones de gobierno corporativo en el sector asegurador y de indicadores macroeconómicos relativamente pobres suscitó nuevas dudas sobre la sostenibilidad de los beneficios. Si bien las medidas de volatilidad histórica aumentaron,

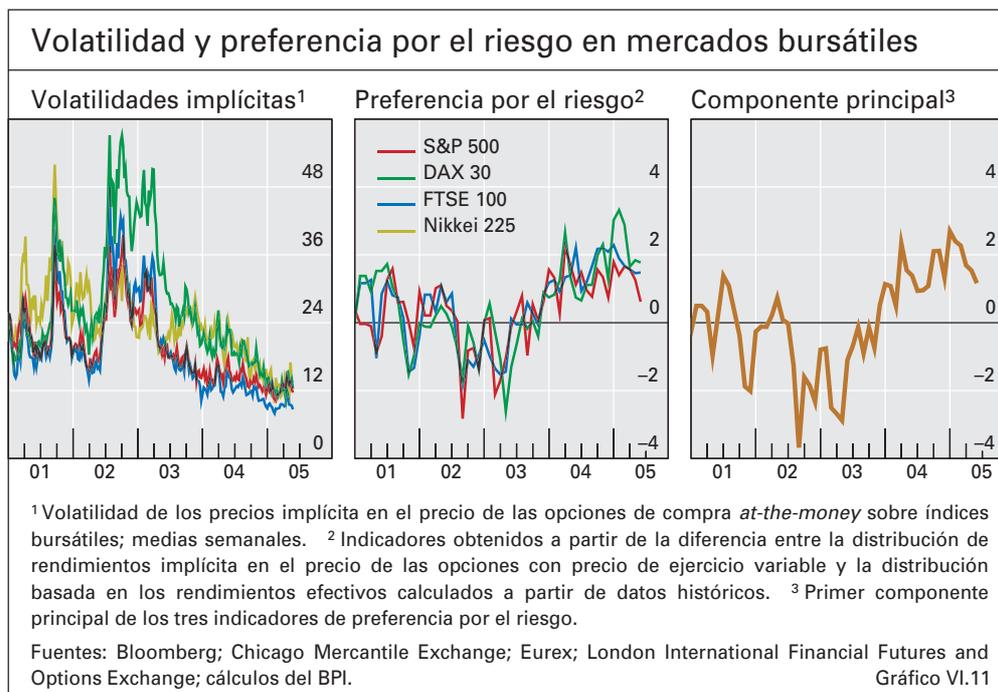


Gráfico VI.11

la volatilidad implícita lo hizo aún más, y la preferencia por el riesgo cayó drásticamente en Estados Unidos hasta niveles observados por última vez en febrero de 2004.

La caída de los mercados bursátiles en marzo y abril, unida al persistente y marcado crecimiento de los beneficios, acercó las valoraciones a su promedio histórico. A principios de 2004, las valoraciones parecían algo excesivas. No obstante, a mediados de mayo de 2005, la relación entre precio y beneficio, basada en los beneficios previstos a un año, había descendido hasta 16 para el índice S&P 500 (no muy por encima del promedio de 13 correspondiente al periodo 1985–95) y hasta 14 para el índice DJ EURO STOXX (véase el Gráfico VI.9). En el pasado, los beneficios previstos tendían a ser excesivamente optimistas, de modo que las expectativas de crecimiento de los beneficios superiores al 10% para 2005–06 (muy superiores al crecimiento del PIB nominal) podrían acabar decepcionando.

Pérdida de impulso en los mercados de deuda

La recuperación de los mercados de deuda iniciada a finales de 2002 continuó en 2004, hasta que se invirtió en marzo y abril de 2005. Durante gran parte del periodo analizado, los inversionistas en estos mercados mostraron más confianza en las perspectivas a corto plazo que sus homólogos en los mercados de renta variable. Los diferenciales de todas las categorías de deuda (de empresa y soberana, de grado de inversión y de alto rendimiento, no garantizada y de titulización de activos) se estrecharon durante el segundo semestre de 2004 y principios de 2005 (véase el Gráfico VI.12). En febrero de 2005, los diferenciales de los bonos de empresa habían caído hasta niveles próximos a sus mínimos históricos y los de los mercados emergentes se situaban por debajo de sus mínimos. Posteriormente, al tornarse los

A principios de 2005, los diferenciales cayeron hasta acercarse a sus mínimos históricos



