

VI. Los mercados financieros

Aspectos más destacados

Durante gran parte de 2005 y comienzos de 2006, los principales mercados financieros volvieron a caracterizarse por la tranquilidad y las condiciones acomodaticias, como reflejo de la sorprendente fortaleza de la economía mundial y la persistente abundancia de liquidez. El endurecimiento de la política monetaria en los países industrializados avanzados se tradujo en un aumento tan sólo gradual de las rentabilidades de la deuda a largo plazo. Durante la mayor parte del periodo examinado, los tipos de interés más altos apenas tuvieron impacto visible en los precios de otros activos, si bien a mediados de mayo de 2006 una nueva evaluación de los riesgos generó volatilidad y fuertes caídas en los mercados bursátiles y en los emergentes.

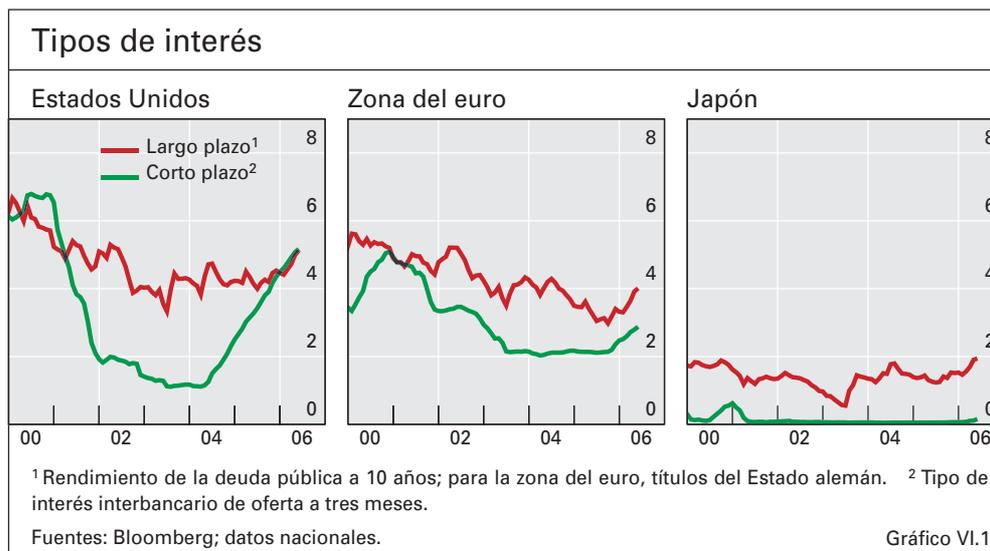
Los precios de los títulos de renta variable y los diferenciales de rendimiento se vieron favorecidos por la revisión al alza de las previsiones de crecimiento en 2005 y principios de 2006, especialmente en Japón y en Europa. La solidez de la actividad económica, en un contexto de aplanamiento de las curvas de rendimientos, llevó a muchos participantes del mercado a concluir que la información proporcionada por la pendiente de la curva podría haber perdido relevancia, mientras que otros factores distintos a las perspectivas de crecimiento a largo plazo podrían estar influyendo en las rentabilidades a largo plazo.

Los cambios en la estructura de capital de las empresas también contribuyeron a sustentar los mercados de renta variable. El pasado ejercicio fue testigo de un extraordinario repunte en el porcentaje de beneficios empresariales distribuido como dividendos, la recompra de acciones propias, y las fusiones y adquisiciones de empresas. Pese a los indicios de haberse iniciado un proceso de reapalancamiento empresarial, los diferenciales de rendimiento permanecieron estables, también debido a la preferencia de los inversionistas por el riesgo. Este fenómeno resultó especialmente evidente en los mercados emergentes, cuyos diferenciales parecieron estrecharse en 2005 y a principios de 2006 a un ritmo mayor que la mejora de las variables económicas fundamentales, que fue ciertamente notable.

Continuidad de los reducidos rendimientos a largo plazo

Los rendimientos de la deuda pública de los países desarrollados se mantuvieron en 2005 en niveles considerablemente bajos, a pesar de las continuas subidas de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, los indicios de un endurecimiento inminente de la política monetaria en la

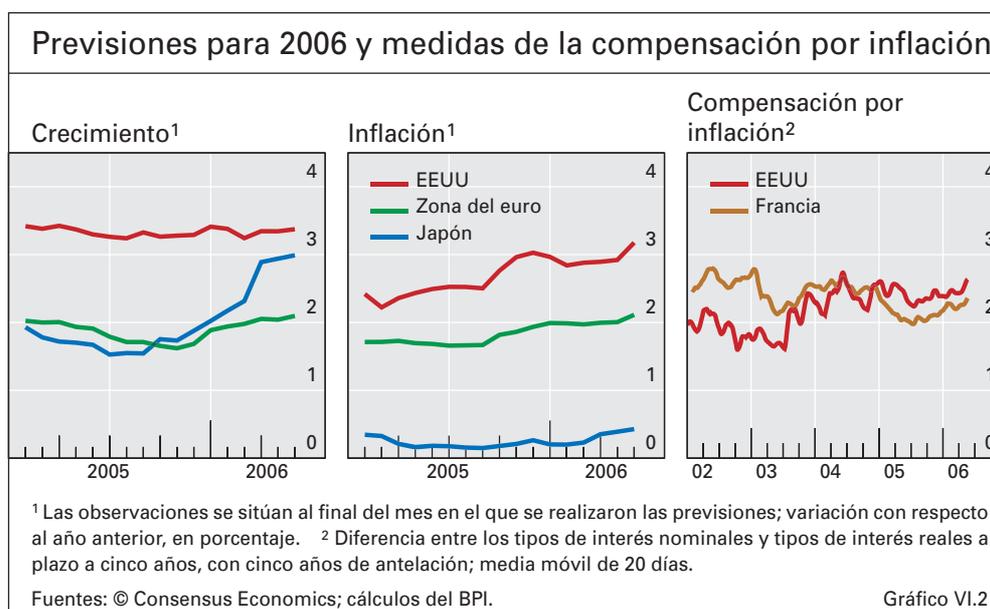
Continuidad de los reducidos rendimientos de la deuda pública a largo plazo...



zona del euro y la especulación creciente sobre el final de las medidas de relajación cuantitativa en Japón (véase el Capítulo IV).

... antes del episodio de ventas generalizadas de comienzos de 2006

Los rendimientos a largo plazo en los países del G-3 finalmente comenzaron a subir de manera gradual a partir de mediados de enero de 2006 (véase el Gráfico VI.1). Al mismo tiempo, se despejó la preocupación por la posible debilidad del crecimiento previsto y se revisaron al alza las expectativas respecto al ritmo y la amplitud de futuras restricciones monetarias. De hecho, las previsiones de crecimiento para 2006 mejoraron para la zona del euro durante el primer trimestre y muy notablemente para Japón (véase el Gráfico VI.2). Asimismo, el tono cada vez más contundente de los comunicados de los bancos centrales del G-3 acentuó el episodio de ventas masivas de bonos. Del 18 de enero al 19 de mayo, los tipos de interés del bono del Tesoro estadounidense y del *bund* alemán a 10 años subieron alrededor de 80 puntos básicos, mientras la rentabilidad de su equivalente en Japón lo hacía en torno a 50 puntos básicos.



Aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos y en la zona del euro

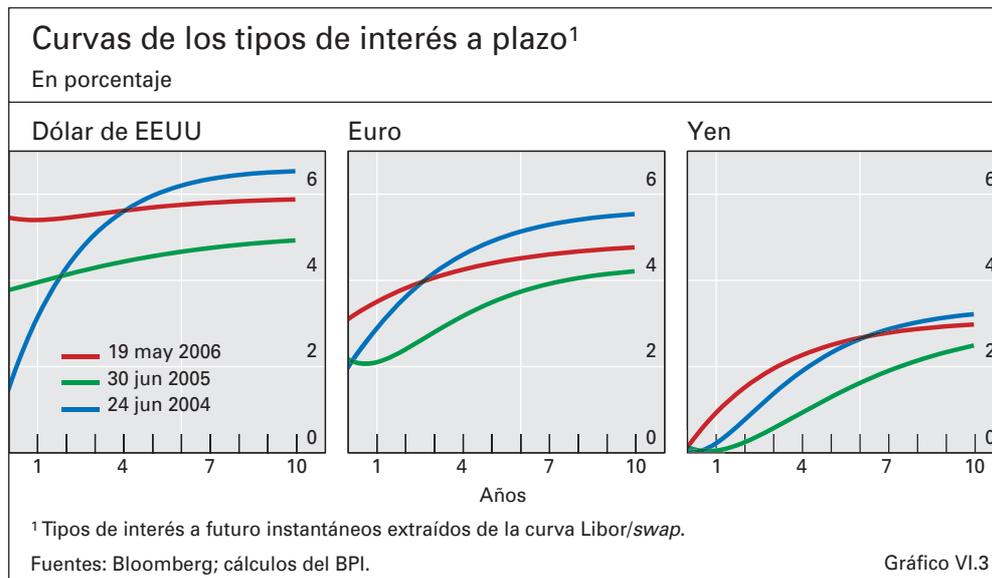
El aumento de los tipos de interés oficiales y la reducida rentabilidad de la deuda pública a largo plazo se tradujeron en un acentuado aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos durante gran parte del periodo examinado. En episodios precedentes, la inversión de la curva de rendimientos había resultado un indicador relativamente fiable de la inminencia de una recesión o de una acusada desaceleración (véase el Capítulo IV). Sin embargo, en esta ocasión, la mayoría de los participantes en el mercado interpretó la pendiente negativa de la curva de rendimientos de Estados Unidos no como un signo de desaceleración económica, sino como el efecto de factores independientes sobre los rendimientos a largo plazo (véase más adelante). El diferencial entre los tipos de interés de los bonos a dos y 10 años disminuyó desde alrededor de 30 puntos básicos a finales de junio de 2005, hasta niveles próximos a cero a comienzos de enero de 2006.

El aplanamiento de la curva no se interpretó como un indicio de desaceleración

Los factores asociados a las perspectivas de crecimiento que hicieron descender los rendimientos en Estados Unidos fueron puramente transitorios, destacando el huracán Katrina a finales de agosto. Por aquellas fechas, los tipos de interés a dos años disminuyeron casi 40 puntos básicos en el plazo de tres días y los tipos de interés a más largo plazo lo hicieron en torno a 20 puntos básicos, al revisar los participantes del mercado sustancialmente a la baja la probabilidad de subidas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. No obstante, tras constatarse que el impacto del huracán sobre el crecimiento económico y la consiguiente política monetaria fue mucho menor de lo previsto, la curva de rendimientos, tanto en sus tramos cortos como largos, retornó en el plazo de un mes a sus niveles previos a la tormenta.

Los efectos del huracán Katrina fueron transitorios

Si bien el aplanamiento de la curva de rendimientos se observó también en otros mercados, no se trató sin embargo de un fenómeno universal. Por ejemplo, en la zona del euro la pendiente de la curva se aplanó en 2005, aunque la continuidad de los bajos tipos de interés oficiales impidió que se



invertiera (véase el Gráfico VI.3). En Japón, en cambio, la curva se arqueó al permanecer los tipos de interés oficiales próximos a cero, mientras que los de medio plazo aumentaron ante los crecientes indicios de remisión de las presiones deflacionistas y los rumores de que en pocos años se habría materializado un ciclo restrictivo.

Expectativas de inflación contenidas

Las expectativas de inflación permanecieron contenidas pese al encarecimiento de la energía

Los rendimientos a largo plazo permanecieron bajos en 2005, en parte debido a las expectativas de inflación a largo plazo, que permanecieron contenidas pese a la solidez general del crecimiento económico y al continuo incremento de los precios de la energía durante el periodo analizado. Ciertamente, tras el paso del huracán Katrina y las acusadas subidas de los precios de los productos refinados del petróleo en el otoño de 2005, los analistas revisaron notablemente al alza sus previsiones de inflación a corto plazo, especialmente en Estados Unidos (véase el Gráfico VI.2). Sin embargo, las medidas de la compensación por inflación obtenidas a partir de los rendimientos nominales y reales a plazo de la deuda pública apenas variaron en los vencimientos más largos, en parte como reflejo de la elevada credibilidad de la que sigue gozando la política monetaria (véase el Capítulo IV).

