

1. Presentación general: perspectivas de subidas de los tipos de interés sacuden los mercados

Las perspectivas de una posible subida adelantada de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos desencadenaron una oleada de ventas en los mercados financieros mundiales entre abril y principios de mayo. Los agentes económicos de todo el mundo reaccionaron de forma inusitadamente enérgica frente a algunas noticias macroeconómicas procedentes de Estados Unidos, lo que condujo a pérdidas en los mercados bursátiles así como en los de deuda pública y en mercados emergentes.

Si bien la mayoría de los mercados cayeron, algunos lo hicieron más que otros, y mercados que antes habían evolucionado muy a la par, dieron muestras de desacople. Los rendimientos de los bonos estadounidenses aumentaron de forma más acentuada con respecto a otros mercados principales, desligándose en especial de los rendimientos en euros. Los diferenciales de los bonos de mercados emergentes se ampliaron mucho más que los de la deuda empresarial de alto rendimiento, debido en parte a la mayor influencia de las operaciones especulativas de *carry trades* en los mercados de deuda emergentes. Las bolsas asiáticas perdieron más que las de otras regiones, ante el creciente temor a una posible desaceleración del crecimiento económico en China.

Pese a la magnitud de la oleada de ventas, los mercados mantuvieron la calma. Ha habido pocos indicios de que las bruscas oscilaciones de los precios hubieran puesto a emisores o inversionistas en dificultades financieras inmediatas, aunque los que están más expuestos a una subida de tipos de interés aún podrían verse en apuros en los próximos meses.

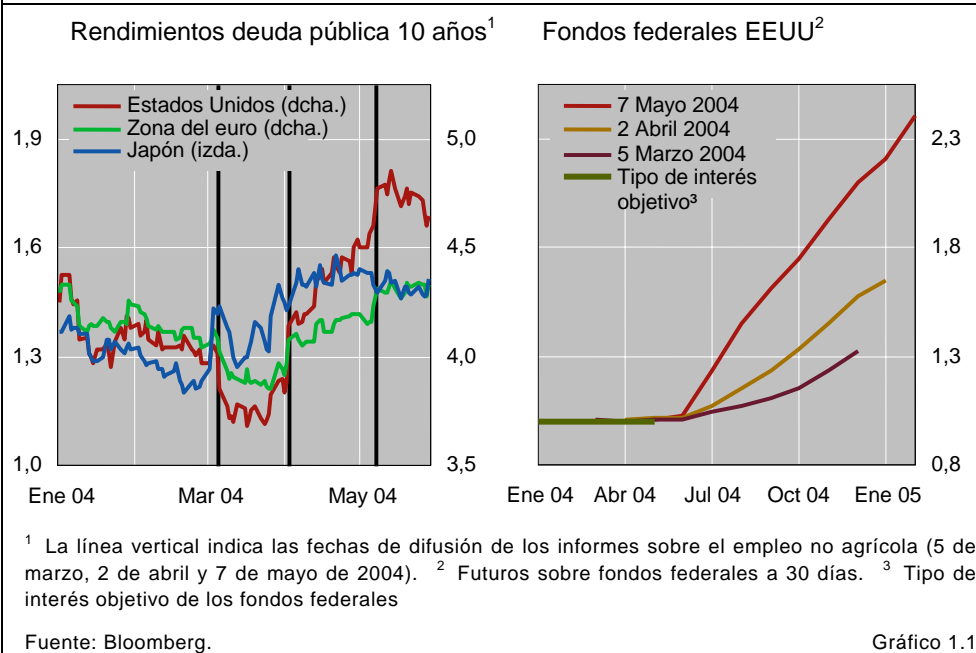
Los rendimientos en EEUU ya incorporan subidas de los tipos de interés oficiales

Aumentaron los rendimientos juto a las expectativas de endurecimiento monetario en EEUU

Los rendimientos de los bonos aumentaron desde principios de marzo hasta mayo en las principales economías, especialmente en Estados Unidos. Entre mediados de marzo y mediados de mayo, la rentabilidad de las letras del Tesoro de Estados Unidos a 10 años subieron en más de 100 puntos básicos, hasta alcanzar el 4,80%, un nivel desconocido desde mediados de 2002. Esta subida fue algo mayor para los vencimientos a medio plazo, ante el cambio de

Rendimientos de la deuda pública y tipos de interés de los fondos federales en EEUU

En porcentaje



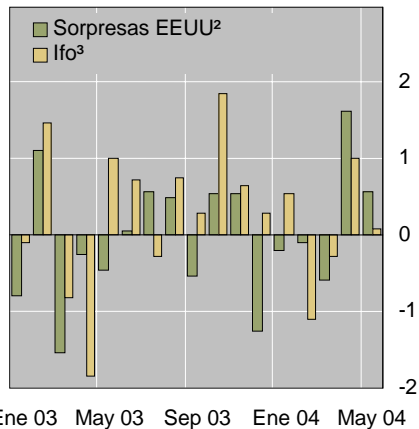
expectativas sobre cuándo y en qué medida endurecería la Reserva Federal su política monetaria. Los mercados se vieron agitados principalmente por los anuncios de las cifras de empleo dados a conocer el 2 de abril y el 7 de mayo y que indicaban un crecimiento del empleo no agrícola superior a lo esperado, lo que desató subidas diarias de la rentabilidad de los bonos en más de 20 puntos básicos (véase el Gráfico 1.1). También impactaron en los bonos los síntomas de fuerte consumo en Estados Unidos, al igual que lo hizo la declaración realizada tras la reunión del 4 de mayo del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos, en el que se daba a entender que podría mostrarse menos paciente a la hora de decidirse a subir los tipos de interés. Hacia finales de mayo, las curvas a plazo ajustadas por las primas de vencimiento indicaban que los agentes económicos anticipaban un endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal para junio de 2004, que incluiría una subida de sus tipos de interés oficiales en más de 250 puntos básicos durante los siguientes dos años.