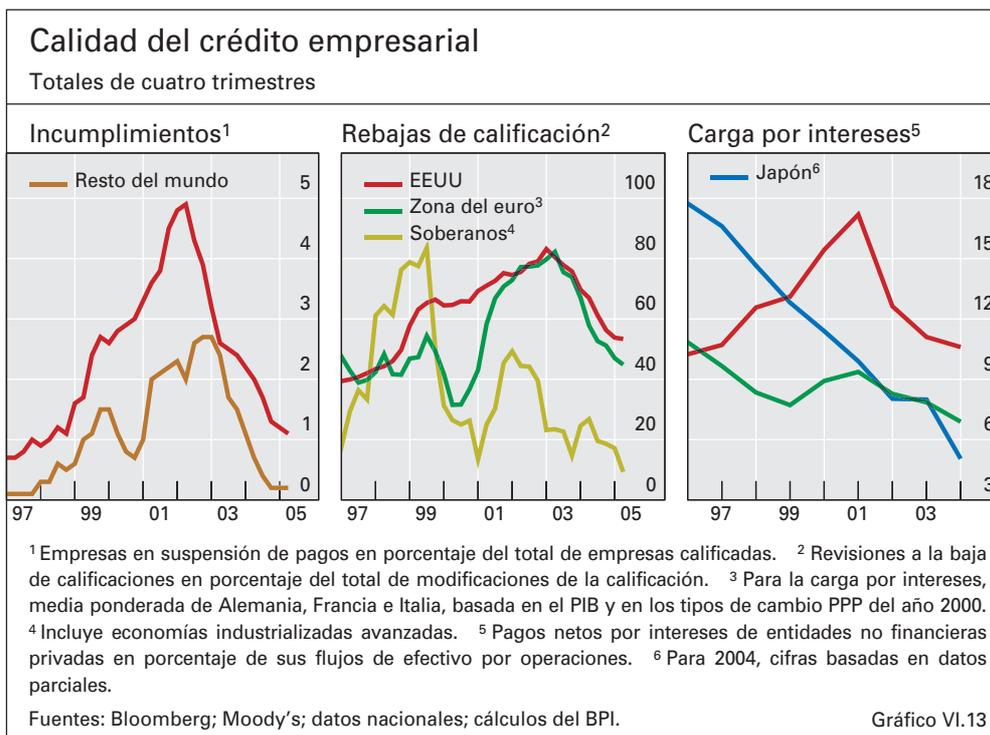
inversionistas más aversos al riesgo, los mercados de deuda registraron un episodio de ventas generalizadas. A mediados de mayo de 2005, los diferenciales de los bonos de empresa con calificación A denominados en dólares estadounidenses estaban en 78 puntos básicos, 14 por encima del nivel de febrero de 2005, casi igual que un año antes y 33 puntos básicos sobre el mínimo de octubre de 1997. A mediados de mayo de 2005, los diferenciales de la deuda de mercados emergentes se situaban en 383 puntos básicos, 38 por encima de los de febrero de 2005, pero muy por debajo del nivel de un año antes e incluso del mínimo de octubre de 1997.

¿Alcanzó la calidad crediticia su punto máximo?

Mejoras
considerables de la
calidad crediticia ...

En 2004, la confianza de los inversionistas en los mercados de deuda contó con el respaldo de una significativa mejora de la calidad crediticia. En las principales economías, la incidencia de las quiebras de empresas y de las revisiones a la baja de calificaciones crediticias —que en 2001 se habían aproximado a sus máximos históricos— cayó hasta niveles no vistos desde 1997, momento álgido del anterior ciclo crediticio (véase el Gráfico VI.13). Las revisiones a la baja representaron el 54% del total de recalificaciones de empresas estadounidenses realizadas por Moody's en 2004 (frente al 83% de 2002), un nivel similar al registrado en 1998. Además, el porcentaje de flujos de caja destinado al pago de intereses, un indicador a corto plazo comúnmente utilizado para anticipar tensiones financieras en las empresas, descendió hasta su nivel más bajo en muchos años.

En los mercados emergentes, la situación económica y financiera fue también la mejor en años. Si bien los elevados precios de las materias primas favorecieron a algunos países, también las mejoras en las posiciones externas, en los sistemas financieros y en las políticas fiscales y monetarias permitieron que muchos de estos mercados reaccionaran mejor ante las perturbaciones (véase el Capítulo III). En 2004, las revisiones al alza de las calificaciones de



la deuda soberana superaron a las revisiones a la baja en una proporción de casi 5 a 1.

A pesar de la mejora generalizada de la calidad crediticia, algunos prestatarios atravesaron por dificultades. Destacan los problemas de los fabricantes de automóviles de Estados Unidos, en especial General Motors, uno de los principales emisores en el mercado de bonos de empresa de dicho país. Una serie de informes con resultados decepcionantes y de anuncios negativos sobre su calificación, incluida una revisión a la baja por debajo de grado de inversión, hizo que los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de esta empresa se incrementaran desde aproximadamente 200 puntos básicos a mediados de 2004 hasta 280 puntos básicos a finales de año, y hasta más de 900 puntos básicos en abril de 2005. Otros sectores en dificultades fueron el asegurador y el farmacéutico, que tuvieron que afrontar un escrutinio más severo por parte de las autoridades estadounidenses tras conocerse que habían recurrido a prácticas de venta irregulares (en relación con el sector seguros, véase el Capítulo VII). Entre los prestatarios soberanos, los problemas fiscales llevaron a las agencias de calificación crediticia a revisar a la baja la calificación de Filipinas, al tiempo que la incertidumbre política perjudicó a Ucrania y a Ecuador, entre otros.

Durante la mayor parte del periodo analizado, los inversionistas estimaron que estas dificultades constituían acontecimientos idiosincrásicos y que no eran sintomáticos de problemas de crédito más amplios. No obstante, la evolución observada desde finales de 2004 apuntaba de forma creciente a que la calidad del crédito empresarial podría haber tocado techo. En Estados Unidos en particular, las empresas incrementaron su endeudamiento (véase el Gráfico VI.14). En el conjunto de 2004, la deuda bancaria y los pagarés de empresa en circulación se incrementaron por primera vez desde 2000.

... pero dificultades en algunos sectores, en especial en el automovilístico

Mayores necesidades de financiación de las empresas de EEUU ...

