

1. Presentación general: los mercados se animan ante el regreso de la confianza

Las dudas de los inversionistas acerca de la fortaleza de la economía mundial se fueron disipando en noviembre, a medida que recuperaban su apetito por el riesgo ante las señales que apuntaban al afianzamiento del crecimiento, especialmente en Estados Unidos. A pesar de que la escalada de los precios del petróleo dejó su impronta en los mercados financieros internacionales en octubre, estos se recuperaron con rapidez una vez disipadas las dudas sobre el suministro. Hacia finales de noviembre, los precios de la deuda y las acciones alcanzaban sus máximos de los últimos años, al tiempo que las volatilidades se situaban en niveles mínimos. Por otro lado, las subidas de tipos de interés en Estados Unidos no sorprendieron a nadie, de modo que apenas repercutieron en los mercados. Ni siquiera los escasos beneficios corporativos obtenidos con respecto a lo inicialmente anticipado parecieron mermar la confianza de los inversionistas.

La renovada preferencia por el riesgo entre los inversionistas también contribuyó a que los diferenciales de rendimiento de la deuda de los mercados emergentes alcanzaran sus mínimos de los últimos años. El endeudamiento de las economías emergentes a través de los mercados internacionales estuvo a punto de alcanzar su máximo de 1997, al aprovechar los deudores las favorables condiciones de financiación. Las oscilaciones de los precios de los productos básicos contribuyeron a ampliar los diferenciales en octubre, aunque sólo de manera provisional. Los inversionistas también centraron su atención en China, donde un aumento de tipos de interés fue interpretado como una mayor disposición de las autoridades a utilizar los mecanismos que ofrece el mercado para orientar su economía.

A pesar de los datos macroeconómicos inesperadamente positivos dados a conocer en noviembre en Estados Unidos, el dólar alcanzó nuevos mínimos frente a las principales divisas, posiblemente por la reavivada preocupación acerca del déficit por cuenta corriente de aquel país. La depreciación del dólar y las divergencias entre las expectativas de crecimiento hicieron que los rendimientos de los bonos denominados en yenes, y especialmente en euros, se desmarcaran de los del dólar en mayor medida que a comienzos de año. Pese a todo, los rendimientos a largo plazo en los principales mercados permanecieron muy por debajo de sus máximos de junio.

Los mercados bursátiles indiferentes ante las advertencias sobre beneficios

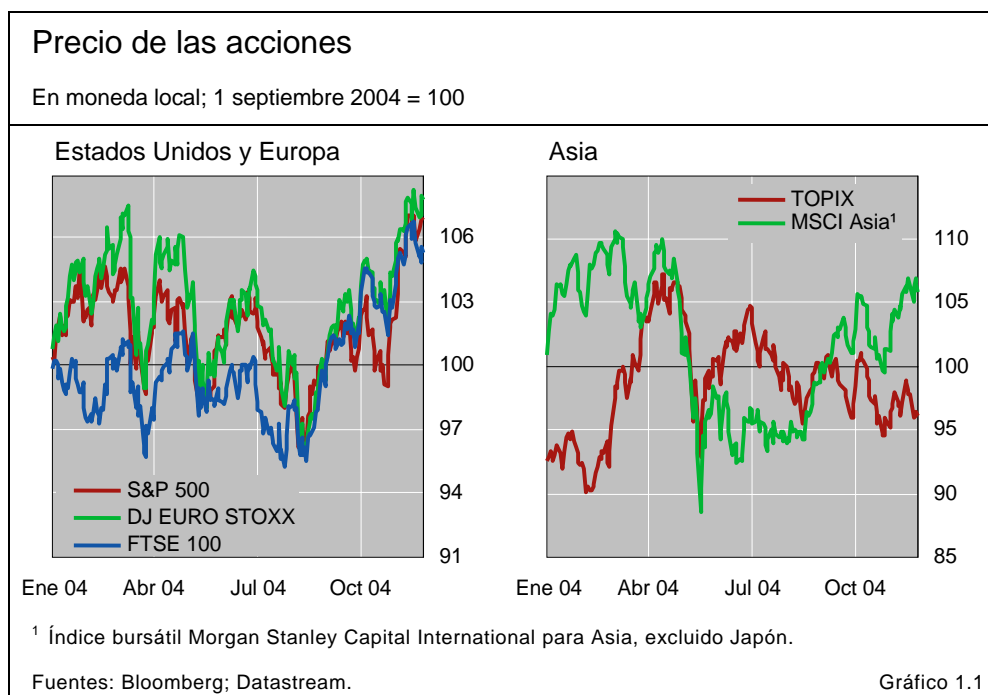
La disipación de inquietudes ante el panorama económico quedó plasmada especialmente en los mercados de renta variable. Tras su tendencia bajista en julio y agosto por la incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica, los mercados bursátiles de todo el mundo comenzaron a ganar posiciones a partir de mediados de agosto (véase el Gráfico 1.1). Si bien la remontada se vio interrumpida momentáneamente en octubre, ganó fuerza en noviembre, cuando numerosos mercados cerraron el mes en sus cotas más altas desde 2001. El índice S&P 500, por ejemplo, creció un 11% entre el 12 de agosto (cuando alcanzó su mínimo del año) y el 26 de noviembre. Por su parte, el Dow Jones EURO STOXX ganaba en ese mismo periodo un 12%, mientras que el MSCI Asia (excluido Japón) subía un 11%.