En algunos aspectos, los recientes descensos de los mercados de bonos se asemejaron a la oleada de ventas de títulos de renta fija observada a escala mundial durante el verano de 2003. En concreto, en ambos episodios, los rendimientos de los títulos del Tesoro a largo plazo crecieron más de 100 puntos básicos en menos de dos meses. Igualmente, en ambos casos los inversionistas intentaron compensar la mayor duración de los bonos de titulización hipotecaria (MBS) vendiendo otros valores de renta fija a largo plazo, lo que parece haber aumentado aún más los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

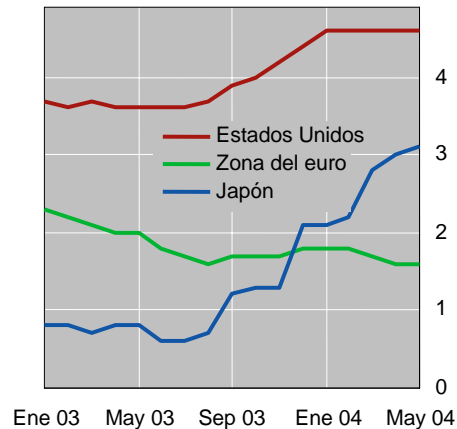
Oleada de ventas en el mercado de deuda similar a la de 2003 ...

Datos macroeconómicos y previsiones de crecimiento

Sorpresas macroeconómicas¹



Previsiones de crecimiento para 2004⁴



¹ Cifras normalizadas, basadas en la diferencia entre las cifras reales y las previsiones de consenso. Las observaciones se sitúan en el mes el que se dieron a conocer las cifras obtenidas. ² Media ponderada de las sorpresas normalizadas de la encuesta ISM, los datos sobre la tasa de empleo no agrícola, las ventas al por menor, así como los anuncios sobre precios industriales y precios de consumo. ³ La encuesta alemana Ifo es un índice sobre el clima empresarial realizado por el Institut für Wirtschaftsforschung a partir de las respuestas de los encuestados. ⁴ Variaciones porcentuales con respecto al año anterior. Previsiones publicadas mensualmente por Consensus Economics. Las observaciones se sitúan a finales de mes en el que se realizó la previsión.

Fuentes: Bloomberg; © Consensus Economics; cálculos del BPI.

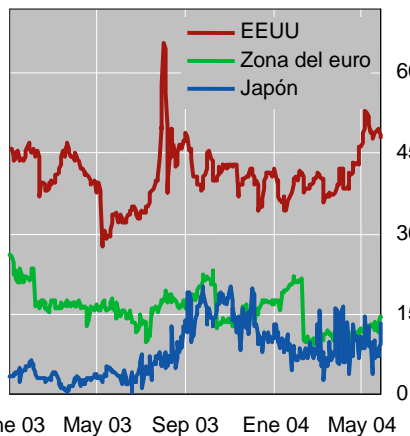
Gráfico 1.2

... pero esta vez dirigida más por la coyuntura laboral

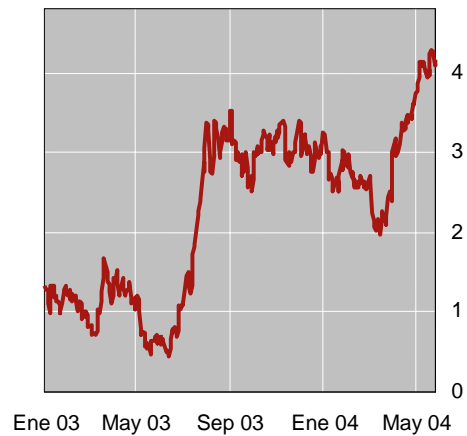
Con todo, se han percibido algunas diferencias significativas. En primer lugar, los últimos aumentos de rentabilidad en Estados Unidos fueron ante todo el resultado de unos datos macroeconómicos positivos, especialmente en el mercado de trabajo (véase el Gráfico 1.2). La Reserva Federal había dejado muy claro que esperaba hasta que mejorara la coyuntura laboral antes de