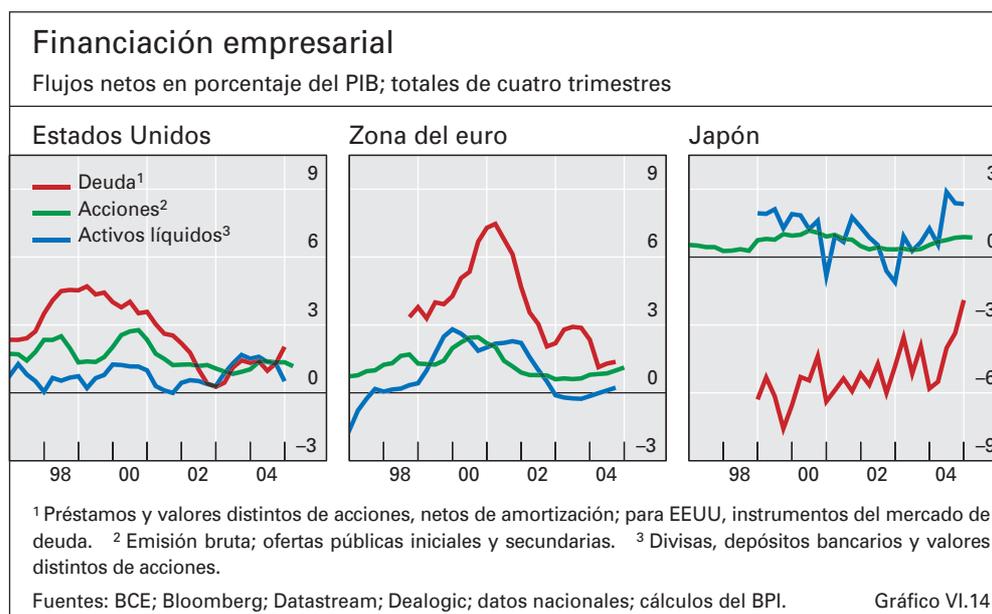
Además, la acumulación de efectivo y de otros activos líquidos por empresas estadounidenses se ralentizó a finales de 2004 en comparación con el ritmo excepcionalmente fuerte registrado en 2003 y en el primer semestre de 2004.

El patente aumento de las necesidades de financiación de las empresas estadounidenses se debió en gran medida al incremento de la inversión en capital y de las adquisiciones (por lo que no fue necesariamente en detrimento de la solvencia crediticia). La inversión empresarial en Estados Unidos repuntó de forma señalada en 2004, después de tres años sin apenas variación (véase el Capítulo II). Las fusiones y adquisiciones se recuperaron desde sus mínimos cíclicos. Muchas de las operaciones se financiaron con fondos propios o con excedentes de tesorería, aunque una parte considerable se financió mediante deuda. El aumento de la inversión en capital y de las adquisiciones coincidió con una desaceleración del crecimiento de los beneficios, lo que limitó la capacidad de las empresas para recurrir a la financiación propia.

Las necesidades de financiación de las empresas estadounidenses se intensificaron por las medidas adoptadas para mejorar la rentabilidad para los accionistas. Muchas empresas aumentaron sus dividendos. Entre las del índice S&P 500, el dividendo por acción creció un 12% en 2004, frente a un incremento medio anual del 3% en la década anterior. Algunas sociedades también empezaron a reapalancar sus balances. Las recompras de acciones en 2004 superaron el máximo registrado en el año 2000 y, si bien estas operaciones buscaron principalmente compensar las opciones sobre acciones que los empleados habían ejercido durante el año, algunas empresas optaron simplemente por operar con unos coeficientes de endeudamiento más elevados. De hecho, la recompra de acciones y el pago de dividendos estuvieron entre las causas principales de la emisión de bonos de empresa en 2004, mientras que la adquisición apalancada de empresas (LBO) o la adquisición de la empresa por parte de su alta dirección (MBO) representaron una proporción considerable de la actividad registrada en los mercados de bonos de alto rendimiento y de préstamos sindicados.

... impulsadas por el gasto de capital y las adquisiciones ...

... y por los gestos en favor de los accionistas



En Europa, la necesidad de continuar reforzando los balances fue más evidente. Ciertamente, al igual que en Estados Unidos, numerosas empresas cotizadas de primera fila aumentaron sus dividendos y anunciaron planes para recomprar acciones. También se incrementaron las adquisiciones apalancadas y las empresas no cotizadas se tornaron más activas en muchos países europeos. Sin embargo, a diferencia de Estados Unidos, la toma de crédito por el sector empresarial volvió a disminuir en 2004 y se situó en su nivel más bajo en años. La inversión en capital todavía parca, unida a un crecimiento de los beneficios superior al 10%, limitó las necesidades de financiación ajena. Por otra parte, los cambios en las condiciones de concesión de crédito bancario pueden haber llevado a empresas que solían recurrir a los bancos para obtener financiación (principalmente, pequeñas y medianas empresas no cotizadas) a reducir su nivel de apalancamiento. Por último, algunas empresas acudieron a los mercados bursátiles para captar nuevo capital. Aunque las ofertas públicas iniciales fueron relativamente escasas en 2004, las empresas cotizadas obtuvieron financiación sin precedentes mediante ofertas secundarias de acciones, sobre todo bancos y empresas de telecomunicaciones.

Las empresas japonesas prosiguieron sus esfuerzos de toda una década por fortalecer sus balances. En 2004, los beneficios crecieron como no lo habían hecho en años, pero, en lugar de aplicar los mayores flujos de caja únicamente a acelerar los reembolsos, las empresas optaron por aumentar su inversión en capital y acumular reservas de efectivo. Así, el ritmo de reducción de la deuda se frenó notablemente en 2004, a pesar de que las amortizaciones superaron al nuevo endeudamiento por noveno año consecutivo.