El único mercado bursátil importante que no obtuvo ganancias en el periodo analizado fue Tokio, que tras las fuertes ganancias de principios de año, vio retroceder los precios de sus acciones ante los datos decepcionantes sobre el vigor de la economía japonesa. Así, el índice TOPIX cayó medio punto porcentual el 10 de septiembre, cuando los datos revisados del PIB para el segundo trimestre resultaron peor de lo que habían anticipado los agentes del mercado.

En aquellos mercados que registraron ganancias, las cotizaciones se vieron impulsadas no tanto por la incuestionable mejora de las previsiones de crecimiento, sino por noticias que contribuyeron a descartar una desaceleración de la economía o una interrupción de la recuperación económica a corto plazo. Mientras que diversos indicadores económicos de Estados Unidos habían decepcionado a los inversionistas en julio y agosto, los datos publicados en los meses siguientes avalaron e incluso superaron las

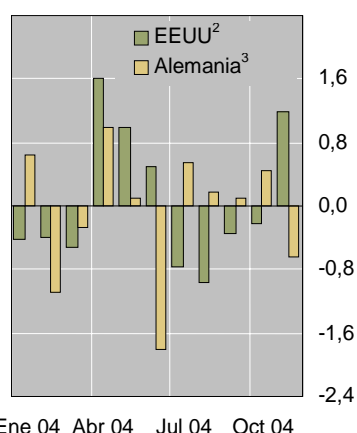
Las cotizaciones bursátiles superan sus máximos de 2001...

... impulsadas por el afianzamiento de las perspectivas de crecimiento...