Los tipos de interés reales crecieron más que la prima por inflación a comienzos de 2006

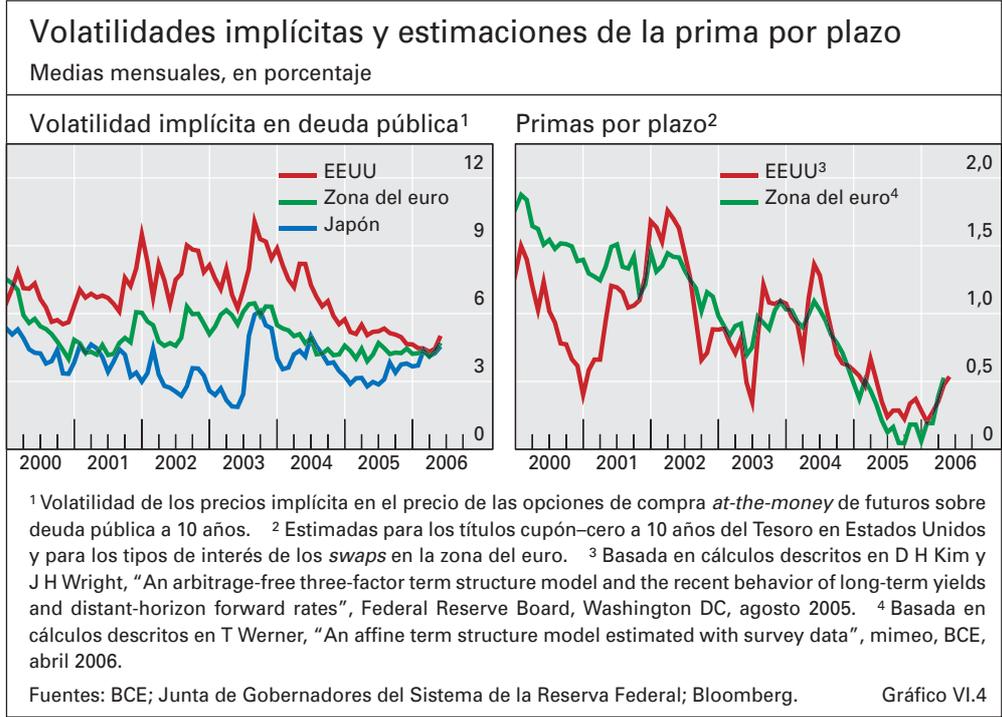
Pese a la notable alza de los rendimientos nominales a comienzos de 2006, los cambios en las expectativas de inflación no fueron el factor dominante. Comparando el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense nominales con el de los valores indexados a la inflación, se observa que casi dos tercios del incremento de la rentabilidad nominal del bono estadounidense a 10 años entre mediados de enero y mediados de mayo obedeció a tipos de interés reales más altos, y no a una mayor compensación por la inflación. En el caso de la zona del euro, casi el 90% de la subida registrada en los primeros meses de 2006 se debió a los mayores tipos de interés reales.

El escaso efecto de la revisión de las expectativas de inflación sobre las rentabilidades a largo plazo viene avalado también por otros datos. En concreto, dada la gran frecuencia con la que se dan a conocer los índices de precios, la publicación de datos inesperados ha solido tener un menor impacto sobre los rendimientos a largo plazo que otras “sorpresas” estadísticas. Por ejemplo, la mayor subida en un solo día de los rendimientos del bono estadounidense a 10 años (14 puntos básicos) se produjo el 1 de julio de 2005, al conocerse los datos inesperadamente positivos de manufacturas de la encuesta de directores de compras (ISM), junto con indicios de mejora en la confianza de los consumidores. Igualmente, algunas de las mayores caídas diarias de las rentabilidades tendieron a asociarse con sorpresas negativas en los datos de crecimiento.

Volatilidades y primas por plazo reducidas

Las menores primas por plazo podrían explicar el aplanamiento de las curvas

Las bajas rentabilidades a largo plazo y el aplanamiento de las curvas de rendimientos podrían reflejar asimismo las menores primas de riesgo exigidas por mantener instrumentos a largo plazo. Las curvas de rendimiento incorporan primas de riesgo para cada vencimiento —denominadas primas



por plazo— que introducen un diferencial entre los tipos de interés a plazo para cada vencimiento y la senda de tipos de interés a corto plazo prevista por los mercados. Un descenso de estas primas podría obedecer ya sea a un menor riesgo percibido sobre la evolución de los tipos de interés a corto plazo en el horizonte de largo plazo, o bien a un mayor apetito de los inversionistas por dicho riesgo, o a ambos motivos a la vez.

Sin duda, hay datos que a primera vista parecen corroborar la influencia de la disminución de las primas por plazo en los últimos años. Para empezar, las volatilidades implícitas de los tipos de interés a largo plazo han ido reduciéndose en general desde mediados de 2003, situándose a principios de 2006 en niveles muy reducidos tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, en línea con la trayectoria de la volatilidad histórica observada durante el periodo (véase el Gráfico VI.4). La excepción fue Japón, donde se registró una subida moderada de las volatilidades observadas e implícitas a partir de 2005, en un contexto de expectativas de mayor crecimiento económico y del consiguiente fin de la política de relajación cuantitativa. Aun así, ambas volatilidades permanecieron muy por debajo de los niveles alcanzados durante el episodio de ventas generalizadas en el mercado de bonos en 2003.

Los modelos actuales sobre la curva de rendimientos incorporan técnicas que permiten diferenciar los componentes del rendimiento de la deuda que se deben a las primas por plazo de aquellos que obedecen a las previsiones sobre la evolución de los tipos de interés a corto plazo. Las estimaciones actualizadas de un reciente estudio publicado por la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal sugieren que las primas por plazo implícitas en los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años denominados en dólares se redujeron unos 100 puntos básicos entre mediados de 2004, cuando empezaron a subir los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, y finales

de 2005 (véase el Gráfico VI.4), seguido de una moderada corrección en los primeros meses de 2006. Un estudio semejante elaborado por el BCE estima una caída similar de las primas por plazo de los tipos de interés en euros a 10 años. Ambos estudios encuentran que las reducciones de las primas por plazo son más pronunciadas para los vencimientos más largos, lo que resulta coherente con el aplanamiento de la curva de rendimientos observado en el periodo. Sin duda, las estimaciones de las primas por plazo presentan limitaciones, como una notable incertidumbre sobre su exactitud y una elevada sensibilidad al tamaño y periodo muestrales. Con todo, la mayoría de los restantes estudios sobre el tema también sugieren un cierto descenso de las primas por plazo en los últimos años.

Menores primas por plazo pueden reflejar mejores variables fundamentales o factores estructurales

La disminución de las primas por plazo podría haber obedecido a la percepción de mayor estabilidad de las variables macroeconómicas fundamentales, como el crecimiento y la inflación, y por ende a la percepción de menores riesgos en la tenencia de valores a largo plazo. La disminución de la volatilidad histórica de los tipos de interés a largo plazo antes mencionada resulta congruente con una moderación de los riesgos. La mayor transparencia y credibilidad de la política monetaria, especialmente en la medida en que refleje cambios permanentes en sus procedimientos operativos, bien podría haber jugado un papel relevante en esta evolución.

También podrían haber influido factores de demanda estructural, como las compras de bonos a largo plazo por parte de fondos de pensiones y compañías de seguros, así como la acumulación de reservas por los bancos centrales de Asia oriental y de numerosos países exportadores de petróleo. El grado en que estos factores de demanda puedan estar contribuyendo a unos bajos tipos de interés a largo plazo tiene importantes repercusiones para la gestión de la política monetaria (véase el Capítulo IV).

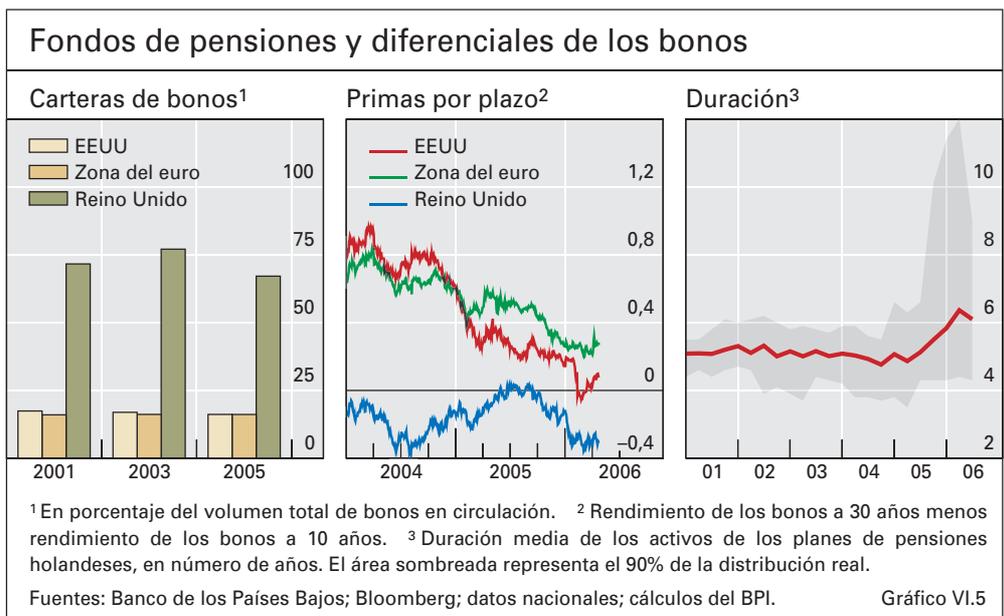
Demanda institucional: fondos de pensiones y compañías de seguros

La gestión de activos y pasivos...

Los avances en la gestión del riesgo y los cambios de los marcos contables y normativos en numerosos países han alentado a los fondos de pensiones y a las compañías de seguros a reducir el desajuste en la duración de sus activos y pasivos en los últimos años (véase el Capítulo VII).

... ha incidido en las rentabilidades a largo plazo en libras esterlinas...

Aunque el tamaño de las carteras de bonos de los fondos de pensiones y de las compañías de seguros en relación con el volumen total de bonos en circulación se ha mantenido llamativamente estable (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.5), la disminución del diferencial entre los bonos a 30 y 10 años en numerosas economías avanzadas sugiere un posible cambio en la composición de esas carteras en favor de activos con vencimientos más largos (véase el panel central del Gráfico VI.5). Este reajuste parece haber sido particularmente acusado en el Reino Unido, donde el diferencial de rentabilidad entre vencimientos ha sido negativo durante algún tiempo. Este hecho está en consonancia con informes que indican que la adopción de estrictos requisitos de capitalización mínima y la aplicación de la norma contable NIIF 17 han inducido fuertes compras de bonos a muy largo plazo por parte de los fondos de pensiones británicos conforme se han reducido las rentabilidades, provocando descensos adicionales.



Con todo, no está claro en qué medida la experiencia británica podría extrapolarse a otros países, dadas las diferencias existentes en los marcos normativos y contables, así como en los niveles de capitalización de los fondos de pensiones. En los Países Bajos, por ejemplo, el fondo de pensiones típico incrementó la duración de sus activos de cinco a seis años y medio tras las reformas aprobadas en el otoño de 2004 (véase el panel derecho del Gráfico VI.5), aunque con notorias diferencias entre fondos. En algunos, la duración de los activos casi se duplicó, mientras que en otros apenas varió. Estas divergencias podrían deberse a que los niveles de capitalización de los fondos de pensiones neerlandeses tienden a ser bastante superiores al mínimo exigido, lo que se traduce en una considerable flexibilidad a la hora de gestionar el riesgo de tipo de interés.