Las empresas japonesas redujeron su endeudamiento por noveno año consecutivo

Cambios en la aversión al riesgo

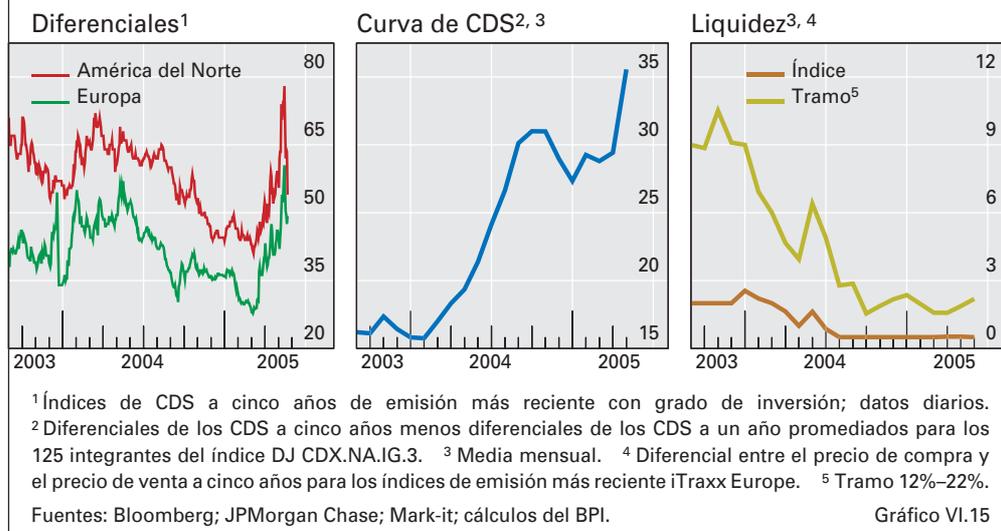
Dado que la calidad crediticia pareció la mejor registrada en años, los diferenciales de los bonos soberanos y de empresa se vieron de nuevo influidos por la predisposición de los inversionistas a descontar riesgos. Continuando con la tendencia iniciada en 2003, durante gran parte del periodo analizado los inversionistas presionaron al alza los precios de los activos de mayor riesgo o de escasa liquidez al tratar de alcanzar mayores rentabilidades. Sin embargo, en marzo de 2005 comenzó a hablarse de nuevo del riesgo de deterioro de la calidad crediticia debido a acontecimientos impredecibles poco probables (*event risk*). Tras la advertencia sobre beneficios de General Motors, los mercados de deuda cedieron en marzo y abril todas las ganancias obtenidas en los doce meses anteriores (véase el Gráfico VI.15).

Comparando los cambios en las probabilidades de incumplimiento y en los diferenciales de crédito se aprecia cómo ha cambiado con el tiempo la prima de riesgo exigida por los inversionistas. Las probabilidades de incumplimiento obtenidas a partir de los diferenciales de crédito son conceptualmente equivalentes a las calculadas a partir de la información subyacente de los balances multiplicada por un parámetro de aversión al riesgo. En el panel izquierdo del Gráfico VI.16 figura una estimación de este parámetro. La aversión al riesgo en los mercados de CDS pareció alcanzar su máximo a mediados de 2002, tras el derrumbe de WorldCom: descendió

La aversión al riesgo cayó hasta nuevos mínimos a finales de 2004

Mercado de swaps de incumplimiento crediticio (CDS)

En puntos básicos

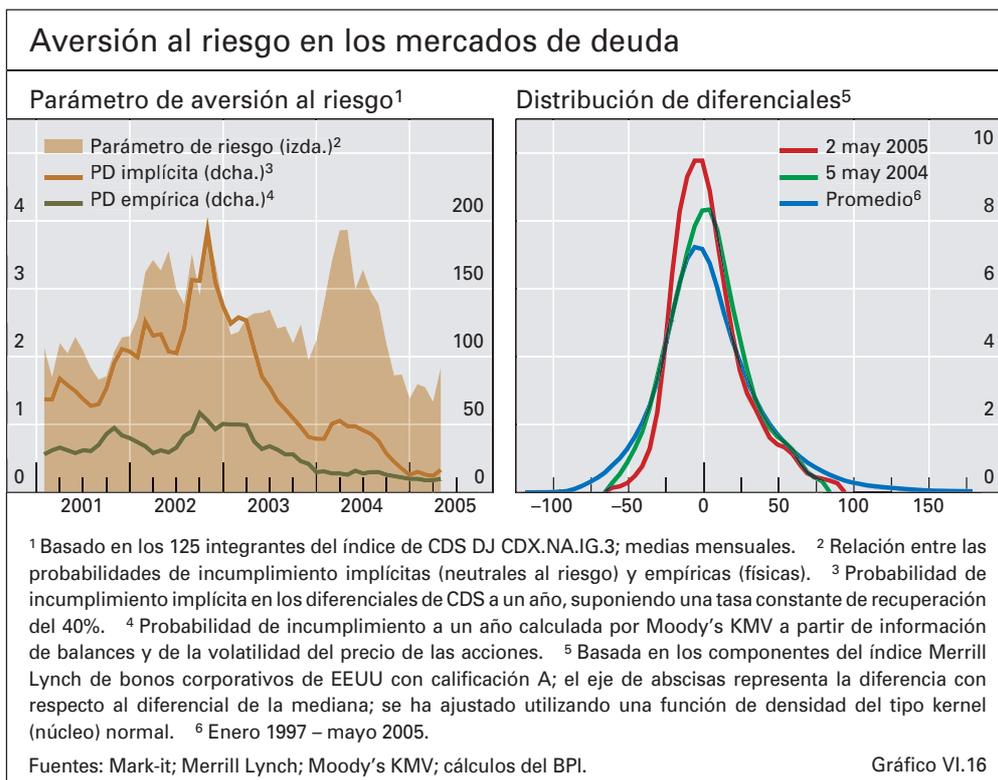


de manera acusada a finales de ese año y durante 2003, elevándose transitoriamente en el primer trimestre de 2004, cuando se produjeron ventas masivas a escala internacional en los mercados de bonos. En los mercados de CDS, las estimaciones del aumento de la aversión al riesgo a principios de 2004 resultaron exageradas al deshacerse operaciones apalancadas. Posteriormente, la aversión al riesgo registró nuevos mínimos a finales de 2004, pero se recuperó en marzo y abril de 2005.