Mercados de swaps e hipotecarios

Diferencial swap a 5 años¹



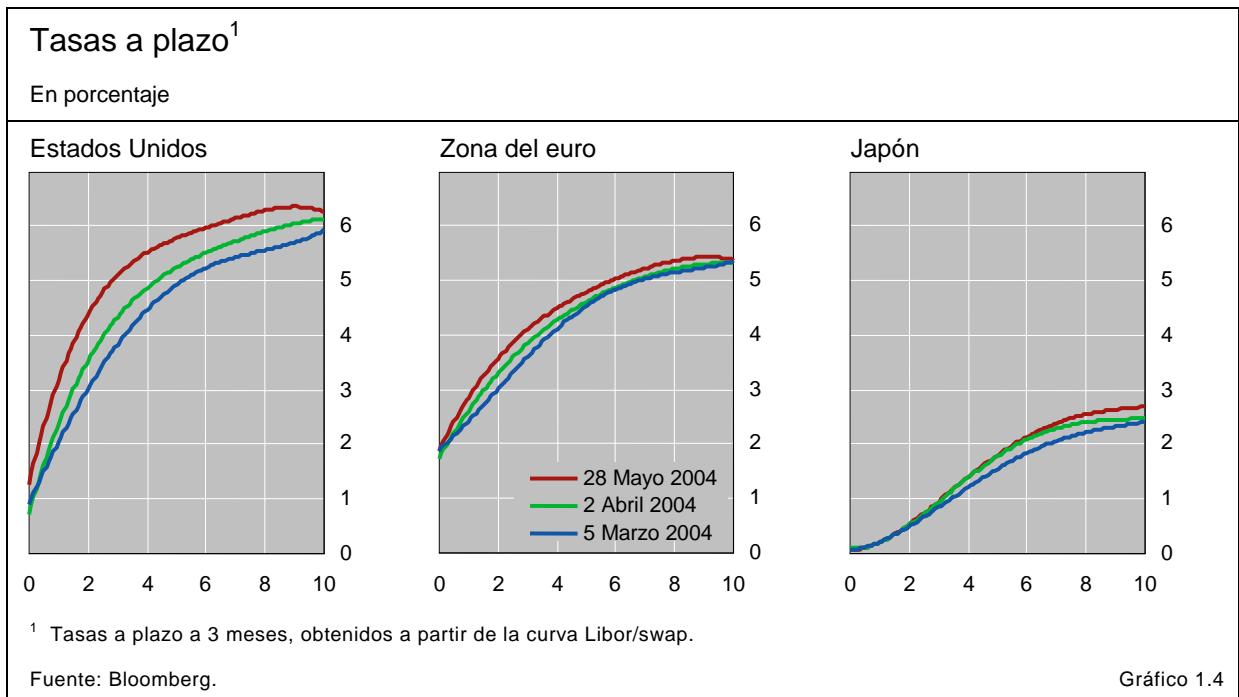
Duración de MBS²



¹ Diferencial entre los rendimientos de los swaps sobre tipos de interés a 5 años y los títulos del Estado a 5 años. ² Duración modificada ajustada del índice Lehman Brothers MBS (*mortgage-backed securities*) sobre renta fija.

Fuentes: Bloomberg; Lehman Brothers.

Graph 1.3



subir sus tipos de interés, por lo que los mercados de deuda se apresuraron a incorporar las expectativas de endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos en cuanto se dieron a conocer los buenos resultados laborales. En cambio, durante el verano boreal de 2003, los mayores rendimientos registrados se debieron más bien a cambios de percepción en cuanto a la probabilidad de que la Reserva Federal utilizara instrumentos monetarios menos convencionales (como por ejemplo la compra de bonos a gran escala) para reaccionar ante el riesgo de deflación.

Una segunda diferencia radica en que el impacto de la cobertura de los MBS en el episodio actual parece haber sido menos pronunciado que en el anterior. Por ejemplo, en el mercado de *swaps*, donde el efecto de la amortización anticipada es mayor, los diferenciales se ampliaron unos 10 puntos básicos desde finales de abril, una oscilación mucho más limitada y gradual que el repunte del verano anterior (véase el Gráfico 1.3). En dicha ocasión, un deterioro de la liquidez en los mercados de *swaps* indujo a la venta de MBS y títulos de agencias, mientras que en el periodo actual no se han percibido desórdenes en los mercados.

Una tercera diferencia es que el episodio actual de ventas generalizadas de renta fija ha sido mucho menos marcado en los mercados de deuda tradicionales fuera de Estados Unidos de lo que fue el episodio anterior. En la zona del euro, la rentabilidad del bono del Tesoro alemán creció en menos de la mitad de lo que lo había hecho el verano anterior (véase el Gráfico 1.4), a pesar de que el mercado había empezado a considerar menos probable un recorte de tipos de interés por parte del BCE tras la reunión de su Consejo de Gobierno el 1 de abril. No sólo se desligaron los tipos de interés del bono alemán de los del dólar en términos absolutos, sino que también disminuyó considerablemente la correlación extraordinariamente alta que habían mantenido sus evoluciones semanales entre finales de 2003 y principios de

La oleada de ventas es menos pronunciada en la zona del euro ...

2004. Es probable que este desacople reflejara el creciente consenso en cuanto a la menor solidez de las variables fundamentales macroeconómicas en la zona del euro, como indican las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento para el área (véase el Gráfico 1.2).

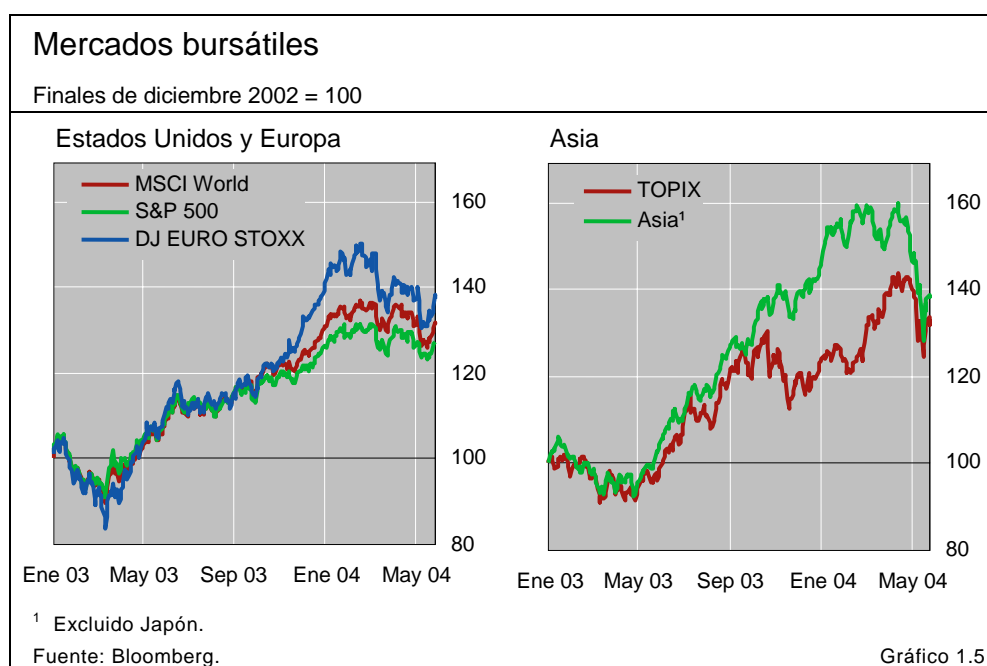
... y la rentabilidad japonesa prácticamente no varía en el tramo corto

Del mismo modo, aunque los rendimientos japoneses crecieron ligeramente durante el periodo examinado, lo hicieron de forma mucho más contenida que en Estados Unidos. De hecho, las correlaciones ya de por sí tenues entre las oscilaciones semanales de los rendimientos de los bonos japoneses y los del dólar o el *Bund* se redujeron todavía más. En concreto, la pronunciada caída de las cotizaciones bursátiles japonesas desde finales de abril acrecentó la demanda de deuda pública de Japón entre los inversionistas de aquel país. Los rendimientos de los bonos también se vieron afectados por las preocupaciones acerca de una posible desaceleración del crecimiento en China, cuyas importaciones a Japón habían contribuido enormemente al crecimiento nipón durante el año anterior. Con relación a los mercados europeos y estadounidenses, la rentabilidad de los títulos japoneses permaneció anclada en el tramo corto de la curva de rendimientos (véase el Gráfico 1.4), probablemente a causa de diversas declaraciones del Banco de Japón en las que indicaba que la probabilidad de volver a registrarse inflación a corto plazo (y por extensión, el fin de su política acomodaticia cuantitativa) todavía era remota.