... pero sus efectos han sido menos palpables en otros países

La tendencia hacia marcos de valoración más acordes con los criterios de mercado también dio muestras durante el periodo analizado de haber perdido algo de impulso. El aplazamiento hasta 2007 de la aplicación íntegra de la reforma del sistema neerlandés de pensiones puede haber contribuido a una reducción moderada —de medio año— de la duración media de los activos de los fondos de pensiones en ese país. Por otra parte, el Congreso de Estados Unidos aprobó a finales de 2005 una reforma de los requisitos de capitalización mínima. Sin embargo, el rigor de la reforma acabó siendo notablemente inferior al de la propuesta inicial, pudiendo haber contribuido a un repunte del diferencial entre los bonos del Tesoro estadounidense a 30 y 10 años a comienzos de 2006, puesto que los operadores que habían especulado a favor de una mayor presión compradora ejercida por los fondos de pensiones presumiblemente deshicieron sus posiciones en bonos a largo plazo. Asimismo, también se vieron limitados los incentivos para que los fondos de pensiones compraran bonos a largo plazo a comienzos de 2006, debido al aumento de las cotizaciones bursátiles y de la rentabilidad de los títulos de deuda, que mejoraron el nivel de capitalización de muchos fondos de pensiones, al menos de forma transitoria.

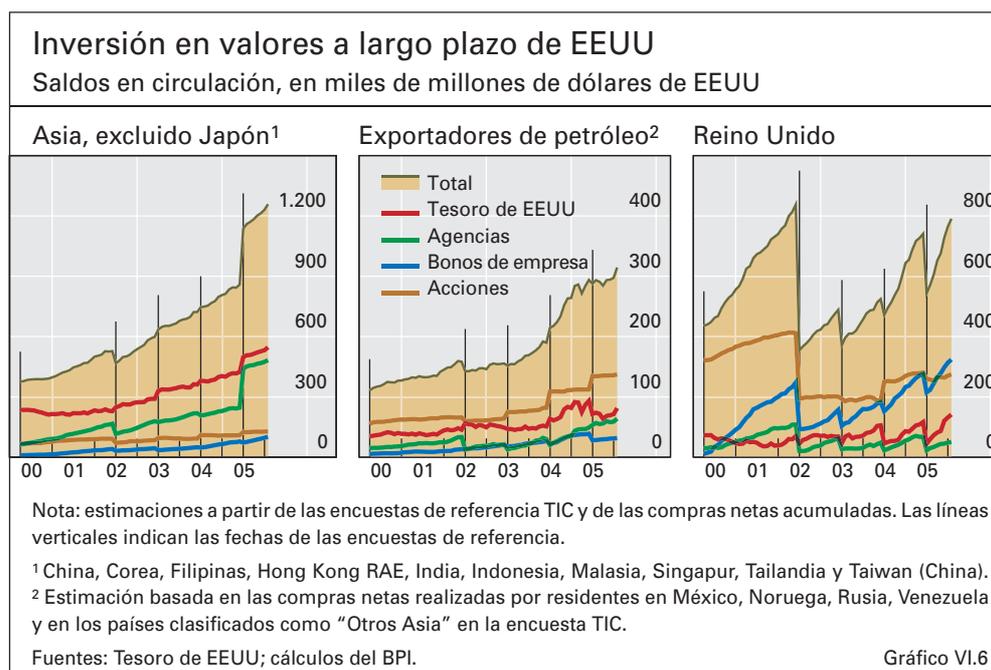
Demanda externa: las reservas asiáticas y los petrodólares

La demanda de títulos de EEUU estuvo impulsada por los superávits en Asia...

Otro motivo citado con frecuencia para explicar el descenso de las primas por plazo en Estados Unidos es la intensa demanda externa de valores estadounidenses. Gobiernos y bancos centrales extranjeros —particularmente asiáticos— han continuado canalizando fondos hacia títulos emitidos por el Tesoro y por otras agencias semipúblicas de Estados Unidos, básicamente como resultado de su intervención en los mercados de divisas. De hecho, numerosas pruebas empíricas muestran que los mercados financieros responden ante los anuncios que pueden señalar cambios en las preferencias del sector oficial por valores denominados en dólares estadounidenses. Por ejemplo, los rendimientos de los títulos a 10 años denominados en dólares subieron casi 10 puntos básicos en apenas unas horas tras el anuncio de la revaluación del renminbi el 21 de julio de 2005, al anticipar algunos agentes del mercado un descenso sustancial de la demanda de valores estadounidenses.

Pese a la notable desaceleración en la acumulación de reservas en Japón en 2005, China y otras economías emergentes de la región Asia-Pacífico continuaron ampliando sus reservas a buen ritmo durante el año pasado y en los primeros meses de 2006 (véase el Capítulo V). Gran parte de este aumento se invirtió en valores de Estados Unidos. Como ilustra el panel izquierdo del Gráfico VI.6, los datos preliminares basados en la encuesta del Technical Issues Committee (TIC) de Estados Unidos indican un fuerte crecimiento en 2005 de las tenencias de valores estadounidenses a largo plazo por residentes (tanto públicos como privados) de países asiáticos (excluido Japón). Las tenencias conjuntas de estos inversionistas ascendieron desde algo más de 800.000 millones de dólares a finales de 2004 hasta una cifra estimada de 1,25 billones de dólares a comienzos de 2006.

La reinversión por los países exportadores de petróleo de los ingresos procedentes del crudo se ha apuntado también como un factor de demanda



de los valores de Estados Unidos. Se estima que los ingresos netos del petróleo percibidos por los principales exportadores (los miembros de la OPEP, junto con México, Noruega y Rusia) ascendieron a 676.000 millones de dólares en 2005, con una previsión para 2006 de casi 750.000 millones. Una fracción relativamente pequeña de estos ingresos se ha invertido directamente en valores estadounidenses. Las estimaciones basadas en los datos de la encuesta TIC indican que los exportadores de crudo canalizaron en torno al 20% de sus ingresos del petróleo acumulados entre junio de 2002 y junio de 2005 (concretamente, 200.000 millones de dólares de un total de 1,2 billones) hacia títulos de Estados Unidos a corto y largo plazo. Aunque el acopio de valores estadounidenses a largo plazo creció con fuerza hasta 2004, tan sólo aumentó en 33.000 millones de dólares en 2005, es decir, el 8% de los ingresos del petróleo acumulados en el año.

... y el reciclaje de los ingresos del petróleo

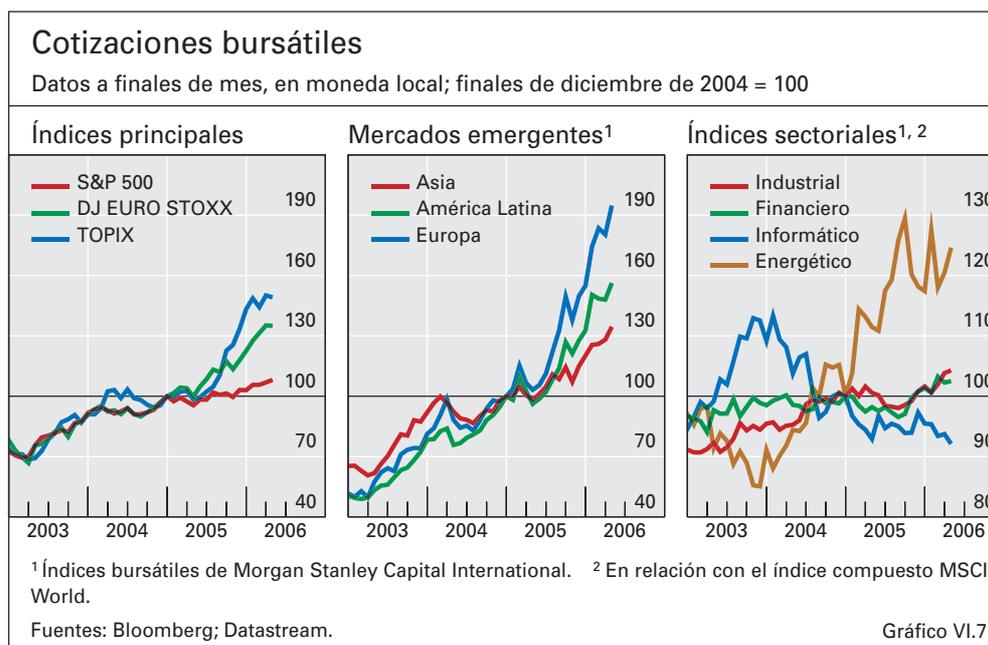
Con todo, estas estimaciones de la inversión de residentes asiáticos y países exportadores de petróleo en valores denominados en dólares estadounidenses subestiman casi con total seguridad su posición agregada, puesto que estos inversionistas suelen comprar valores a través de terceros en Londres u otros centros financieros situados fuera de Estados Unidos. Es cierto que las encuestas TIC de referencia intentan reasignar las compras realizadas a través de terceros al país de residencia del comprador último, lo que suele traducirse en caídas pronunciadas de las tenencias estimadas de valores estadounidenses a largo plazo por parte de residentes en el Reino Unido y, ocasionalmente, en incrementos de las tenencias estimadas en manos de inversionistas asiáticos (véase el Gráfico VI.6). Sin embargo, las posiciones de estos inversionistas en valores de Estados Unidos podrían ser superiores a las estimadas por las encuestas de referencia, en la medida en que éstos inviertan en fondos de cobertura o inversión libre (*hedge funds*) u otros vehículos de inversión que colocan fondos en títulos estadounidenses.

La inversión se canaliza a través del Reino Unido

Los mercados bursátiles se mostraron indiferentes a los incrementos de tipos de interés

El auge de los mercados de renta variable mundiales iniciado a principios de 2003 continuó a buen ritmo durante la mayor parte del periodo analizado. Tras los modestos resultados de 2004, mercados de todo el mundo registraron ganancias de dos dígitos en 2005, que en muchos de ellos se prolongaron durante los primeros meses de 2006, para volver a caer a mediados de mayo. Los mejores resultados correspondieron a los mercados emergentes, como ilustra el caso de Europa oriental con una escalada del 55% en términos de moneda local durante 2005 y un aumento adicional del 15% en los cinco primeros meses de 2006, pese a la fuerte caída a mediados de mayo (véase el Gráfico VI.7). Las principales bolsas también registraron grandes avances, destacando la fuerte revalorización del 44% observada en los mercados japoneses en 2005, antes de que los aumentos se moderaran en los primeros meses de 2006. Por el contrario, el mercado estadounidense, con ganancias de tan sólo el 4% entre comienzos de 2005 y mediados de mayo de 2006, fue a la zaga de la mayoría del resto de mercados.

Cotizaciones bursátiles al alza...



Las perspectivas macroeconómicas respaldaron la revalorización de los títulos de renta variable

... como reflejo del robusto crecimiento económico

La inesperada solidez de la economía mundial propició la subida de los precios de los títulos de renta variable (véase el Capítulo II). La mejora de las perspectivas económicas en Japón y en la zona del euro hizo que los inversionistas revisaran al alza sus expectativas de beneficios. En Japón, el estímulo vino también de la confianza en la adopción de reformas estructurales y la opinión generalizada de que la banca había solventado en buena medida los problemas de sus carteras de préstamos incobrables. También en las economías de mercado emergentes se revisaron al alza las expectativas de beneficios, reforzándose en muchas de ellas la confianza de los inversionistas merced a los altos precios de las materias primas. De hecho, las mayores revalorizaciones se registraron en países exportadores de petróleo como Rusia, donde las cotizaciones se duplicaron con creces a lo largo del año pasado.