Las medidas de discriminación en los mercados de deuda privada arrojan un resultado similar. El estrechamiento de la distribución de los diferenciales de rendimiento para emisores de una categoría crediticia determinada indica que, a principios de 2005, los inversionistas no hicieron tanta distinción entre emisores como en el pasado (véase el panel derecho del Gráfico VI.16). Incluso tras la oleada de ventas en los mercados de deuda, los diferenciales de los títulos con calificación A se agruparon mucho más que su promedio desde 1997, lo que también es válido para otras categorías de calificación crediticia.

La intensa demanda de activos que proporcionen un rendimiento adicional es otra prueba, aunque más bien indirecta, de la predisposición de los inversionistas a asumir riesgo. Los productos estructurados, como los bonos de titulización de deuda (CDO), fueron especialmente populares (véase más adelante). Los tramos preferentes de los productos estructurados suelen tener una calificación elevada, a menudo AAA, aunque debido a su complejidad, escasa liquidez y perfil de riesgo ofrecen rendimientos considerablemente superiores a los bonos de empresa de calificación similar. Atraídos por la inclinada pendiente de la curva de diferenciales, los inversionistas también modificaron sus inversiones en favor de instrumentos a largo plazo. La prima por plazo entre los diferenciales de los CDS a uno y a cinco años descendió a finales de 2004, para repuntar más tarde en abril de 2005, durante el episodio de ventas generalizadas en los mercados de deuda (véase el Gráfico VI.15).

Intensa demanda de activos que ofrezcan una mejora de los rendimientos



Aprovechando la receptividad de los inversionistas a instrumentos innovadores y de mayor rendimiento, los prestatarios de mercados emergentes aumentaron la emisión de bonos denominados en moneda local. En agosto de 2004, Uruguay se convirtió en el segundo prestatario soberano con calificación inferior al grado de inversión en emitir un bono internacional denominado en su propia moneda (Argentina fue el primero, en 1997), y el tercero fue Colombia en noviembre. Enseguida siguieron las empresas brasileñas con emisiones de bonos internacionales denominados en reales. Estos productos ayudan a los prestatarios de los mercados emergentes a reducir su vulnerabilidad ante los desajustes de divisas (véase el Capítulo III).

Un motivo importante de que disminuya la prima exigida por los inversionistas por asumir riesgo es la percepción de fortaleza en la coyuntura económica subyacente. En horizontes temporales dilatados, la preferencia por el riesgo tiende a ser procíclica, aumentando cuando se observa una mejora en las variables fundamentales y disminuyendo cuando empeoran. Por ejemplo, un intenso crecimiento a escala internacional propició la reducción de la aversión al riesgo en 2004, aunque las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento mundial posiblemente intensificaran la venta generalizada que se produjo en los mercados de deuda en marzo y abril de 2005.

Los cambios en la composición de los agentes económicos son otro posible factor que explicaría la menor aversión efectiva al riesgo. El crecimiento del mercado de CDO y la consiguiente demanda de mayor riesgo de los gestores de estos productos —la “demanda de crédito estructurado”— pueden haber modificado la preferencia colectiva por el riesgo de los

La escasa aversión al riesgo se vio favorecida por un pronunciado crecimiento ...

... por los cambios en la composición de los agentes económicos ...

participantes activos en los mercados de deuda (véase más adelante). La creciente participación de los fondos de cobertura en los mercados de derivados de crédito y de productos financieros estructurados puede haber surtido similar efecto (véase el Capítulo VII).

... y por los
reducidos tipos de
interés oficiales

Por último, aunque no por ello menos importante, el reducido nivel de los tipos de interés oficiales en los principales mercados parece haber influido en la predisposición de los inversionistas a asumir riesgo. En la medida en que los bajos tipos de interés oficiales han reducido el coste de financiación y han aumentado su disponibilidad, pueden haber disminuido su coste de mantenimiento y mejorado las valoraciones del colateral, lo que a su vez puede favorecer la toma de riesgo. La influencia de los bajos tipos de interés oficiales también se deja sentir en su interacción con otros determinantes de la aversión al riesgo, por ejemplo, facilitando las operaciones apalancadas. Además, ante la presencia de sesgos psicológicos y de restricciones institucionales, unos tipos de interés bajos podrían provocar simplemente una búsqueda de rentabilidad. Como se indicaba en el *74º Informe Anual*, muchos inversionistas parecen reacios o incluso incapaces de adaptar sus objetivos de rendimiento nominal en respuesta a cambios fundamentales en la situación del mercado. Ante los escasos rendimientos nominales, en términos históricos, de los títulos de deuda pública de alta calificación, es posible que los inversionistas hayan asumido en los últimos años un riesgo de crédito adicional para tratar de preservar los rendimientos nominales que obtenían cuando los tipos de interés eran más elevados.

Diferenciales de crédito, riesgo relacionado con acontecimientos imprevisibles y tipos de interés oficiales

Podría precipitarse
una revaloración
del riesgo por
la posibilidad de
acontecimientos
imprevisibles ...