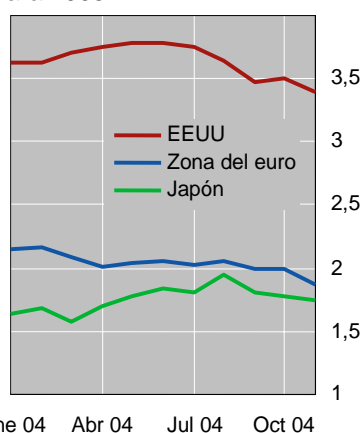


Anuncios macroeconómicos

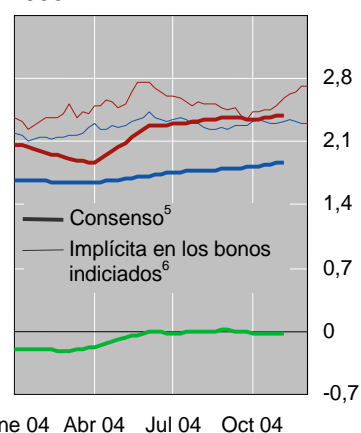
Sorpresas¹



Previsiones de crecimiento para 2005^{4,5}



Previsiones de inflación para 2005⁴



¹ Diferencia entre las cifras obtenidas y las previsiones de consenso normalizada por la desviación estándar de las sorpresas anteriores; 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 precios industriales y precios de consumo. ³ Encuesta sobre el clima empresarial en Alemania realizada por el Institut für Wirtschaftsforschung (Ifo). ⁴ Variación porcentual con respecto al año anterior. ⁵ Previsiones publicadas mensualmente por Consensus Economics; las observaciones se sitúan en el mes en el que se realizó la previsión. ⁶ Tasa de inflación implícita en la diferencia entre los rendimientos nominales y los rendimientos de los bonos indicados a la inflación para el mismo vencimiento; para la zona del euro, bonos indicados del Estado francés; medias semanales.

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

Gráfico 1.2

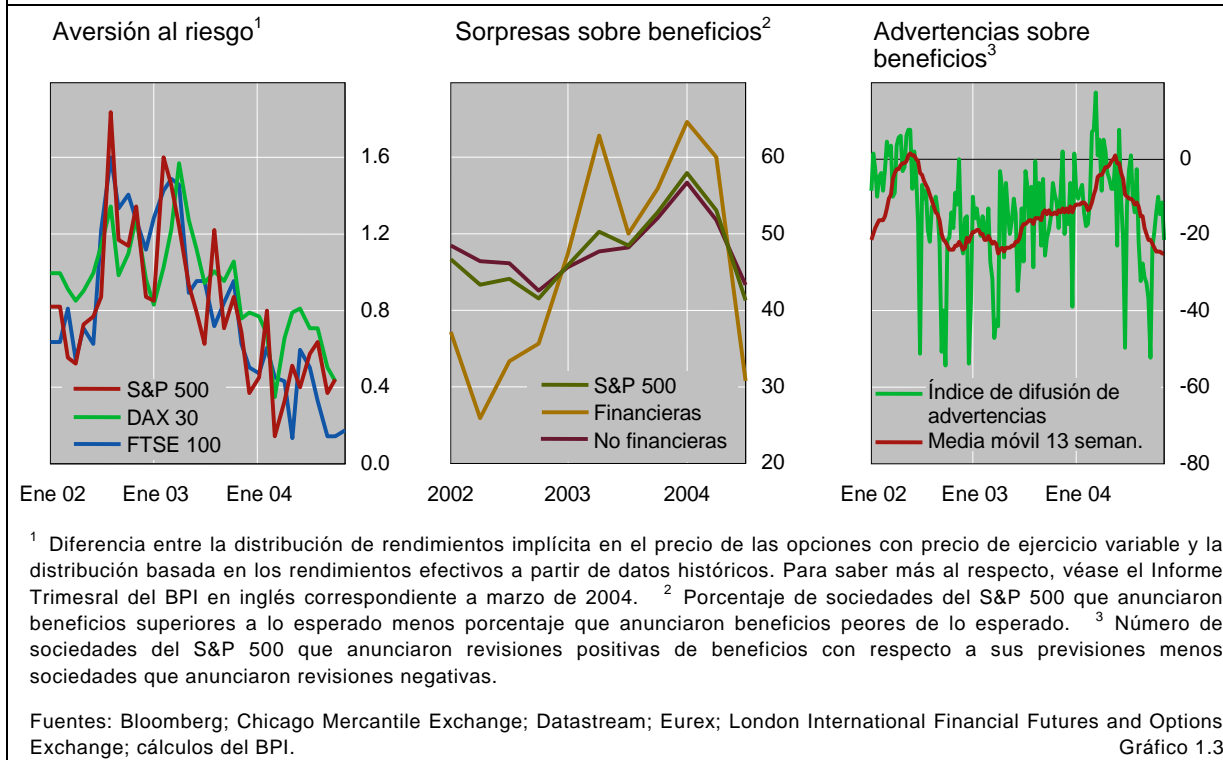
expectativas. Así pues, tras haber sido revisadas a la baja durante el tercer trimestre, las previsiones de crecimiento se estabilizaron en el último trimestre, concretamente para Estados Unidos (véase el Gráfico 1.2). La confianza en las expectativas para la economía estadounidense se vio reforzada por los datos sobre el empleo en Estados Unidos dados a conocer el 5 de noviembre, que provocaron una subida del 0,5% en el S&P 500, que ya había ganado el 1% el 3 de noviembre, cuando las bolsas se recuperaron una vez disipada la incertidumbre política tras las elecciones presidenciales en aquel país.