Escasa correlación entre flujos de capital y rentabilidades bursátiles

El avance de los mercados bursátiles emergentes coincidió con entradas masivas de capital extranjero (véase el Capítulo III). Sin embargo, no se apreció durante el periodo una relación clara entre el volumen de la inversión extranjera de cartera y la evolución del mercado bursátil, tanto si se analizan las regiones geográficas como los países individuales. La correlación de sección cruzada entre los flujos de inversión de cartera y los rendimientos mensuales en moneda local fue prácticamente nula, con independencia de si el cómputo de los flujos de entrada se mide en términos absolutos o en porcentaje de la capitalización bursátil del país receptor. La debilidad de esta relación podría obedecer a que, pese a la fuerte demanda de renta variable de países emergentes, la oferta de estos valores también fue elevada. Esta explicación está en consonancia con el anuncio de emisiones internacionales de acciones por parte de empresas de economías emergentes asiáticas por un importe total de

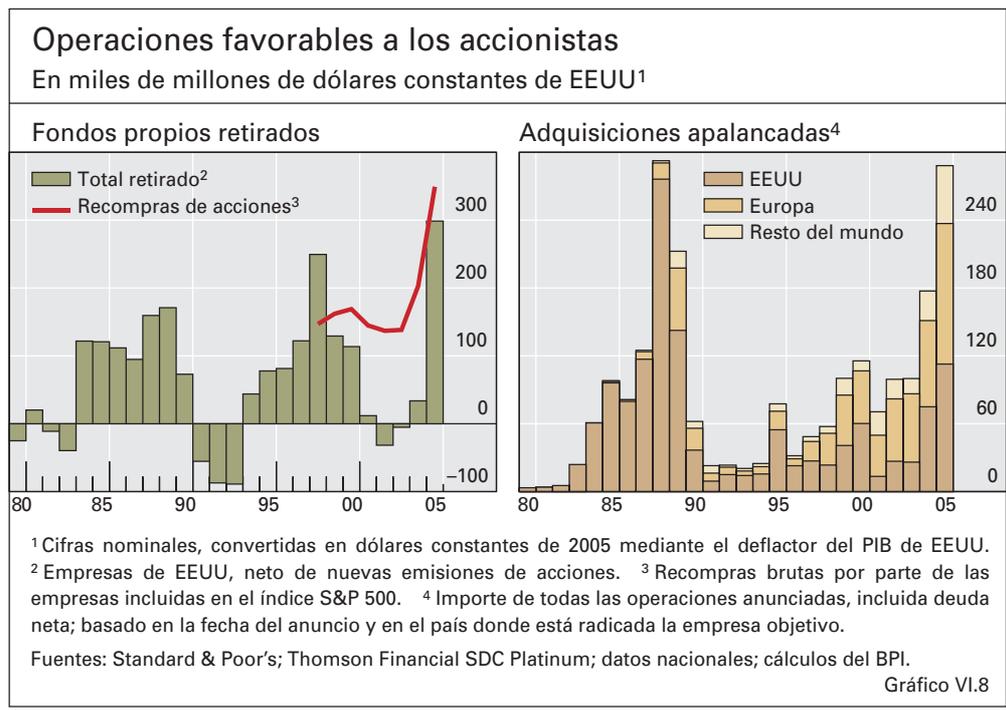
57.000 millones de dólares en 2005, frente a los 34.000 millones del año anterior.

En Estados Unidos, el entorno macroeconómico propició un auge de los títulos de renta variable inferior al de otros países, puesto que la valoración de las acciones ya incluía expectativas generalizadas de sólido crecimiento económico. El proceso de endurecimiento de la política monetaria posiblemente influyó en los escasos rendimientos de las acciones estadounidenses, aunque sus efectos se vieron amortiguados por tratarse de medidas ampliamente anticipadas que se tradujeron sólo de forma gradual en mayores rentabilidades a largo plazo. El paso de huracanes extremadamente devastadores por la costa estadounidense del Golfo de México perturbó los mercados en septiembre de 2005, si bien las cotizaciones se recuperaron en cuanto se hizo patente el carácter transitorio de sus efectos sobre el crecimiento económico del país.

Aceleración del reapalancamiento y de las fusiones empresariales

Los cambios en la estructura de capital de las empresas imprimieron un estímulo adicional a los mercados bursátiles. Mientras que entre 2001 y 2004 las empresas utilizaron sus flujos de caja para consolidar sus balances, en periodos más recientes han optado por devolver parte de su tesorería a los accionistas mediante la distribución de dividendos, la recompra de acciones propias y las adquisiciones de empresas. En 2004-05, los dividendos distribuidos por las empresas del índice S&P 500 aumentaron al mayor ritmo registrado en más de una década. Las recompras de acciones propias crecieron a una tasa aún más elevada, alcanzando casi 350.000 millones de dólares para el conjunto de las empresas del citado índice en 2005 (véase el Gráfico VI.8). Como resultado de estas recompras y adquisiciones, el

Crecieron los dividendos y las recompras de acciones...



volumen total de fondos propios amortizados por empresas estadounidenses alcanzó en 2005 un nuevo máximo de 300.000 millones de dólares.

Las compañías europeas y japonesas aumentaron sus dividendos a un ritmo incluso superior al de las empresas estadounidenses. Las altas tasas de crecimiento de los dividendos pueden haber reforzado la confianza de los inversionistas, al señalar que los equipos directivos de las empresas preveían el mantenimiento de altas tasas de crecimiento de los beneficios. También se registraron recompras de acciones propias por parte de empresas europeas y japonesas, aunque a menor escala que en el caso de Estados Unidos.

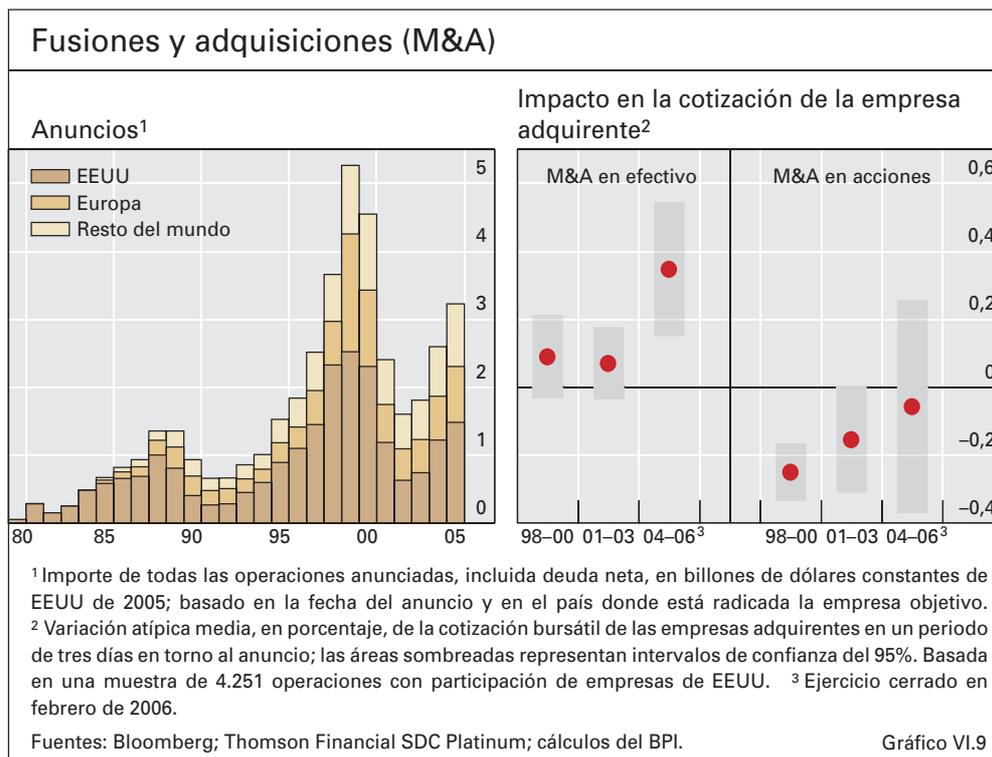
Además de su efecto como indicación, el aumento de los dividendos y de las recompras de acciones propias impulsaron las cotizaciones bursátiles al reapalancar los balances empresariales. Dado que el pago de dividendos y la recompra de acciones incrementan el coeficiente de endeudamiento de las empresas, la rentabilidad sobre fondos propios se eleva. Con anterioridad a 2004, el grueso de las acciones recompradas volvió a emitirse como remuneración a los empleados que habían ejercido sus opciones sobre acciones (*stock options*), por lo que no tuvieron impacto alguno sobre la estructura de capital de las empresas. Sin embargo, las empresas han venido utilizando progresivamente las recompras de acciones para reducir su número y devolver efectivo a los accionistas. Del mismo modo, la distribución de dividendos especiales se ha convertido en una forma habitual por la que los inversionistas en fondos de capital inversión (*private equity funds*) recuperan sus inversiones. En el pasado, estos inversionistas solían vender sus participaciones en una empresa mediante una oferta pública inicial de venta de acciones. Sin embargo, la demanda de estas operaciones fue relativamente débil en 2005, como confirma el hecho de que la rentabilidad obtenida en el primer día de negociación se situara en torno al 10%, frente al promedio superior al 20% registrado desde 1990. En consecuencia, los inversionistas en fondos de capital inversión han acudido a los mercados de renta fija para financiar el reparto de elevados dividendos con cargo a las reservas por ganancias acumuladas (véase el Capítulo VII).

El reapalancamiento se vio aún más estimulado por la mayor actividad en el segmento de adquisiciones apalancadas de empresas (LBO). Las adquisiciones financiadas con deuda por parte de fondos de capital inversión crecieron en 2005 hasta niveles no vistos desde la oleada de LBO de finales de la década de los 80 (véase el Gráfico VI.8). A diferencia de entonces, este último episodio no se ha limitado a Estados Unidos, sino que más de la mitad de las operaciones se realizó sobre sociedades no estadounidenses, principalmente de Europa aunque también de Asia. Destacó especialmente el aumento vertiginoso de LBO en Alemania y Japón, tras la eliminación gradual de las barreras a los cambios en el control de las empresas, tales como las participaciones cruzadas. Por ejemplo, mientras que en 1992 alrededor del 50% del total de acciones cotizadas en Japón estaba en manos de empresas asociadas, en 2004 ese porcentaje había descendido a la mitad.

El repunte de las operaciones de LBO formó parte de un aumento más amplio de las fusiones y adquisiciones de empresas. En 2005, se anunciaron

... de forma simultánea al reapalancamiento de las empresas

Las operaciones de LBO alcanzaron su nivel más alto desde los años 80



adquisiciones por un importe total de 3,2 billones de dólares, casi un 30% más que en 2004 y la mayor cifra desde 2000 (véase el Gráfico VI.9). Las operaciones de LBO representaron en torno al 9% de las adquisiciones totales, mucho más que en 2000, aunque bastante lejos de la cota máxima del 22% alcanzada en 1988. El incremento de fusiones y adquisiciones se extendió prácticamente por todo el mundo. Algo menos de la mitad de las operaciones realizadas tuvieron como objetivo sociedades estadounidenses mientras que la cuarta parte afectó a compañías europeas. La actividad en este ámbito por parte de empresas radicadas en las economías de mercado emergentes fue más intensa que nunca, adquiriendo empresas en los principales países y en otros mercados emergentes.

La respuesta de los inversionistas en renta variable a esta última oleada de operaciones fue más favorable que en ocasiones anteriores. En 2005, las cotizaciones bursátiles tanto de las empresas adquiridas como de las adquirentes tendieron a aumentar tras el anuncio de la adquisición. Este hecho contrasta con experiencias previas, en las que los accionistas de la empresa adquirida recibían el grueso de los aumentos de valor que pudieran generarse con la fusión.

La reacción relativamente favorable de los inversionistas obedeció en parte a la menor proporción de operaciones financiadas total o parcialmente con acciones. En Estados Unidos, el pago se efectuó mediante la entrega de acciones en casi el 30% de las operaciones recientes, frente al 70% durante la anterior oleada de fusiones y adquisiciones de 1998–2000. En Europa y Asia, la proporción fue incluso menor. El panel derecho del Gráfico VI.9 ilustra la revalorización “atípica” media de las cotizaciones de las empresas adquirentes en la fecha de anuncio de la adquisición, es decir, una vez descontada la sensibilidad de su cotización a las fluctuaciones del mercado en su conjunto.

El repunte de fusiones y adquisiciones espoleó las cotizaciones bursátiles...