Las pérdidas en las bolsas deslucen los anuncios positivos sobre beneficios

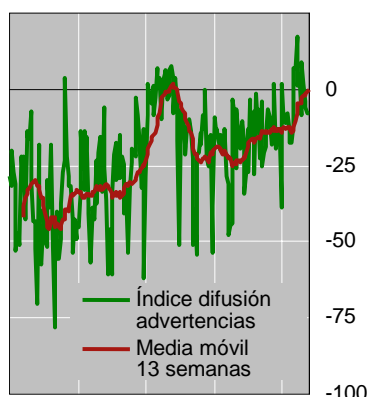
Las bolsas se desploman a pesar de los anuncios positivos sobre beneficios ...

A pesar de que los aumentos de rentabilidad de los títulos del Estado se debieron fundamentalmente al fortalecimiento de la economía estadounidense, los mercados bursátiles registraron pérdidas en las principales economías (véase el Gráfico 1.5), aun cuando seguían mejorando los anuncios sobre

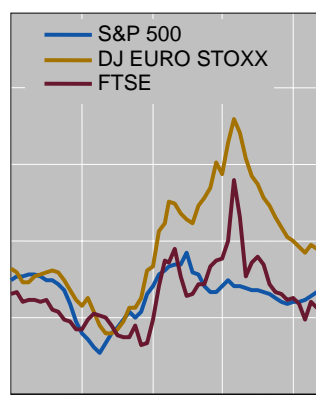


Beneficios y valoraciones

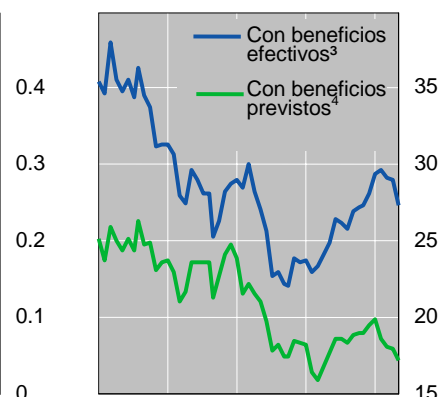
Advertencias sobre resultados en EEUU¹



Aumento esperado de los beneficios²



Relación precio/beneficios EEUU



¹ Diferencia entre los anuncios de resultados positivos y los negativos de empresas con respecto a sus beneficios previstos, en porcentaje de todos los anuncios. ² A partir de las estimaciones de los analistas, expresado como el logaritmo de los beneficios esperados para los próximos 12 meses sobre los beneficios obtenidos en los 12 meses anteriores. ³ Media quinquenal de los beneficios efectivos. ⁴ Media de los beneficios previstos a un año.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; I/B/E/S; cálculos del BPI.

Gráfico 1.6

beneficios (véase el Gráfico 1.6). Así pues, aunque más del 70% de las empresas incluidas en el índice S&P 500 anunciaron durante el primer trimestre beneficios superiores a lo esperado y los índices de difusión de las advertencias sobre beneficios siguieron reduciéndose, el S&P 500 y el DJ EURO STOXX se contrajeron un 4% y 3% respectivamente entre principios de marzo y finales de mayo.

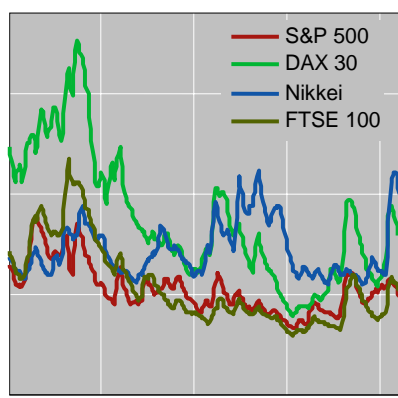
Al aumentar la inquietud acerca de una subida de tipos de interés oficiales los anuncios sobre resultados inesperadamente positivos quedaron en un segundo plano, si bien los agentes económicos parecen no haberlos ignorado del todo. Por ejemplo, los resultados positivos anunciados por eBay y Qualcomm el 21 de abril condujeron a grandes ganancias a los principales índices bursátiles de Estados Unidos. Pese a todo, los cambios de expectativas en cuanto a la política monetaria desempeñaron un papel fundamental. Así, a lo largo de toda la semana comprendida entre el 19 y el 23 de abril, los índices bursátiles no se movieron, a causa de la comparecencia ante el Congreso del Presidente del Consejo de la Reserva Federal Alan Greenspan que se interpretó como un indicio de que se consolidaba la posibilidad de una subida de tipos de interés.

... ante la inquietud por tipos de interés más altos ...

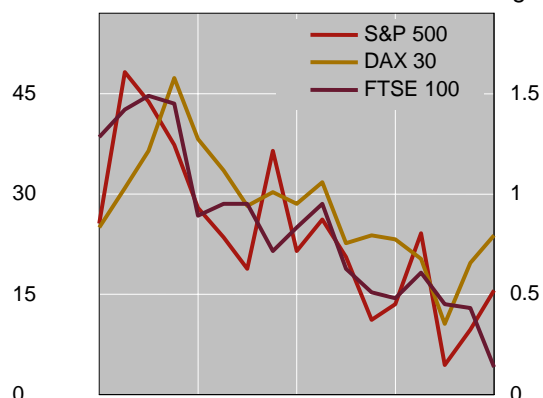
Este patrón de comportamiento, que se repitió en numerosas ocasiones durante el periodo, quedó especialmente de manifiesto desde la perspectiva diaria. Por ejemplo, los principales índices bursátiles de Estados Unidos cayeron con fuerza el 13 de abril, a pesar de los resultados positivos anunciados por Merrill Lynch y Johnson & Johnson; fue ese mismo día cuando se conocieron los datos sobre ventas al por menor superiores a lo esperado, que llevaron a los mercados a adelantar el momento en el que la Reserva Federal endurecería su política. Asimismo, las bolsas estadounidenses