... y por una menor aversión al riesgo

La disminución de la aversión al riesgo fue crucial para la remontada de los mercados bursátiles. Entre abril y junio, la creciente elusión del riesgo se había dejado sentir en los mercados de renta variable, como reflejo de la incertidumbre acerca de la evolución de la política monetaria en Estados Unidos (véase el Gráfico 1.3). Las estimaciones de la aversión efectiva al riesgo obtenidas a partir de las opciones sobre índices bursátiles indican que esta tendencia cambió de rumbo en septiembre, cuando la disminución del número de sorpresas macroeconómicas negativas reforzó la confianza de los inversionistas en sus previsiones sobre el crecimiento económico y los tipos de interés futuros.

Los anuncios de magros beneficios tambalearon en ocasiones los mercados, sobre todo en octubre. Así por ejemplo, el S&P 500 perdió el 1% el 7 de octubre y lo mismo ocurrió el día 14, al anunciar el fabricante de aluminio Alcoa y la sociedad de automoción General Motors, respectivamente, resultados muy por debajo de lo anticipado. De hecho, en el tercer trimestre de

Aversión al riesgo y beneficios empresariales



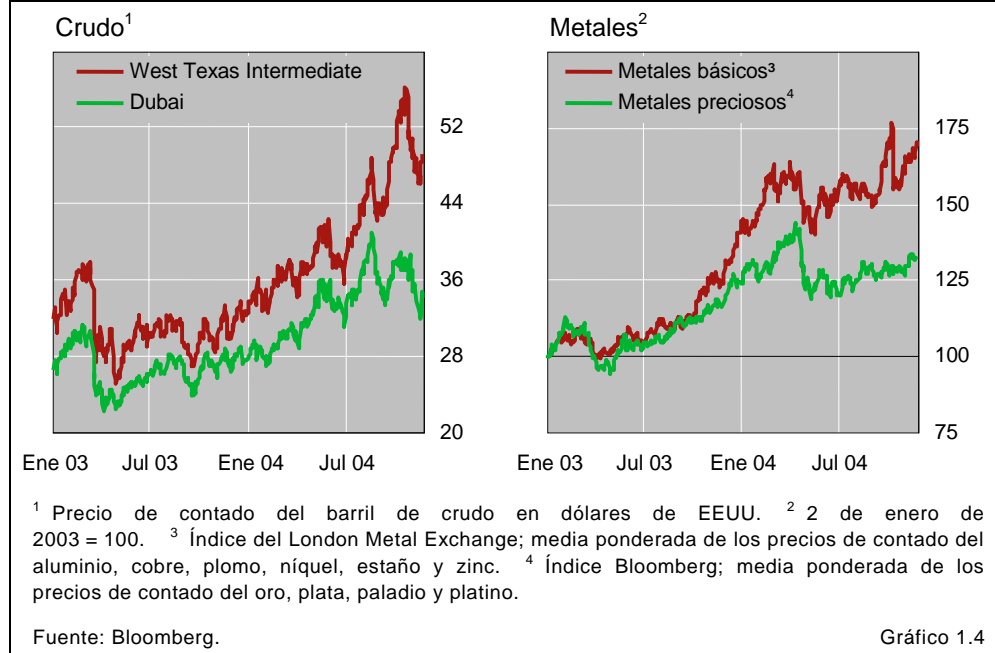
2004, los beneficios de las sociedades que componen el S&P 500 crecieron por debajo de lo esperado por primera vez en más de un año. El 25% de las entidades financieras de Estados Unidos anunciaron resultados inferiores a las previsiones de los expertos, lo que supone casi el doble con respecto al mismo periodo un año antes (véase el Gráfico 1.3). Asimismo, la brecha entre el número de empresas estadounidenses que anunciaron revisiones a la baja de sus beneficios previstos y el de empresas con revisiones al alza fue la más amplia desde mediados de 2003. A todo ello se añadió en octubre la investigación abierta por el Fiscal General de Nueva York en el sector asegurador (véase más adelante).