En la medida en que los inversionistas pueden haber subestimado el riesgo, los mercados de deuda podrían ser aún vulnerables a un reajuste de precios más severo que el ocurrido entre marzo y mayo de 2005. Un factor detonante podría ser el riesgo relacionado con acontecimientos imprevisibles poco probables (*event risk*). Como pusieron de manifiesto los acontecimientos de marzo de 2005, las dificultades de un sector determinado, o incluso de un prestatario individual, pueden tener consecuencias en todo el mercado. El episodio de ventas generalizadas en los mercados de deuda que siguió a la advertencia sobre beneficios de General Motors trajo a la memoria lo sucedido en 2002, cuando la experiencia de los inversionistas con WorldCom les tornó reticentes a mantener deuda susceptible de ser revisada a la baja y les sensibilizó ante el predominio de irregularidades en el gobierno corporativo. Sin embargo, a principios de mayo los mercados de deuda se adaptaron sin problemas a la rebaja de la calificación de Ford y General Motors por debajo de grado de inversión, pese a que el volumen de la deuda de ambos fabricantes de automóviles era muy superior al de WorldCom.

... o por tipos de
interés oficiales
más elevados

Otro detonante podría ser una subida inesperada de los tipos de interés oficiales. Hasta ahora, las subidas de éstos han sido ampliamente anticipadas, por lo que cualquier reajuste por parte de los inversionistas se ha llevado a cabo con pocas alteraciones en los mercados de deuda. Una subida de los tipos de interés oficiales superior a lo previsto podría tener consecuencias

menos benignas, pudiendo resultar por ejemplo en un descenso considerable de las valoraciones del colateral, lo que a su vez podría llevar a los inversionistas a refugiarse en activos de menor riesgo. La eliminación de posiciones apalancadas podría exacerbar las ventas masivas en los mercados en los que operan los fondos de cobertura y otros inversionistas apalancados, como el mercado de deuda de mercados emergentes.

Resulta difícil valorar las consecuencias de un reajuste de este tipo ya que, en parte, dependerían de la fortaleza subyacente de la economía. Si no se produce un deterioro considerable e inesperado de las variables fundamentales, las condiciones subyacentes podrían contribuir a afianzar las expectativas, reduciendo de esta manera el riesgo relacionado con acontecimientos imprevisibles poco probables. De igual modo, el impacto de una subida de los tipos de interés oficiales en la aversión al riesgo y en la calidad crediticia podría verse compensado por el efecto de un fuerte crecimiento económico. Se puede argumentar que esto es menos válido para los prestatarios de los mercados emergentes, al tener pocas probabilidades de beneficiarse de esto tanto como las empresas estadounidenses lo hacen del crecimiento de la economía de este país. También dependería de factores de mercado que influyen en el volumen y en la distribución del riesgo en el sistema. Las incertidumbres a este respecto se han visto acrecentadas por importantes cambios estructurales en los mercados de deuda en los últimos años.

Cambios estructurales en los mercados de deuda

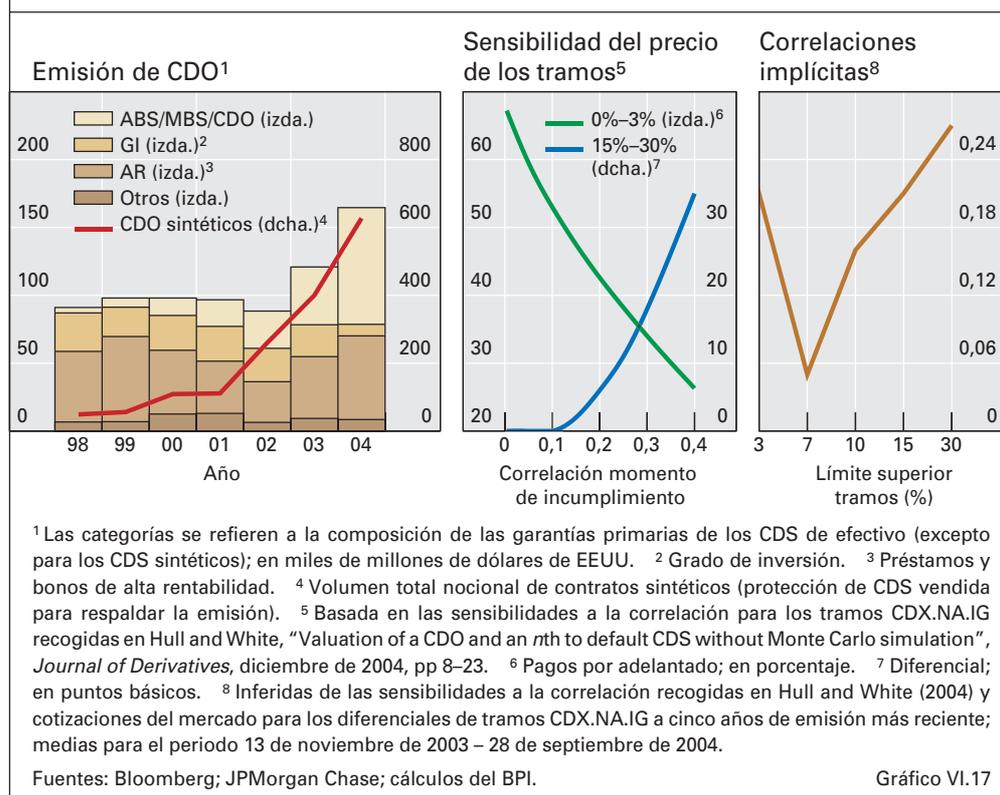
Uno de los acontecimientos más destacados en los mercados financieros en los últimos años ha sido la aparición de nuevos valores que permiten transferir el riesgo de crédito. Actualmente, los inversionistas tienen una amplia gama de nuevas vías para expresar su percepción sobre el crédito. Además, las instituciones financieras, que tradicionalmente han sido los mayores tomadores de riesgo de crédito, pueden ahora cubrir y gestionar el riesgo de manera más eficiente. Esto se ha visto favorecido, en particular, por el desarrollo de productos basados en CDS, así como del mercado de CDO.