Volatilidad y aversión al riesgo en los mercados bursátiles

Volatilidad condicional¹



Cálculos del BPI sobre aversión al riesgo²



Ene 03 May 03 Sep 03 Ene 04 May 04

Ene 03 May 03 Sep 03 Ene 04 May 04

¹ Volatilidades condicionales de los rendimientos diarios a partir de un modelo asimétrico GARCH(1,1). ² Diferencia entre la distribución de rendimientos implícita en las opciones con precio de ejercicio variable y la distribución basada en los rendimientos efectivos calculados a partir de datos históricos. Para saber más, véase el *Informe Trimestral del BPI* de marzo de 2004.

Fuentes: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; London International Financial Futures and Options Exchange; cálculos del BPI

Gráfico 1.7

registraron importantes pérdidas el 7 de mayo, tras el anuncio de unas cifras de empleo mejores de lo inicialmente anticipado, a pesar de que la confirmación de la ansiada recuperación en el mercado de trabajo podría obviamente disparar las rentas de los hogares y el ánimo de los consumidores, así como los tipos de interés.

... y una mayor
aversión al riesgo

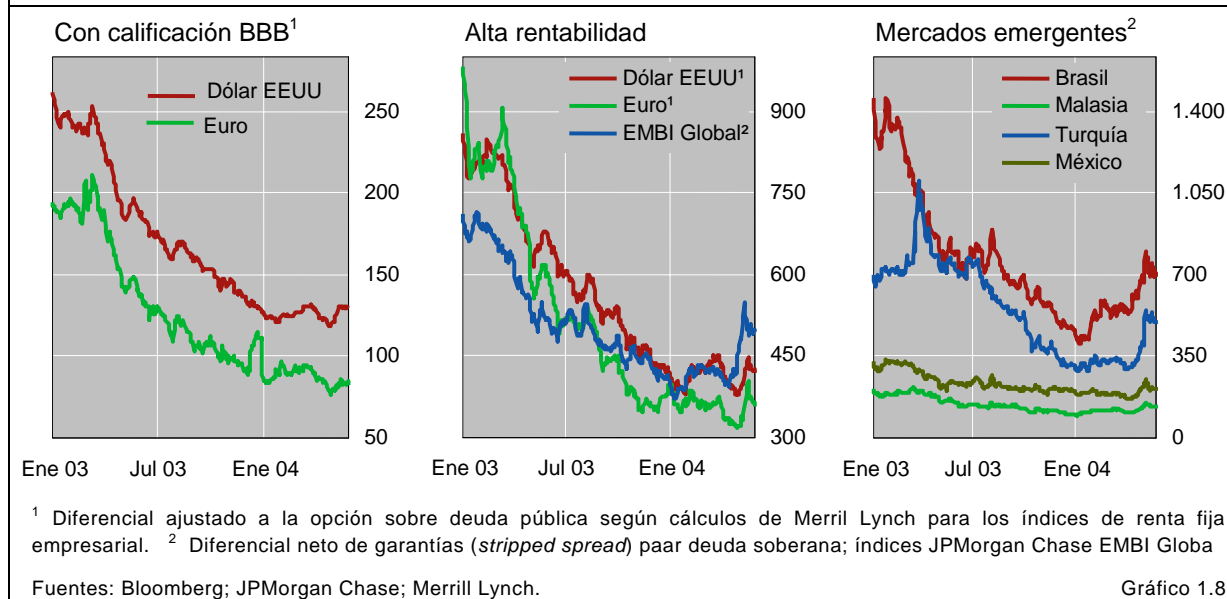
Durante el periodo examinado, también pareció pesar en las plazas bursátiles un retroceso parcial del aumento del apetito por el riesgo que se había venido registrando desde largo entre los inversionistas en renta variable (véase el Gráfico 1.7) Esta mayor aversión al riesgo fue especialmente manifiesta en Europa continental, donde, tras una marcada caída de las cotizaciones y un repunte de las volatilidades condicionales tras los atentados del 11 de marzo en Madrid, la aversión al riesgo para el DAX medida por el BPI aumentó de forma significativa. Lo mismo indica la medición de mercado realizada para la renta variable estadounidense desde marzo.

La oleada de
ventas es más
pronunciada en
Asia

A partir de mediados de abril, las ventas generalizadas en las bolsas de Japón y otros países asiáticos fueron sin duda las más pronunciadas. El TOPIX cedió un 6%, mientras que otros índices más amplios para Asia (excluido Japón) lo hicieron en un 11%. El mercado japonés se mostró especialmente volátil en mayo, registrando durante las primeras semanas la cuarta mayor oscilación de cotizaciones en una sola jornada desde marzo (el 10 de mayo se produjo la mayor pérdida desde los atentados del 11 de septiembre de 2001). Al parecer, mucho influyó la inquietud acerca de una posible desaceleración económica en la China continental, uno de los principales motores de crecimiento de la región, en especial tras las medidas anunciadas por el Gobierno chino para contener la expansión del crédito. También tuvieron mucho que ver el encarecimiento del petróleo y unas señales

Diferenciales de rendimiento

Diferenciales sobre los rendimientos de los títulos del Estado; en puntos básico



macroeconómicas cada vez más dispares con respecto a la recuperación japonesa. Por ejemplo, el anuncio del 13 de mayo del número de pedidos de maquinaria muy inferior a lo anticipado produjo una caída del 2% del índice Nikkei 225.

El auge en los mercados de deuda pierde brío

La perspectiva de una subida adelantada de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos puso fin al prolongado periodo de subidas en los mercados de deuda. A comienzos de 2004, la tendencia a la baja de los diferenciales de los bonos corporativos y de mercados emergentes, patente desde mediados de octubre de 2002, perdió fuerza, cambiando incluso de rumbo en el caso de los prestatarios de mercados emergentes.