La rentabilidad de las fusiones financiadas en efectivo siempre ha sido superior a la de las operaciones pagadas en acciones, puesto que la revalorización atípica de las primeras ha sido mayor en todos los periodos considerados. Esta diferencia parece obedecer a que la tendencia a pagar un sobreprecio por la empresa adquirida es menor cuando las fusiones se financian con efectivo.

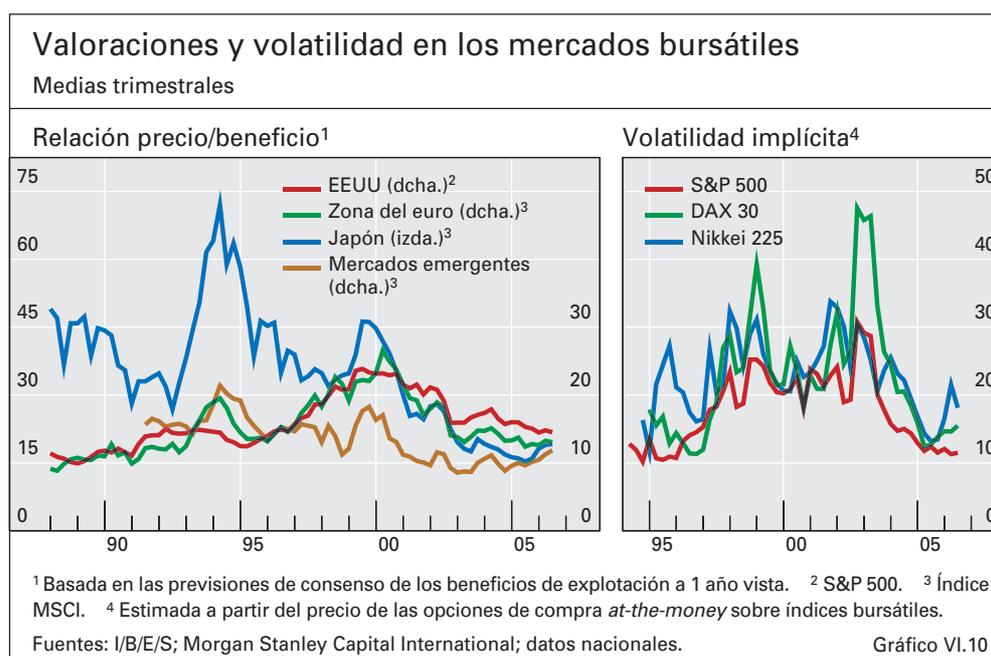
... incluso de las empresas adquirentes

Un aspecto más llamativo, tanto de las operaciones financiadas con efectivo como de las pagadas en acciones, es que las revalorizaciones atípicas de las cotizaciones de las empresas adquirentes fueron más altas en 2004–06 que en años precedentes, lo que indica que los inversionistas se muestran más receptivos que antes a toda clase de adquisiciones. En 1998–2000, las revalorizaciones atípicas de las operaciones pagadas en efectivo fueron prácticamente inexistentes, mientras que las de las operaciones financiadas mediante acciones fueron muy negativas. En cambio, en el periodo 2004–06, las revalorizaciones atípicas de las operaciones en efectivo fueron significativamente positivas y las de las operaciones pagadas en acciones, prácticamente nulas.

Señales contradictorias sobre las valoraciones bursátiles

Según algunos indicadores, las valoraciones no fueron atípicamente elevadas

Una posible explicación de la actitud más favorable de los inversionistas frente a las adquisiciones radica en los bajos niveles de valoración de los mercados según algunos indicadores, aunque no todos. Últimamente, el ritmo de revalorización de las acciones en bolsas de todo el mundo ha sido inferior al de las revisiones al alza de las previsiones de beneficios. En 2005, el índice S&P 500 cotizó a 15 veces los beneficios previstos a corto plazo, ligeramente por debajo del promedio de 16 del periodo 1988–2004 (véase el Gráfico VI.10). Los índices de la zona del euro cotizaron a 13, frente a su promedio histórico de 16. También en los mercados bursátiles emergentes, los múltiplos de precio/beneficio (PER) estuvieron



muy por debajo de sus niveles previos. En consecuencia, el riesgo de pagar un sobreprecio por las adquisiciones podría haberse estimado menor que en el pasado.

Los inversionistas parecían sentirse cómodos con las valoraciones y las perspectivas de resultados en la mayoría de los mercados. La volatilidad implícita en las opciones sobre índices bursátiles continuó en niveles muy bajos. Por ejemplo, la relativa al S&P 500 fluctuó en torno al 12% durante gran parte de 2005 y los primeros meses de 2006, muy próxima a los anteriores mínimos alcanzados en 1995 (véase el Gráfico VI.10). El incremento más significativo de este periodo se produjo a mediados de mayo de 2006, cuando los mercados bursátiles registraron pérdidas acusadas en todo el mundo.

La volatilidad implícita se mantuvo reducida...

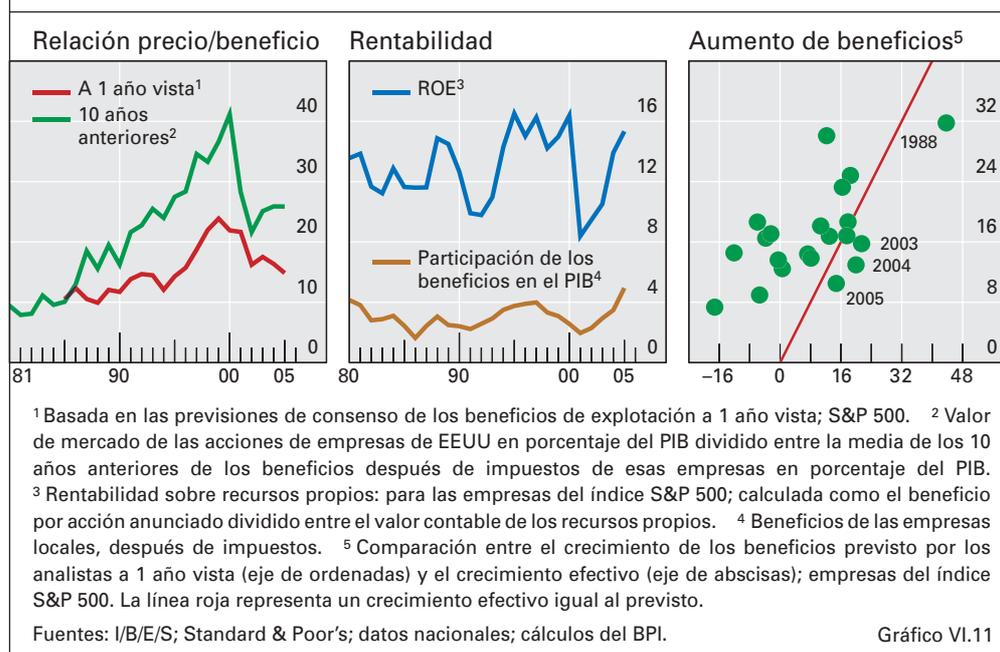
Por supuesto, hubo excepciones. En Japón, las relaciones precio/beneficio crecieron notablemente en el segundo semestre de 2005, de 15 a 19, ante la subida de las cotizaciones. Además, la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice Nikkei creció entre junio y diciembre de 2005 desde aproximadamente el 10% hasta el 25%, lo que sugiere que la incertidumbre sobre la dirección futura de los precios de las acciones aumentó según lo hacían las cotizaciones. En los mercados de Oriente Medio, los ingresos por petróleo de los inversionistas locales impulsaron las valoraciones hasta máximos espectaculares. Pese a la brusca caída de las cotizaciones (en torno al 40% en los cinco primeros meses de 2006) los niveles de PER continuaron por encima de 20 en Arabia Saudita y Dubai.

Al margen de estas excepciones, no está claro si la evidente comodidad de los inversionistas con las perspectivas de rentabilidad bursátil obedeció a una mayor predisposición a asumir riesgo o si reflejaba la percepción de un nivel de riesgo persistentemente bajo, puesto que ambos factores influyen en los indicadores de volatilidad implícita. Durante buena parte del pasado año, las estimaciones de propensión al riesgo en los mercados de renta variable, obtenidas al comparar la distribución de las rentabilidades esperadas implícitas en los precios de las opciones con la distribución de las rentabilidades históricas, fueron relativamente altas. Ahora bien, si la tolerancia de los inversionistas al riesgo incorporado en la renta variable fue elevada, resulta entonces desconcertante la aparente permanencia de las valoraciones en niveles relativamente bajos.

... debido quizás a una mayor preferencia por el riesgo

Una posible respuesta a esta paradoja es que las valoraciones fueron, en realidad, superiores a las que sugieren los múltiplos basados en las previsiones de beneficios a corto plazo. En 2005, la rentabilidad sobre recursos propios y la participación de los beneficios en el PIB se aproximaron a sus máximos históricos, al menos en Estados Unidos (véase el Gráfico VI.11). Si la rentabilidad del sector empresarial volviera a su tendencia de largo plazo, eso significaría que los títulos de renta variable se pagan caros a sus precios actuales. Tomando como referencia la media histórica de los beneficios empresariales de los 10 años anteriores —con el fin de suavizar la variabilidad cíclica—, el múltiplo precio/beneficio de la renta variable estadounidense se encontraba a finales de 2005 muy por encima de su promedio de largo plazo, concretamente en torno a 26, frente a 19 del periodo 1962–2005.

Valoraciones y beneficios de las empresas de EEUU



Los analistas parecen haber sido pesimistas sobre la solidez de los beneficios

Hay indicios de que los analistas son ahora más escépticos sobre la sostenibilidad de los incrementos a corto plazo en la rentabilidad del sector empresarial. El panel derecho del Gráfico VI.11 ilustra la relación entre las estimaciones realizadas por los analistas del crecimiento de los beneficios de explotación previsto en el horizonte de un año y el crecimiento efectivo de los beneficios de las empresas del índice S&P 500 en los últimos 20 años. Tan sólo en cuatro de los últimos 20 años el crecimiento efectivo de los beneficios sobrepasó el crecimiento previsto, y tres de ellos fueron los del periodo 2003–05. Dicho de otro modo, aunque históricamente los analistas han pecado de optimistas sobre la solidez de los beneficios empresariales, a partir de 2003 se han tornado demasiado pesimistas. Si los inversionistas compartieran este pesimismo, se corroborarían las expectativas de que la rentabilidad acabará por volver a su tendencia de largo plazo.

De cara al futuro, parece justificado un cierto escepticismo sobre la solidez de los beneficios, pues la probabilidad de que las empresas obtengan resultados inferiores a los previstos parece mayor en 2006 que en años anteriores. Por ejemplo, las subidas de los tipos de interés y el tensionamiento de los mercados de trabajo podrían mermar el crecimiento de los beneficios, en Estados Unidos y Europa especialmente (véase el Capítulo II). Con todo, la tasa de crecimiento de los beneficios superó de nuevo las expectativas en el primer trimestre de 2006.