El crecimiento exponencial del mercado de CDS ha sido un elemento clave en la transformación del crédito, proporcionando a los inversionistas una forma asequible de asumir o de cubrir el riesgo de incumplimiento de deudores individuales. El importe nominal en circulación de los contratos CDS a escala internacional se situó en 4,5 billones de dólares a finales de junio de 2004, seis veces más que a finales de junio de 2001. El principal avance en el mercado de CDS durante el período examinado fue la creación de índices de referencia para diferenciales de CDS de referencia única (*single-name*). En la actualidad, los contratos vinculados a estos índices poseen gran liquidez, algo que aún no se ha logrado con índices de bonos de empresa tradicionales. Además, los índices sirven de base para derivados estandarizados, sobre todo índices de CDS por tramos (un tipo de CDO sintético) y opciones sobre *swaps* (*swaptions*) de incumplimiento crediticio.

Entre los cambios más significativos en los mercados de deuda destacan ...

... la aparición de títulos estandarizados basados en CDS ...

Contratos CDO y correlación de incumplimientos



... y nuevos tipos de CDO

El mercado general de CDO también ha avanzado en nuevas direcciones, permitiendo a los inversionistas personalizar sus carteras con creciente sofisticación. Aunque resulta difícil obtener datos precisos, se estima que las emisiones en el mercado de CDO en efectivo en 2004 rondaron los 165.000 millones de dólares y que la emisión de CDO sintéticos fue mayor incluso, alcanzando los 673.000 millones de dólares (véase el Gráfico VI.17). Gran parte de la actividad del año pasado se vio impulsada por la búsqueda de rentabilidad y se concentró en los CDO por tramos "a medida", en estructuras con fondos comunes de garantías compuestos por préstamos de alto rendimiento e instrumentos financieros estructurados, así como por productos con un nivel de apalancamiento superior como los CDO de CDO ("CDO al cuadrado").

Aunque la magnitud de estos nuevos mercados de deuda todavía es relativamente reducida, las recientes innovaciones pueden haber transformado la negociación y la gestión del riesgo de crédito de manera permanente.

Beneficios económicos de las innovaciones en los mercados de deuda

Ventajas de las recientes innovaciones:

Las innovaciones en los derivados del crédito y en el crédito estructurado han aportado numerosos beneficios al sistema financiero, entre los que destacan las mayores oportunidades de diversificación y de toma de posiciones en determinadas categorías de riesgo de crédito (principalmente las correlaciones de crédito), la ampliación de la base de inversionistas en todo el espectro crediticio y la consiguiente integración de los mercados, así como una mayor profundidad de la negociación ("liquidez del mercado") en

estos mercados. A continuación se analiza cada uno de estos aspectos por separado.

En primer lugar, los mercados son cada vez más completos y ofrecen más oportunidades de diversificación a los inversionistas. En la actualidad, los agentes económicos pueden tomar con mayor facilidad posiciones largas o cortas sobre el riesgo de crédito a través de *swaps* de referencia única (*single name*) o *swaps* sobre índices en las principales economías e incluso en algunas regiones más pequeñas, en distintos sectores y en todo el espectro de calidad crediticia. Los instrumentos de crédito apalancados como los CDO permiten a los inversionistas exponerse a distintos segmentos de la distribución de pérdidas por incumplimiento mediante la adquisición de tramos ligados a un fondo común de valores. Además, la gama de colaterales de los CDO ha aumentado de manera significativa en los dos últimos años. La aparición de instrumentos de crédito estructurados ha permitido que en la actualidad se negocien activamente los distintos niveles de la estructura de capital de una cartera.

mejores
oportunidades de
diversificación ...

En concreto, los CDO por tramos ofrecen la posibilidad de gestionar de manera más directa las correlaciones del riesgo de crédito. Al negociar con valores que son muy sensibles a las correlaciones, los inversionistas pueden modificar con más facilidad su exposición al riesgo de incumplimiento sistemático y recuperación. El elevado grado de liquidez de los índices de CDS por tramos, que en parte procede de su formato estandarizado, permite actualmente negociar estos riesgos de forma más eficiente. Para ilustrar cómo pueden exponerse los inversionistas a la correlación, el Gráfico VI.17 muestra cómo puede cambiar la distribución de pérdidas en las carteras y la valoración de los distintos tramos con respecto a la correlación de incumplimiento. En general, una correlación de incumplimiento más elevada tiende a disminuir el riesgo (aumentar el valor) de un tramo "a primer riesgo" ("*equity*"), mientras que los tramos con calificación elevada o superpreferentes ("*super-senior*") pasan a tener mayor riesgo. De este modo, los inversionistas pueden gestionar el riesgo de correlación tomando posiciones largas o cortas en distintos tramos.

En segundo lugar, el grado de integración de los mercados de deuda está aumentando, tanto por su base de inversionistas como por su relación con otras clases de activos. Un conjunto más amplio de inversionistas está asumiendo implícitamente riesgos en todo el espectro crediticio a través de productos estructurados de deuda. La actividad de los fondos de cobertura, que apenas conocen restricciones en lo que respecta a la distribución de sus carteras, ha aumentado considerablemente. Además, junto con los bancos, las compañías de seguros y los fondos de cobertura, otros gestores de activos están queriendo invertir cada vez más en productos basados en CDS, así como en CDO. Los inversionistas también han empezado a utilizar estrategias más integrales que abarcan los mercados de renta fija pública y privada y renta variable, y muchas otras salas de negociación se han reorganizado para reflejar esta mayor integración.