Los diferenciales de la deuda privada se movieron dentro de un intervalo relativamente estrecho durante los cinco primeros meses de 2004, fluctuando para los prestatarios con calificación BBB entre 120 y 135 puntos básicos en el mercado de dólares (véase el Gráfico 1.8). Como ocurriera durante la oleada de ventas en los mercados de deuda pública a mediados de 2003, el aumento de los rendimientos a largo plazo en abril y mayo apenas afectó a los diferenciales de la renta fija privada. De hecho, durante gran parte del mes de abril, los diferenciales para bonos de empresas con grado de inversión y de alta rentabilidad se estrecharon, pese a la ampliación de los diferenciales de la deuda pública y las pérdidas en las bolsas. No fue sino a finales de abril cuando los diferenciales comenzaron a ampliarse; hacia finales de mayo, los de grado de inversión y alta rentabilidad se asemejaban bastante a los de finales de 2003. Aun más, si se excluyen los mínimos registrados a principios de 2004, los diferenciales de los bonos corporativos estaban en su nivel más bajo desde agosto de 1998.

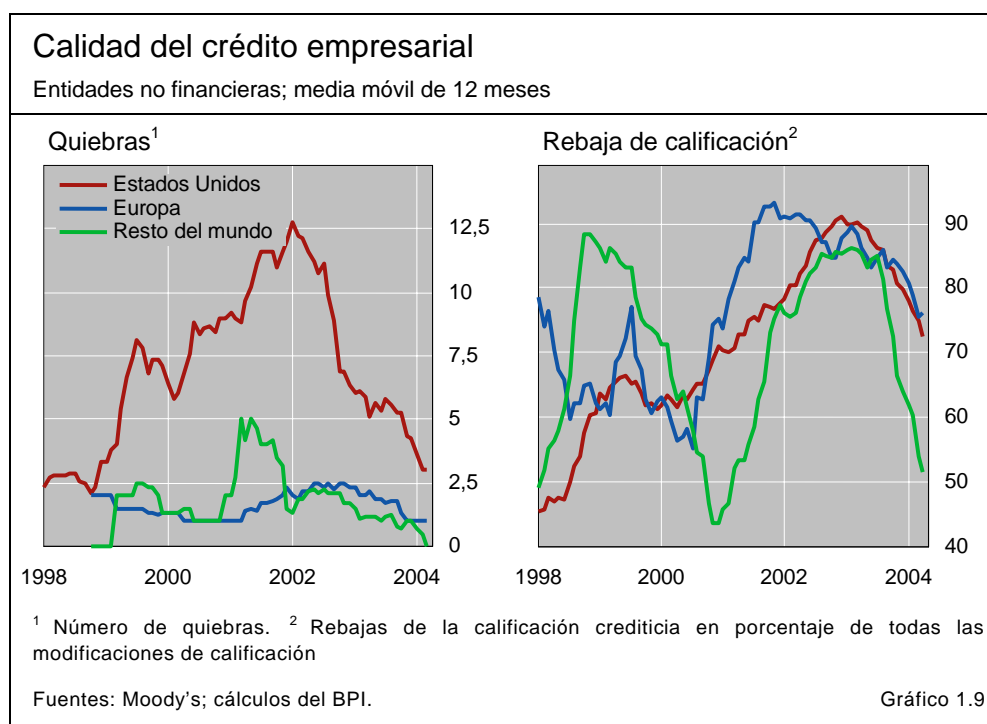
Los diferenciales de la deuda privada oscilan en un intervalo muy estrecho ...

Un menor apetito por el riesgo entre los inversionistas, o más concretamente una relajación de la búsqueda de rentabilidad, empujaron al alza los diferenciales de crédito en abril y mayo. Los inversionistas que antes buscaban la alta rentabilidad de los bonos de empresas y mercados emergentes optaron por abandonar los activos de más riesgo y pasarse a títulos de deuda pública a medida que fueron aumentando los rendimientos de los instrumentos de menor riesgo. Así, los fondos de inversión de Estados Unidos que optaron por deuda de alta rentabilidad y de mercados emergentes registraron cuantiosas salidas de capital en abril y especialmente en mayo.

El crédito de mejor calidad limita la ampliación de los diferenciales para bonos de empresas

Al mismo tiempo, parece que las mejoras en la calidad del crédito contuvieron la ampliación de los diferenciales para la deuda privada. Los inversionistas se mostraban convencidos de que el crecimiento de la economía estadounidense en concreto ayudaría a reforzar más los balances de las empresas y compensaría cualquier repercusión no deseada de una subida de tipos de interés. Esta confianza se vio fortalecida por el sólido crecimiento de los beneficios empresariales durante el primer trimestre de 2004 y por una mayor reducción del número de quiebras y rebajas de calificaciones crediticias (véase el Gráfico 1.9). La experiencia reciente también tranquilizó a los inversionistas, ya que los diferenciales de rendimiento de la deuda empresarial habían tendido a estrecharse durante las primeras fases de endurecimiento anteriores de las condiciones monetarias.

A todo ello hay que sumar el moderado ritmo de emisión de bonos de empresas a principios de 2004. Tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, el volumen de emisión total por parte de entidades no financieras se redujo en aproximadamente un 5% en los primeros cuatro meses de 2004 con respecto al mismo periodo del año anterior, a pesar de que el endeudamiento resultaba más barato. El aumento de beneficios redujo las necesidades de



financiación de muchas empresas, mientras que las que necesitaban capital habían cubierto gran parte de sus necesidades de endeudamiento en 2003. Así, algunos prestamistas aprovecharon el repunte de las cotizaciones bursátiles del pasado año para ampliar su capital social. En marzo, General Electric, una de las mayores sociedades emisoras de deuda denominada en dólares y de las pocas que cuenta con calificación crediticia AAA, puso en el mercado nuevas acciones por primera vez desde 1961, obteniendo 3.800 millones de dólares para retirar deuda en circulación. A finales de abril, fue Google, la empresa propietaria del motor de búsqueda en Internet, la que anunció su intención de obtener 2.700 millones de dólares mediante una oferta pública de suscripción ampliamente anticipada (véase el recuadro de la página 11).