Capacidad de recuperación de los mercados de deuda

Pese al ritmo acelerado de adquisiciones apalancadas de empresas y de otras operaciones que favorecen a los accionistas, los diferenciales de los bonos de empresa y de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) permanecieron próximos a sus mínimos históricos en 2005 y comienzos de 2006 (véase el

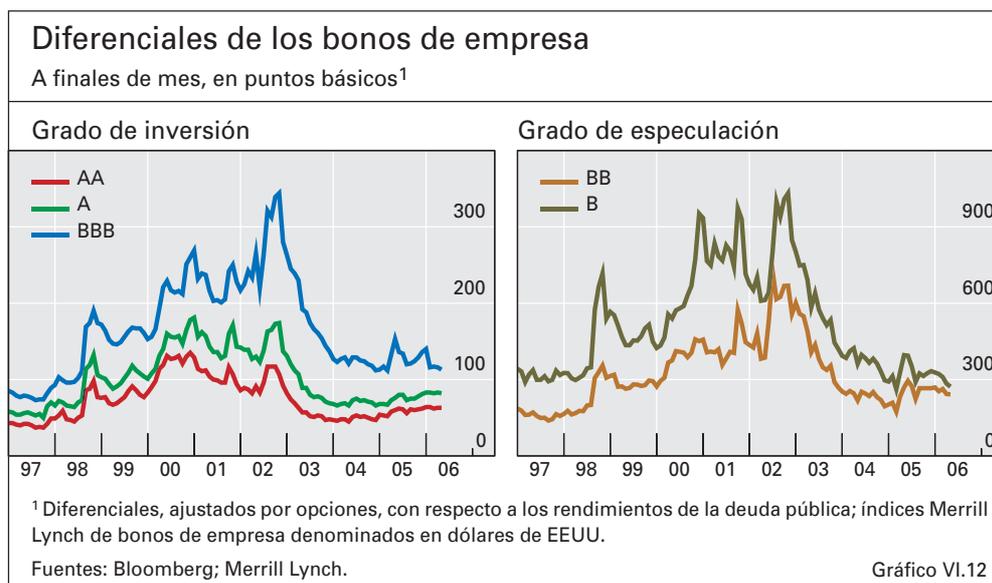
Gráfico VI.12). El prolongado recorrido alcista de los mercados de deuda concluyó en el segundo trimestre de 2005, cuando una serie de anuncios empresariales desfavorables, incluida la rebaja de la calificación crediticia de General Motors y Ford por debajo de la categoría de grado de inversión, desencadenó una moderada oleada de ventas. Si bien los diferenciales de la deuda corporativa nunca llegaron a recuperarse de estas ventas, tampoco se ampliaron de forma descomulgada. Los diferenciales de la deuda corporativa con grado de inversión se ampliaron levemente a finales de 2005 y comienzos de 2006 hasta niveles similares a los observados durante el mencionado episodio de ventas generalizadas. Aun así, a mediados de mayo de 2006, el diferencial de los bonos de empresa con calificación A denominados en dólares estadounidenses se situaba en 83 puntos básicos, sólo 20 puntos básicos por encima de su mínimo cíclico. Mientras tanto, los diferenciales de los bonos de empresa con grado de especulación se encontraban más de 100 puntos básicos por debajo del máximo de mayo de 2005 y tan sólo 40 puntos básicos sobre el mínimo de marzo de 2005.

Leve ampliación de los diferenciales de la deuda con grado de inversión

Algunas empresas tuvieron que afrontar costes de financiación notablemente más altos. Los problemas de los fabricantes estadounidenses de automóviles se acentuaron en 2005, en un entorno de difícil contención de los costes heredados de sus planes de pensiones y seguros de asistencia sanitaria y de la compleja adaptación de sus estrategias de negocio a una competencia creciente. Tras una breve recuperación a mediados de 2005, los diferenciales de Ford y General Motors volvieron a aumentar a finales de año hasta niveles muy superiores a los máximos registrados durante la oleada anterior de ventas. Empresas estadounidenses proveedoras de la industria del automóvil, como Delphi y Dana, también atravesaron por situaciones semejantes, con declaraciones de quiebra incluidas. El resultado fue que casi el 5% de las empresas del sector con calificación crediticia suspendió pagos, un porcentaje superior al de cualquier otra industria.

Dificultades de las empresas automovilísticas

Además, los acreedores reajustaron el precio de la deuda de las empresas objeto de adquisiciones apalancadas y de las compañías forzadas a



reapalancarse. Por ejemplo, los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio de la firma estadounidense de productos forestales Georgia-Pacific aumentaron aproximadamente 250 puntos básicos a mediados de noviembre de 2005 tras una oferta de adquisición a sus accionistas lanzada por otra empresa. Los inversionistas se mostraron especialmente sensibles frente a la posibilidad de reapalancamiento por emisores con grado de inversión, dado que, por definición, la capacidad de éstos para atender el servicio de nueva deuda es relativamente mayor que la de empresas con grado de especulación.

Distintas preferencias por diferentes riesgos

La preferencia de los inversionistas por el riesgo de evento de crédito se redujo...

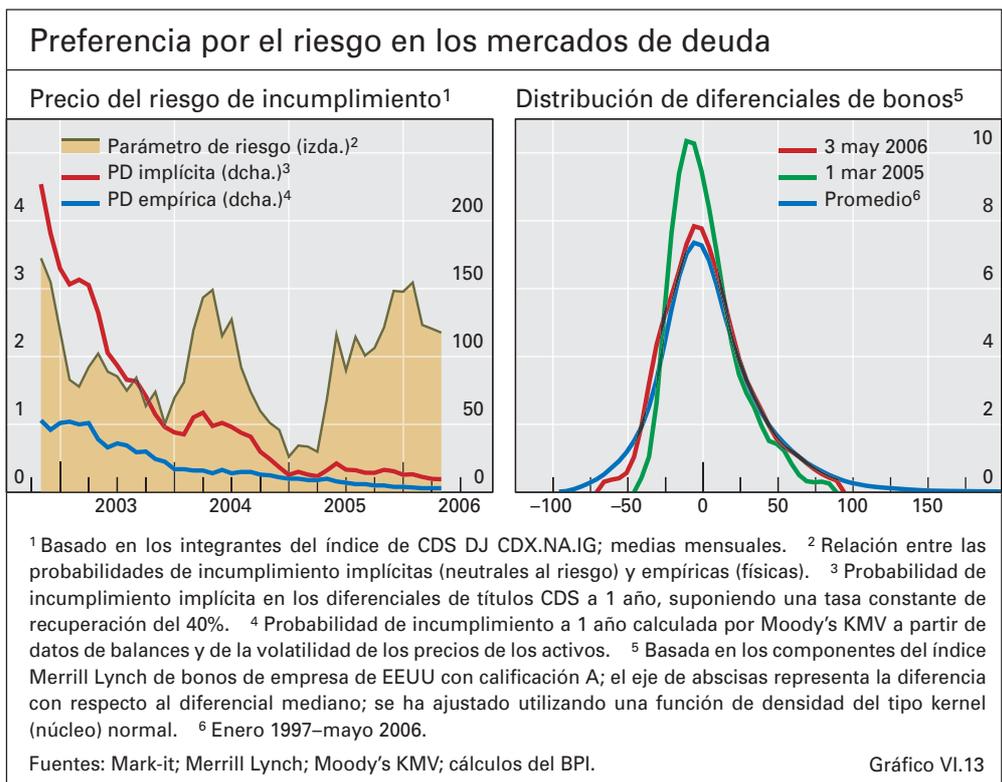
Esta mayor sensibilidad al riesgo de evento de crédito (*credit event risk*) es la que subyace tras la moderada ampliación de los diferenciales de crédito para deuda de emisores con grado de inversión. Los inversionistas mostraron inquietud por cómo afectarían a las distintas sociedades los mayores repartos de dividendos, las recompras de acciones propias, las fusiones y las adquisiciones apalancadas. Pese a ello, no pareció preocuparles el correspondiente impacto de estas operaciones en la solvencia del sector empresarial en su conjunto.

La preferencia de los inversionistas por el riesgo de crédito no parece haberse recuperado del todo después de la agitación sufrida por los mercados de renta fija privada y de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) en el segundo trimestre de 2005. El panel izquierdo del Gráfico VI.13 presenta una estimación de la propensión al riesgo en los mercados de deuda, calculada como la relación entre las probabilidades de incumplimiento implícitas en los diferenciales de crédito y las extraídas de la información subyacente en los balances, para una muestra de empresas con grado de inversión. Este cociente sugiere que la compensación exigida por los inversionistas por asumir riesgo de crédito aumentó notablemente en abril y mayo de 2005 —aunque desde un nivel de partida excepcionalmente bajo—, para mantenerse posteriormente en niveles relativamente elevados.

Las medidas de discriminación en los mercados de renta fija privada muestran una corrección similar. El panel derecho del Gráfico VI.13 ilustra la distribución de los diferenciales de rendimiento de los bonos de empresa con calificación A, donde puede observarse un intenso estrechamiento de los mismos en marzo de 2005, antes del episodio de ventas generalizadas. Desde entonces se han dispersado en cierta medida, de modo que, en abril de 2006, la distribución de diferenciales se aproximaba a su promedio de largo plazo.

... pese a que no varió su preferencia por el riesgo sistemático

En sentido estricto, los indicadores del Gráfico VI.13 combinan dos modalidades de primas de riesgo: la compensación por asumir el riesgo sistemático o de mercado y aquella por tolerar el riesgo de evento de crédito. El primero de estos riesgos depende en gran medida de los cambios en las condiciones macroeconómicas, mientras que el segundo, también conocido como riesgo de salto al incumplimiento (*jump-to-default risk*), refleja la aversión a la incertidumbre sobre el momento en que puede producirse el incumplimiento en posiciones de crédito individuales y sobre la gravedad de las pérdidas en tal caso. En los mercados de



renta variable, los inversionistas no suelen exigir compensación por asumir estos riesgos idiosincrásicos puesto que en una cartera con la diversificación adecuada, la variabilidad de ciertos activos se ve compensada con la de otros. Por el contrario, en los mercados de deuda, las primas por la asunción de riesgos aparentemente específicos de cada empresa parecen explicar una parte significativa de los diferenciales de crédito. Este hecho podría obedecer a que los eventos de una empresa concreta producen efectos de contagio, al señalar un aumento del riesgo de incumplimiento en otras empresas. También podría deberse a la dificultad intrínseca que comporta la diversificación de las carteras de renta fija privada.

Pese a la dificultad de descomponer la prima de riesgo estimada, hay indicios que apuntan a que su incremento en 2005 y comienzos de 2006 probablemente obedeció en mayor medida a una menor tolerancia de los inversionistas al riesgo de evento de crédito que a un cambio en su preferencia por el riesgo sistemático. En primer lugar, indicadores bursátiles como las volatilidades implícitas no sugieren un descenso de esta preferencia (véase anteriormente). En principio, la tolerancia a este riesgo debería ser similar en todas las clases de activos, dado que depende de la evolución del conjunto de la economía.

En segundo lugar, las fluctuaciones de los diferenciales en las distintas categorías de calificación crediticia indican discrepancias en el apetito de los inversionistas por diferentes modalidades de riesgo. Conforme desciende la calidad crediticia de un bono, su rentabilidad se asemeja cada vez más a la de una acción. Por tanto, el riesgo sistemático tiende a explicar una mayor proporción del rendimiento de los bonos de alta rentabilidad que del de los

Los diferenciales de bonos con grado de inversión y los de alta rentabilidad evolucionaron en direcciones opuestas

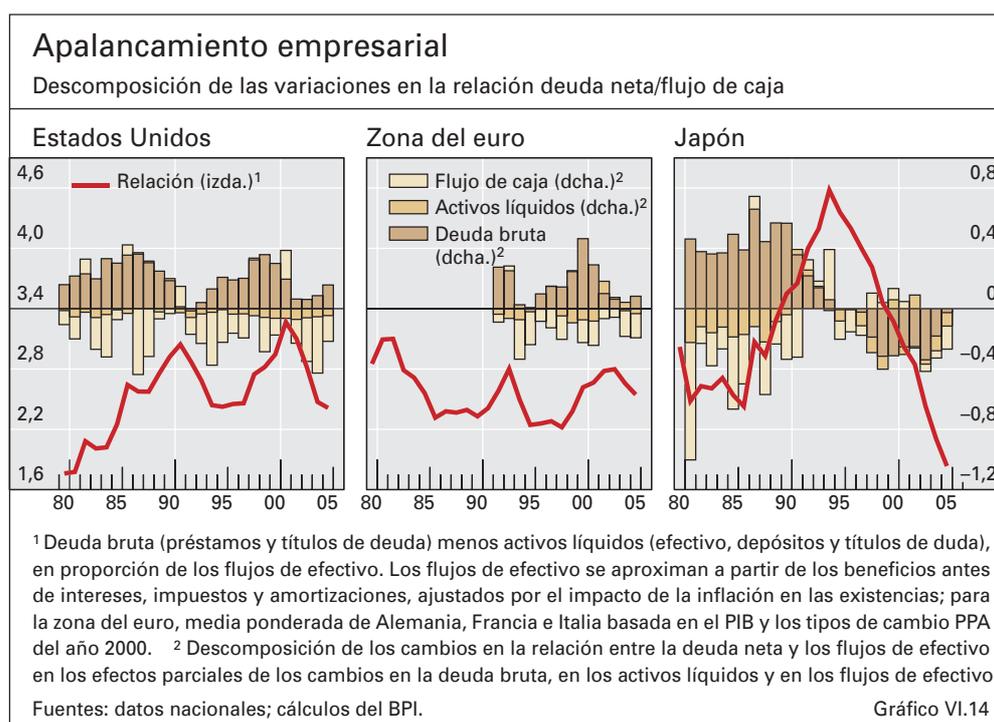
bonos con elevada calificación. Dada la débil preferencia por el riesgo de evento de crédito y el fuerte apetito por el riesgo sistemático, la evolución durante el pasado año de los bonos de empresa con grado de especulación fue más favorable que la de los bonos con grado de inversión. En el primer trimestre de 2006, los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad se estrecharon cerca de 40 puntos básicos, pese a la estabilidad de los diferenciales de la deuda con grado de inversión (véase el Gráfico VI.12). Además, los acreedores han venido ejerciendo una creciente presión sobre las empresas con grado de inversión para que incluyan en sus emisiones de bonos cláusulas de cambio de control accionarial, con el fin de limitar las pérdidas de los tenedores de bonos ante una eventual adquisición apalancada. Al mismo tiempo, los fondos de capital inversión han captado cuantiosos recursos en condiciones favorables destinados a financiar esas adquisiciones (véase el Capítulo VII).