... mayor
integración en el
mercado ...

En tercer lugar, estos nuevos instrumentos han aumentado la liquidez en los mercados de deuda, también a través de la aparición de verdaderos

... y aumento de la
liquidez ...

mercados bidireccionales. Los volúmenes de negociación han aumentado notablemente y los diferenciales entre los precios comprador y vendedor sobre índices de CDS y sobre índices por tramos se han estrechado hasta situarse en niveles muy reducidos. En la actualidad son inferiores a 1 punto básico en el índice europeo general de grado de inversión, y aproximadamente de 4 y 2 puntos básicos en los tramos intermedios (“*junior mezzanine*”) (3%–6%) y superpreferentes (“*super-senior*”) (12%–22%), respectivamente (véase el panel derecho del Gráfico VI.15). En cambio, el mercado de bonos de empresa continúa relativamente falto de liquidez y la oferta ha escaseado especialmente en los últimos años como consecuencia del desapalancamiento empresarial.

... lo que ha llevado a una disminución del riesgo a largo plazo

En conjunto, estos efectos positivos en el mercado de deuda deberían conducir a una disminución general del riesgo financiero a largo plazo y, en concreto, a un estrechamiento de los diferenciales medios de rendimiento. La mejor diversificación de las carteras debería reducir las primas de riesgo de los títulos de referencia única, y la mayor profundidad y amplitud del mercado tendría que reducir las primas de liquidez. En realidad, queda por aclarar hasta qué punto han contribuido estos efectos a los bajos diferenciales crediticios registrados recientemente. Aun así, hay indicios de que la demanda de crédito estructurado, que tiene su origen en la intensa demanda de colateral por parte de los gestores de CDO, ha comprimido de hecho los diferenciales.

A pesar de las numerosas innovaciones recientes, los mercados aún tienen amplio margen de desarrollo. Por ejemplo, el mercado de futuros sobre deuda sigue resistiéndose y las operaciones con *swaptions* de incumplimiento crediticio (opciones para formalizar un contrato CDS) han sido relativamente escasas. La regulación oficial del mercado de *swaps* de índices de CDS en marzo de 2005 debería contribuir a fomentar el crecimiento en éstos y otros mercados de derivados basados en CDS.

Principales áreas de incertidumbre

A pesar de los avances, continúan las incertidumbres, ya que ...

Las recientes innovaciones, aun ofreciendo numerosas ventajas, no están exentas de riesgos potenciales, sobre todo porque la evolución del mercado se encuentra en una fase inicial. Destacan dos ámbitos de preocupación: la complejidad de los productos y el funcionamiento del mercado en situaciones de tensión.

... los productos estructurados son extremadamente complejos y pueden esconder riesgos ...

En primer lugar, los productos estructurados de crédito son muy complejos y los riesgos implícitos podrían pasar casi desapercibidos para todos los agentes económicos. Las cláusulas de muchos contratos CDO pueden resultar difíciles de comprender, y la complejidad de las operaciones ha planteado muchos retos de modelización. Aunque se ha tratado de desarrollar modelos de determinación de precios y sistemas de gestión de riesgos más realistas, muchos participantes en el mercado todavía están desarrollando su capacidad analítica. Una consecuencia de este proceso es el papel esencial que han desempeñado las agencias de calificación crediticia en el desarrollo del mercado. No obstante, la experiencia en cuanto al proceso de calificación de los CDO es relativamente escasa y las reglas generales utilizadas por los inversionistas al usar las calificaciones de los bonos de

empresa pueden inducir a error si se aplican a instrumentos estructurados muy apalancados. Incluso a un nivel más básico, aún es necesario comprender mejor las características de la distribución de pérdidas en las carteras, del perfil de riesgo de los CDO por tramos y de su sensibilidad ante las correlaciones de riesgo de crédito. Por ejemplo, el “sesgo en la correlación” (*“correlation smile”*) observado en los precios de índices de CDS por tramos (véase el Gráfico VI.17) indica que los modelos estándar de gestión del riesgo de las carteras pueden no ser adecuados. Estos modelos suponen que los vínculos entre todas las entidades del índice se recogen en un único parámetro de correlación, cuando en realidad los diferenciales de los diversos tramos implican distintas estimaciones de la correlación.

En segundo lugar, queda por ver cómo gestionarían los mercados de CDS y de CDO una cadena de incumplimientos crediticios o un cambio brusco en el ciclo crediticio. Las favorables condiciones del crédito que han estimulado el desarrollo de estos mercados pueden no continuar en el futuro. Un motivo de preocupación son las posiciones altamente apalancadas de los balances de las instituciones financieras cuando los mercados cambian de rumbo. Otro es la naturaleza del impacto sistémico que pueden tener las instituciones con elevados niveles de apalancamiento (como los fondos de cobertura) en la liquidez del mercado, pues los mercados bidireccionales podrían desaparecer como vendedores de protección justo cuando más se necesitan seguros contra incumplimientos. A este respecto, a pesar de ciertas indicaciones de agitación, los mercados de CDS y de índices por tramos parecieron adaptarse de forma bastante ordenada a los recientes acontecimientos relacionados con General Motors y Ford. Es cierto que las revisiones a la baja de las calificaciones de estas empresas habían sido anticipadas desde hacía algún tiempo por los mercados de deuda. Por ello, es posible que los acontecimientos de la primavera boreal de 2005 no reflejen correctamente cómo funcionarían estos mercados en situaciones de tensión.

... y la solidez de estos nuevos mercados todavía no se ha comprobado de manera exhaustiva