Google y la valoración de la OPI

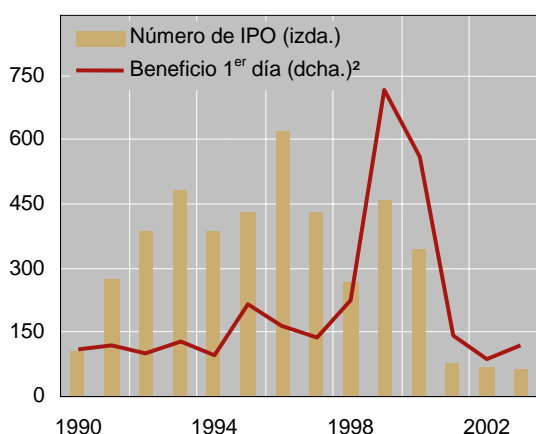
El anuncio en abril de la intención de Google (empresa propietaria de un motor de búsqueda en Internet) de lanzar una oferta pública inicial (OPI) de suscripción fue acogido con gran interés en los mercados financieros. Una de las razones de este entusiasmo es que se trata, sin duda alguna, de la OPI más importante desde el estallido de la burbuja de las tecnológicas en el año 2000 y la consiguiente desaceleración del ritmo de lanzamientos en bolsa en Estados Unidos (véase el gráfico inferior). Asimismo, el volumen de la emisión (2.700 millones de dólares) también es uno de los mayores de los últimos años. Sin embargo, quizás lo más llamativo sea la intención de Google de determinar el precio inicial de la operación a través de una subasta electrónica, a fin de garantizar un "proceso justo ... tanto para los pequeños como para los grandes accionistas". Este tipo de valoración no es algo habitual para una OPI de una empresa privada, por lo que se ha especulado ampliamente sobre la posibilidad de que se inaugure así una transformación fundamental en la manera en la que se realizan estas operaciones.

Lo normal es que una empresa salga a bolsa mediante el proceso conocido como "book-building" (el más utilizado en Estados Unidos, el mayor mercado del mundo en este segmento), por el que la organización patrocinadora determina el precio de la acción previa consulta con el emisor y tras conocer las opiniones de los inversionistas. Este mecanismo ha sido muy criticado, ya que suele dar lugar a precios de emisión muy inferiores a las cotizaciones en el mercado el primer día de negociación[®], llegándose a alcanzar algunos años un 70% en promedio (véase el gráfico). Este desfase de precios significa que las sociedades y los primeros inversionistas del mercado secundario han dejado de obtener cifras muy sustanciales en beneficio de los inversionistas de la colocación preliminar. De hecho, en los últimos años se han llevado ante la justicia casos en los que se han detectado irregularidades en distribución de comisiones.

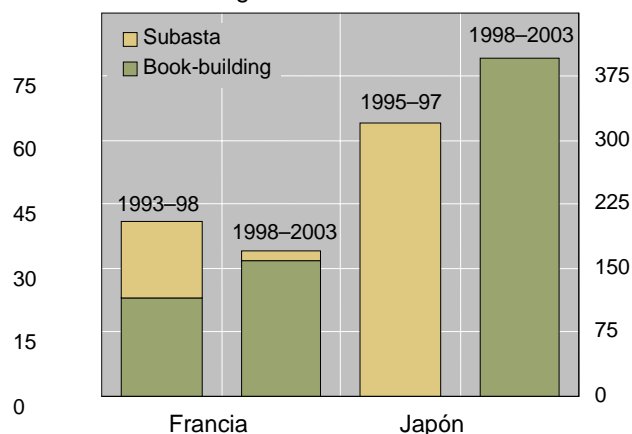
Los modelos académicos de book-building a menudo presuponen una amplia dispersión de información privada acerca del valor de la sociedad que va a entrar en bolsa. En este contexto, la infravaloración y la distribución discrecional de acciones puede ser una forma de remunerar a los inversionistas públicos por una divulgación precisa de su información privada. Al mismo tiempo, las subastas públicas, al permitir a todos los inversionistas que lo deseen determinar por adelantado el precio inicial y la distribución de acciones, suponen una alternativa válida que se ha llevado a cabo con éxito en países como Israel y Taiwan (China). Además, los datos empíricos parecen señalar que las subastas dar lugar a mucha menos infravaloración que el sistema de book-building.

Oferta pública inicial (IPO) de suscripción

IPO infravaloradas¹



Book-building frente a subastas³



¹ Para IPO es Estados Unidos, a partir de datos extraídos de J Ritter, *Some factoids about the 2003 IPO market*, University of Florida, enero 2004. ² Media equiponderada de la variación porcentual de la cotización de cierre la primera jornada de negociación y el precio de suscripción. ³ A partir de F Degeorge, F Derrien, y K Womack, "Quid pro quo in IPOs: why book-building is dominating auctions", *working paper*, marzo 2004; F Kerins, K Kutsuna y R Smith, "Why are IPOs underpriced?: Evidence from Japan hybrid auction-method offerings", *working paper*, septiembre 2003; Japan Securities Dealers Association.

[®] Los datos obtenidos en diferentes países señalan que el llamado método de precio fijo (por el cual se establece el precio antes de recabar información sobre el volumen de demanda) ha dado lugar a más infravaloraciones que el método de book-building (véase T Loughran, J Ritter y K Rydqvist, "Initial public offerings: international insights", *Pacific-Basin Finance Journal*, junio 1994).

Google utilizará una subasta de precios uniformes, en la que todos los pujadores abonarán únicamente el precio mínimo alcanzado, en vez de una subasta discriminatoria, en la que cada inversionista debe pagar su puja aceptada.² . Aunque este último sistema pudiera parecer más ventajoso para la sociedad emisora, los inversionistas saben que se enfrentan a la "maldición del ganador", por la que una puja aceptada suele significar pagar más que el pujador marginal. Para reducir este problema, la subasta uniforme (también llamada Holandesa) induce a una estrategia de puja más agresiva. De hecho, tanto la teoría como la práctica sugieren que los emisores pueden obtener más fondos para un determinado número de acciones utilizando este tipo de subasta.