Persistente solidez de los balances empresariales

Las discrepancias en la preferencia de los inversionistas por diferentes modalidades de riesgo refleja, al menos en parte, la solidez de los balances empresariales en la coyuntura actual. El acelerado ritmo de las operaciones favorables a los accionistas frenó en 2005 el proceso de mejora de la calidad crediticia de las empresas, aunque sin invertir su tendencia.

En Estados Unidos, la relación entre la deuda neta y los flujos de caja descendió en 2005 a su nivel más bajo desde mediados de la década de los 90 (véase el Gráfico VI.14), pese al fuerte repunte del endeudamiento de las empresas no financieras, en parte para cubrir sus necesidades de inversión y de capital circulante y también para financiar adquisiciones. Sin embargo, en

Coeficientes de apalancamiento reducidos en EEUU y Japón...



conjunto, la excepcional tasa de crecimiento de los beneficios compensó con creces el endeudamiento adicional. Asimismo, las empresas estadounidenses siguieron acumulando reservas de tesorería, aunque a un ritmo más lento que en años anteriores.

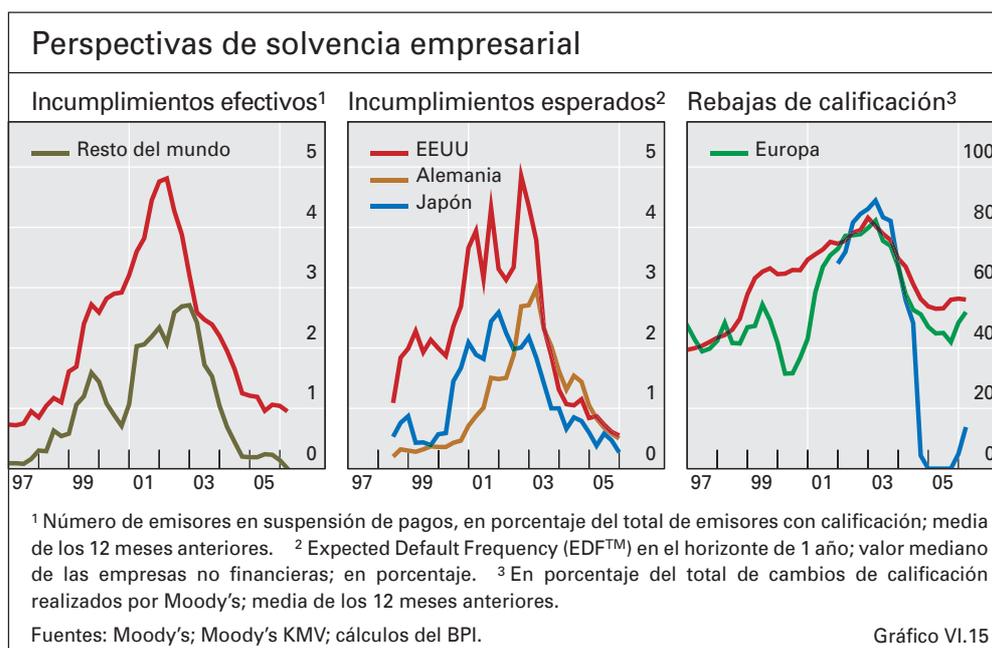
Las empresas de la zona del euro se mostraron más pausadas que las estadounidenses a la hora de reconstruir sus balances, de modo que sus coeficientes de apalancamiento continuaron en 2005 cercanos a sus máximos cíclicos. Con todo, la relación entre deuda neta y flujos de caja se redujo por segundo año consecutivo, merced al crecimiento de los beneficios, como ocurrió en Estados Unidos. Las empresas alemanas en concreto lograron incrementar sus márgenes de beneficios pese al modesto ritmo de crecimiento económico. En cambio, las italianas a duras penas mantuvieron los suyos.

... y algo menos en la zona del euro

En Japón, los coeficientes de apalancamiento descendieron a sus cotas más bajas en más de dos décadas. Al contrario que en años anteriores, cuando la reducción de la deuda fue el factor principal que impulsó a la baja la relación entre deuda neta y flujos de caja, el descenso de 2005 se debió fundamentalmente a una aceleración del crecimiento de los beneficios, basada en los resultados favorables de las empresas orientadas al mercado local ante la recuperación de la demanda interna. La deuda amortizada volvió a superar el nuevo endeudamiento contraído, aunque por el margen más bajo registrado desde mediados de los años 90. Al mismo tiempo, cada vez más empresas optaban por aumentar su gasto de capital o acumular reservas de tesorería, en lugar de amortizar su deuda.

De cara al futuro, cabe señalar la aparición de signos de deterioro de la calidad crediticia de las empresas. Como se mencionó anteriormente, se está produciendo una aceleración del endeudamiento empresarial. Además, el porcentaje de revisiones a la baja de la calificación crediticia de empresas no

Creció el número de rebajas de calificación



financieras respecto al total de revisiones realizadas aumentó paulatinamente en 2005, no sólo en Estados Unidos, sino también en Europa y Japón (véase el Gráfico VI.15).

Con todo, dada la solidez de los balances del sector empresarial en su conjunto, la mayor parte de los agentes del mercado prevé un cambio gradual en el ciclo crediticio. De hecho, en contra de las expectativas de la mayoría de los analistas, las tasas de incumplimiento disminuyeron durante el pasado año. Hasta marzo de 2006, el porcentaje de prestatarios con calificación crediticia que incumplieron obligaciones de pago fue el menor desde mediados de 1997 (véase el Gráfico VI.15). Además, las estimaciones de las tasas de incumplimiento futuras, calculadas por Moody's KMV a partir de información de balances y de la volatilidad del precio de las acciones, permanecieron a comienzos de 2006 próximas a sus mínimos cíclicos.

Vulnerabilidad de los mercados de deuda a reajustes en los precios

Si la inversión del ciclo crediticio se produjese antes de lo previsto, podría provocar un rápido deterioro de las condiciones de financiación del sector empresarial, sobre todo si el ajuste de los actuales desequilibrios macroeconómicos, como el déficit por cuenta corriente estadounidense, se tradujera en menor crecimiento económico (véase el Capítulo II).

Aun manteniéndose la solidez del crecimiento, un ritmo acelerado de reapalancamiento podría menoscabar la calidad crediticia y, por tanto, las condiciones de acceso al crédito. En este sentido, las operaciones de fusión y adquisición de empresas se intensificaron en los primeros meses de 2006, con un aumento de la dimensión y del grado de apalancamiento en las LBO. Por otra parte, tampoco ha quedado claro qué tienen previsto hacer las empresas con los sustanciales volúmenes de tesorería acumulados en los últimos años, si invertir en proyectos rentables o devolverlos a los accionistas.

La evolución del mercado de productos estructurados constituye una vulnerabilidad adicional de las condiciones de acceso al crédito. Los mercados de bonos de titulización hipotecaria y de titulización de activos se encuentran entre los segmentos con mayor volumen de negocio y ritmo de crecimiento de los mercados internacionales de valores. Asimismo, en los últimos años se ha producido una enorme expansión de la gama de productos y técnicas de titulización. Sin embargo, aún se desconoce el comportamiento de muchos de estos nuevos productos en una etapa de recesión económica. Si los inversionistas llegaran a registrar pérdidas superiores a las previstas en estos productos, podría desencadenarse un reajuste de la valoración del riesgo en todos los mercados.

Una fuente de pérdidas inesperadas podrían ser los errores de modelización. La valoración de productos estructurados depende de modelos cuantitativos en mucha mayor medida que la valoración de bonos de empresa. Estos modelos suelen incorporar supuestos para simplificar los cálculos. Aunque las consecuencias de dichos supuestos para las estimaciones de pérdidas esperadas podrían ser benignas en condiciones

Las condiciones de acceso al crédito podrían empeorar por los desequilibrios mundiales...

... un ritmo acelerado de reapalancamiento...

... o la evolución de los mercados de productos financieros estructurados

de mercado favorables, podrían resultar costosas en caso de deteriorarse éstas.

También podrían derivarse pérdidas inesperadas a raíz de deficiencias en la gestión del riesgo. Siendo las pérdidas esperadas similares para bonos de empresa y productos estructurados de idéntica calificación, en el caso de los segundos es más difícil determinar la dimensión y gravedad de las pérdidas. Por ejemplo, la concentración de la exposición al riesgo puede afectar significativamente a la distribución de los posibles retornos de los productos estructurados. Las calificaciones crediticias no reflejan la distribución completa, de modo que un exceso de confianza en las valoraciones de las agencias de calificación podría llevar a los tenedores de productos crediticios estructurados a subestimar su verdadera exposición al riesgo. Las calificaciones de estos instrumentos suelen cambiar con menor frecuencia que las de los valores emitidos por empresas, pero cuando se revisan a la baja, lo hacen en mayor medida. De acuerdo con Moody's, la magnitud media de las rebajas de calificación de los instrumentos de financiación estructurada fue de casi cuatro escalones durante el periodo 1984–2004, frente a menos de dos en el caso de los valores emitidos por empresas.

Considérese el mercado estadounidense de bonos de titulización hipotecaria (MBS) como ilustración de las vulnerabilidades que comportan los productos estructurados. Se trata del mayor mercado de deuda del mundo, con activos en circulación por importe cercano a 6 billones de dólares a finales de 2005, lo que representa casi el 50% del PIB de Estados Unidos. En los últimos años su crecimiento ha estado impulsado por la titulización de préstamos hipotecarios concedidos a prestatarios que no se consideran de primera clase; en 2005, en torno al 40% de las emisiones de MBS estaban respaldadas por esos préstamos, frente al 10% de finales de los años 90. La valoración de los conjuntos (*pools*) de hipotecas suele basarse en el promedio de puntuación crediticia (es decir, la calificación) de los créditos subyacentes. Debido a la relación no lineal que existe entre las tasas de incumplimiento y las puntuaciones crediticias, la probabilidad de incumplimiento asociada al promedio de puntuación crediticia tiende a subestimar la probabilidad media de incumplimiento calculada a partir de la distribución de puntuaciones total. No es probable que las pérdidas por dicha subestimación tengan importancia mientras los mercados de la vivienda sean pujantes, pero podrían incrementarse bruscamente en condiciones de mayor debilidad de estos mercados. En consecuencia, los inversionistas en MBS podrían verse expuestos a pérdidas superiores a las que habían anticipado.

Además, aunque en el pasado el riesgo de amortización anticipada implícito en los MBS estadounidenses ha dependido básicamente de las variaciones de los tipos de interés, ese mismo riesgo incorporado en los préstamos hipotecarios concedidos a cada vez más clases de prestatarios se ha tornado más sensible a los cambios en la puntuación crediticia del prestatario y a las variaciones de los precios de la vivienda. Por ejemplo, conforme se encarece la vivienda, disminuye la relación préstamo-valor, de modo que un prestatario podría optar por la refinanciación para beneficiarse

Los cambios en la estructura de los mercados de MBS en EEUU...

... complican la gestión del riesgo

de costes hipotecarios más bajos. Esta posibilidad complica la evaluación y gestión de los riesgos que asumen los tenedores de MBS.

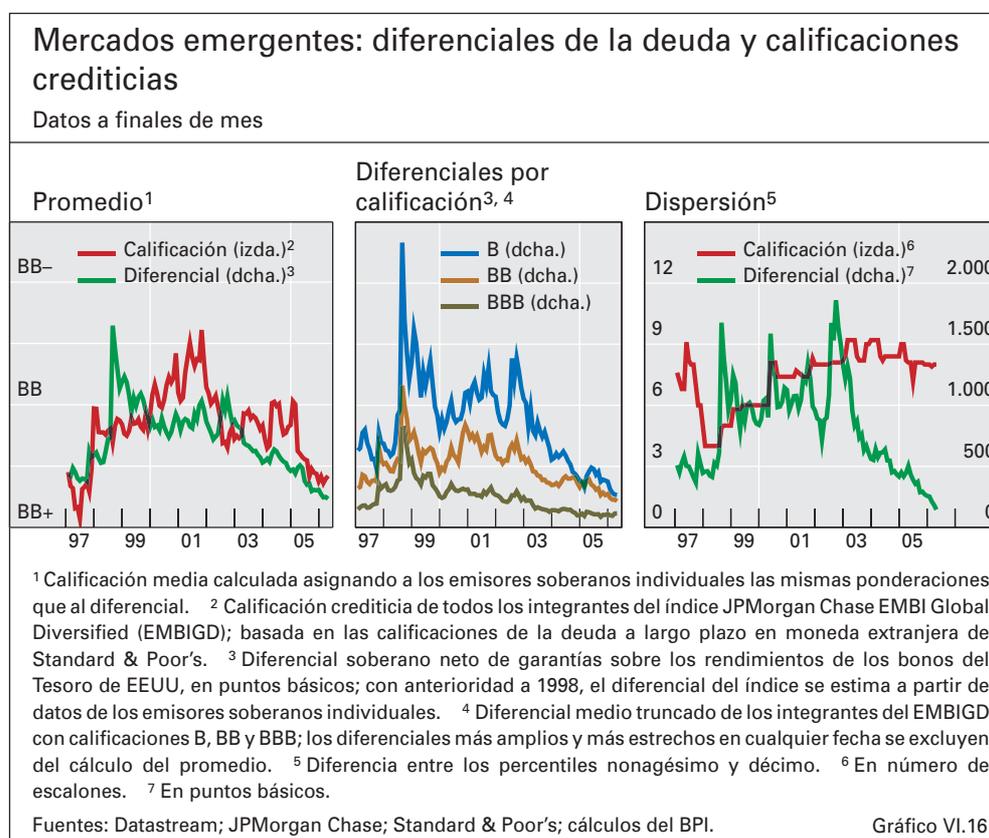
Diferenciales de los mercados emergentes en mínimos históricos

Los precios de los activos en los distintos mercados emergentes registraron subidas impresionantes en 2005 y los primeros meses de 2006, pese al endurecimiento de las condiciones monetarias en algunos de los principales países desarrollados. El auge iniciado a mediados de año estrechó los diferenciales de la deuda soberana hasta mínimos históricos —incluso por debajo de los alcanzados en 1997, antes de la crisis financiera asiática—, concentrándose este efecto en los bonos de máxima rentabilidad y dando continuidad a la tendencia observada en los últimos años.

El entusiasmo de los inversionistas por los activos de mercados emergentes obedeció en parte a la aparente solidez de sus variables fundamentales. Las mejoras en los últimos años de las posiciones externas, los sistemas financieros y las políticas fiscales y monetarias en muchas economías de mercado emergentes han contribuido a aumentar su capacidad de reacción ante perturbaciones, reduciendo así los riesgos asociados a las inversiones en esos mercados (véase el Capítulo III). De hecho, la cifra de revisiones al alza de calificaciones de bonos soberanos por Moody's triplicó en 2005 la de sus revisiones a la baja.

Al mismo tiempo, los diferenciales de los bonos de mercados emergentes medidos a partir de las calificaciones crediticias de la deuda soberana

Los reducidos diferenciales reflejan la mejora de las variables fundamentales...

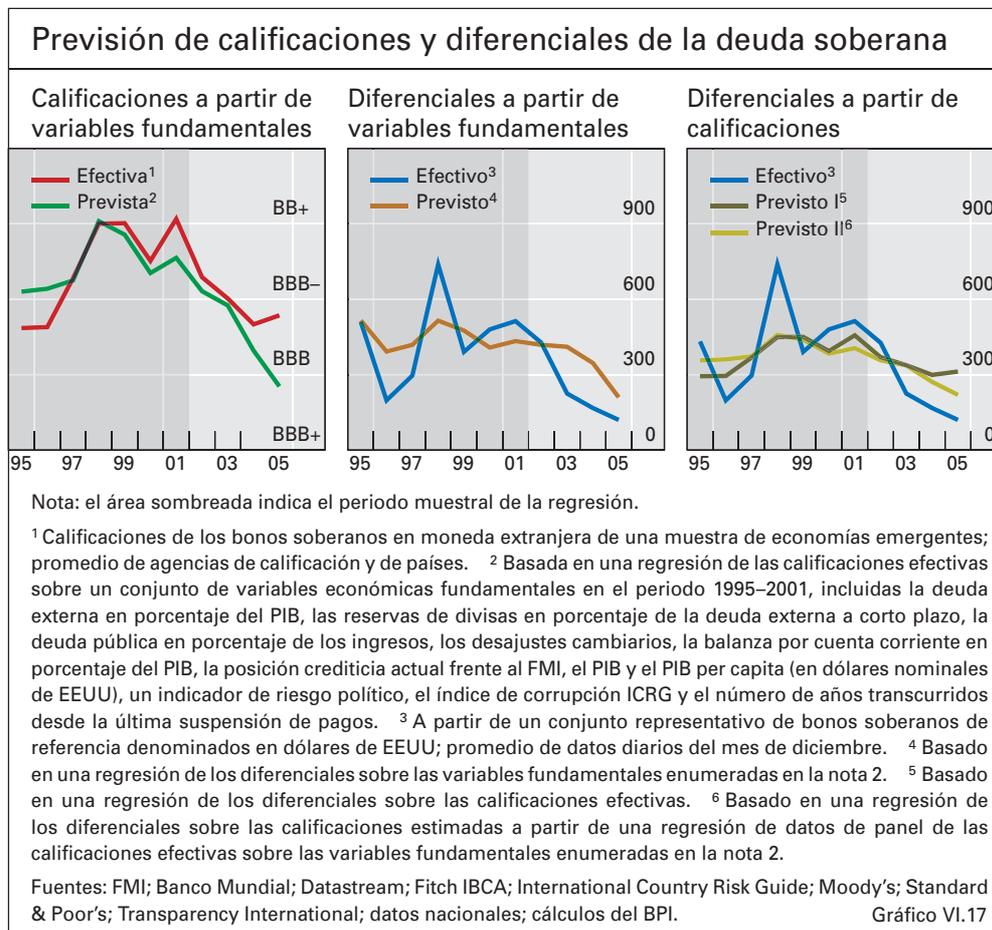


parecen ser algo inferiores a lo sugerido por sus variables fundamentales. El índice EMBI Global Diversified de JPMorgan Chase para diferenciales soberanos cayó en marzo y abril de 2006 por debajo de los 200 puntos básicos, hasta 100 puntos básicos por debajo del anterior récord mínimo de mediados de 1997, antes de ampliarse ligeramente en mayo. Aun así, la calidad crediticia de los bonos soberanos, medida por las calificaciones crediticias, no llegó a ser tan alta como en 1997, pese a la significativa mejora registrada a partir de 2001. Dentro incluso de cada categoría de calificación, los diferenciales se estrecharon a comienzos de 2006 por debajo de sus anteriores mínimos de 1997 (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico VI.16).

... y la preferencia de los inversionistas por el riesgo

La dispersión de los diferenciales respecto a las calificaciones sugiere asimismo que la demanda de activos de mercados emergentes podría estar induciendo a invertir de forma menos selectiva que en el pasado reciente. Así, mientras que a comienzos de 2006 los diferenciales soberanos se comprimieron más que nunca, las calificaciones de la deuda soberana mantuvieron un notable grado de dispersión, lo que indicaría que la distribución de diferenciales no lograba captar las sustanciales diferencias en la solvencia de los prestatarios incluidos en el índice (véase el panel derecho del Gráfico VI.16).

Un análisis alternativo de las discrepancias de la media y la variación de las calificaciones respecto a los diferenciales sugiere que tales discrepancias



Los cambios metodológicos introducidos por las agencias de calificación...

no son más que un mero reflejo de cambios en los criterios utilizados por las agencias para asignar sus calificaciones. Desde la crisis financiera asiática, parece que las agencias de calificación prestan más atención al riesgo de liquidez y a la solidez de los sistemas financieros, lo que podría haberles llevado a introducir mayor rigor en la asignación de calificaciones. De ser cierto, la divergencia entre calificaciones y diferenciales no significa necesariamente que la valoración que el mercado hace de las variables fundamentales de las economías emergentes sea más optimista que en el pasado.

Los datos estadísticos indican que el rigor de los criterios de calificación podría haber aumentado en la práctica. El Gráfico VI.17 ilustra las calificaciones medias efectivas y estimadas a partir de una regresión de panel de las calificaciones soberanas sobre un conjunto de variables económicas para una muestra relativamente amplia de economías de mercado emergentes. El modelo predice con bastante precisión las calificaciones medias de la deuda soberana denominada en moneda extranjera en el periodo 1995–2001. Sin embargo, las calificaciones estimadas para el periodo muestral de validación, 2002–05, tienden a ser mayores que el promedio de calificaciones efectivas en ese mismo periodo. Para el conjunto de países de la muestra, el modelo sugiere que en 2005 la calificación media de la deuda soberana denominada en moneda extranjera se habría acercado a BBB, es decir, aproximadamente un escalón por encima del promedio efectivo, más próximo a BBB–. Sin embargo, los resultados del modelo pierden nitidez con especificaciones distintas. Por ejemplo, si se excluyen de la regresión los países que mantuvieron una calificación de grado de inversión a lo largo de todo el periodo 1995–2005, la diferencia entre las calificaciones efectivas y estimadas deja de ser evidente.

... podrían encubrir la mejora de las variables fundamentales

Aun aceptando el endurecimiento de los criterios de calificación, el mayor rigor introducido sería insuficiente para explicar la totalidad de la compresión de diferenciales. El panel central del Gráfico VI.17 relaciona directamente los diferenciales con las variables fundamentales, soslayando las calificaciones. Los diferenciales previstos para el periodo 2002–05 son superiores —en torno a 90 puntos básicos a finales de 2005— a los diferenciales medios efectivos para el conjunto de países de la muestra. Con todo, conforme ilustra el panel derecho de ese gráfico, los cambios en los criterios utilizados por las agencias de calificación explican, como máximo, alrededor de la mitad de esa cifra.

En general, las comparaciones temporales de los diferenciales de los mercados emergentes, junto con las comparaciones entre éstos y las calificaciones crediticias, sugieren que tanto una mejora de las variables fundamentales —superior quizás a la reflejada en las calificaciones soberanas— como un aumento de la tolerancia de los inversionistas al riesgo han contribuido a situar los diferenciales en sus reducidos niveles actuales. El estrechamiento de los diferenciales a comienzos de 2006 más allá de los niveles indicados por las variables económicas fundamentales sugiere que los mercados emergentes se están tornando más vulnerables a un reajuste de los precios.