No obstante, las posibles ventajas de las subastas (de cualquier tipo) podrían estar en desuso, pues sólo se utilizan raramente en Estados Unidos y han ido perdiendo terreno en el resto de los principales mercados. En Francia, por ejemplo, aunque se han utilizado subastas y métodos de book-building indistintamente durante la década de los 90, las primeras están siendo descartadas cada vez más (véase el gráfico). En Japón, hacia finales de los 90 se impuso un procedimiento mixto con una primera fase de subasta que resultaba fundamental para determinar el precio de colocación en el mercado, pero quedó prácticamente abandonado en cuanto se permitió utilizar el book-building. Todo ello indica que la elección del método para lanzar a una empresa a bolsa puede estar determinado por factores distintos de la obtención del máximo beneficio.

²La SEC exige que todas las acciones de una OPI se vendan al mismo precio, prohibiendo así las subastas discriminatorias en Estados Unidos. Google se ha reservado el derecho de fijar el precio de emisión por debajo del precio de subasta alcanzado, en cuyo caso, todo el que haya pujado por encima del precio de oferta recibirá un número proporcional de acciones.

Oleada de ventas en los mercados emergentes

A diferencia de las oscilaciones relativamente leves de los diferenciales de los bonos corporativos, los de los mercados emergentes se ampliaron con fuerza durante abril y mayo. De hecho, el episodio de ventas generalizadas en los mercados de deuda emergentes fue el más intenso desde mediados de 2002, momento en el que la incertidumbre política en muchos de los principales mercados emergentes, unida a la nueva valoración del riesgo de crédito tras la actualización de beneficios de WorldCom, había disparado los diferenciales de los mercados emergentes. Hacia finales de mayo de 2004, superaban en 125 puntos básicos a los mínimos registrados en enero, anulando así las ganancias del pasado año. Pese a todo, estos diferenciales rondaban los 500 puntos básicos, todavía muy por debajo de sus cotas medias del periodo 1998–2003.

La oleada de ventas comenzó el 14 de abril, cuando Brasil registró una subida repentina de sus diferenciales tras un largo declive de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos. Los diferenciales de la deuda pública brasileña denominada en dólares alcanzaron los 800 puntos básicos el 10 de mayo (casi el doble de su mínimo de enero), antes de retornar a unos 700 puntos básicos a finales de mayo. También se ampliaron marcadamente los diferenciales sobre la deuda de Turquía, en especial tras el anuncio de las cifras de empleo de Estados Unidos el 7 de mayo. Incluso países con grado de inversión como Malasia y México vieron cómo los diferenciales de sus emisiones internacionales se ampliaron durante algún tiempo.

Resulta sorprendente que, durante este episodio de ventas, los diferenciales de la deuda de mercados emergentes se desligaran de los de la

Los diferenciales para deuda de mercados emergentes se desligan de los de alta rentabilidad ...

deuda corporativa de alta rentabilidad, al comenzar a ampliarse los primeros dos semanas antes que los segundos, y en mucha mayor medida. Ambos habían evolucionado a la par durante el recorrido alcista en los mercados de deuda, debido en parte a la influencia de la búsqueda de rentabilidad de los inversionistas. Este desdoblamiento durante el episodio de ventas generalizadas sugiere que también intervinieron otros factores en la ampliación de los diferenciales de los mercados emergentes.

... a causa de la
incertidumbre en
torno al crecimiento
en los países
emergentes ...

Uno de ellos fue la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de estos mercados. Si bien la calidad del crédito de las sociedades estadounidenses y europeas probablemente siga mejorando incluso en un entorno de aumentos de los tipos de interés, muchos mercados emergentes parecen vulnerables a éstos. Las perspectivas de precios más altos para el petróleo y menor crecimiento en China han ensombrecido más el panorama económico para algunos de estos mercados. Países con abultados déficit públicos como Brasil y Turquía parecen estar completamente a merced de cualquier cambio de rumbo de los flujos de capital desde mercados emergentes hacia mercados consolidados. El gran volumen de emisiones de prestatarios en mercados emergentes durante el primer trimestre de 2004 puso de manifiesto la necesidad de obtener financiación externa, especialmente al conjugarse con una disminución de la emisión corporativa. Muchos prestatarios de mercados emergentes consiguieron obtener fondos a largo plazo en condiciones muy favorables, con lo que mejoraron el perfil de vencimientos de su deuda. Sin embargo, una mejora duradera de las condiciones de financiación podría necesitar una aceleración de las reformas macroeconómicas y estructurales.

... y al cierre de
operaciones
especulativas

La divergencia entre los diferenciales de mercados emergentes y de alta rentabilidad también se vio acentuada por la amplia presencia de fondos de cobertura (*hedge funds*) y otros inversionistas apalancados en el mercado de deuda de economías emergentes. Durante la remontada de los mercados crediticios, fue adquiriendo gran popularidad la estrategia de inversión consistente en tomar prestado a corto plazo para invertir en bonos de mayor rentabilidad. Para estas estrategias de *carry trades*, la liquidez es esencial, ante la posibilidad de tener que deshacer posiciones con rapidez en caso de producirse aumentos de los tipos de interés o reducciones de las líneas de crédito. Podría afirmarse que la inversión en deuda de mercados emergentes ha ido cobrando popularidad por su mayor liquidez comparada con la deuda privada con calificación similar. Por ejemplo, el volumen medio de emisión de bonos incluidos en el índice EMBI Global de JPMorgan Chase superó los 1.500 millones de dólares, frente a los 300 millones de los bonos incluidos en el índice US High-Yield Master de Merrill Lynch. Asimismo, unos de los contratos más negociados fueron los *swaps* de incumplimiento crediticio referenciados a acreedores soberanos de mercados emergentes. Por consiguiente, cuando empezaron a deshacerse las posiciones de *carry trades* ante perspectivas de mayores tipos de interés oficiales en Estados Unidos, la deuda de mercados emergentes se vio más afectada que la deuda empresarial.