Pese a todo, el fuerte crecimiento de los beneficios (de dos cifras, aunque por debajo de lo esperado) favoreció la tendencia alcista de los mercados y, si se analiza retrospectivamente, ayudó a justificar las altas valoraciones observadas a principios de año. Partiendo del promedio quinquenal de beneficios arrastrados, la relación entre precio y beneficio para el S&P 500 pasó de los 30 puntos de enero de 2004 a los 26 de agosto, para volver a subir a continuación y situarse en noviembre en la cota de los 28, muy por encima de su promedio de 17 puntos entre 1961 y 1995. Si se utilizan los beneficios proyectados, el cociente se acercaría a este promedio. Sin embargo, esas previsiones sobre beneficios han resultado ser hasta ahora demasiado optimistas.

Los precios que llegó a alcanzar el petróleo repercutieron en los mercados bursátiles, que desde hacía algún tiempo se mostraban preocupados por el equilibrio entre la oferta y la demanda de crudo a largo

Inquietud por las repercusiones del encarecimiento del petróleo para el crecimiento

Precio de los productos básicos



plazo, en concreto, ante la persistencia de fuerte crecimiento en los países que más petróleo consumen, como China, y los escasos niveles de capacidad excedente en la industria petrolera mundial. A todo ello se sumaron los daños que ocasionaron a mediados de septiembre los huracanes en el Golfo de México, de donde se extrae aproximadamente el 10% del crudo que se consume en Estados Unidos. Los daños fueron más graves de lo previsto y numerosas empresas anunciaron que su producción permanecería por debajo de lo habitual hasta bastante después de septiembre. La situación se agravó tras la agitación civil en Nigeria y un conflicto laboral en Noruega, lo que dio lugar al cierre de numerosas instalaciones. Todos estos acontecimientos dispararon los precios del petróleo dulce como el West Texas Intermediate (WTI) o el Brent (Véase el Gráfico 1.4). Por su parte, el suministro de crudo ácido como el de Dubai se vio menos afectado, por lo que sus precios no subieron de manera tan drástica¹.

La inquietud de los inversionistas ante de la subida de los precios del petróleo pareció deberse a sus efectos en el crecimiento, y no tanto a la inflación en sí misma. La opinión de los mercados parecía apuntar a que, a diferencia de lo ocurrido en los años setenta, el reciente encarecimiento del petróleo no aceleraría la inflación, y lo que preocupaba en cambio era la posibilidad de que un exceso de capacidad en el sector petrolero pudiera frenar la recuperación. Esta preocupación se dejó sentir especialmente en Estados Unidos, pues en comparación con otras grandes economías, consume más petróleo dulce.

¹ La principal diferencia entre el crudo dulce y el ácido (también llamado amargo) es su contenido en sulfuro. El crudo ácido contiene más sulfuro que el dulce, por lo que resulta más difícil de refinar. Por ello, el precio del crudo ácido suele aplicársele un descuento con respecto al precio del dulce.

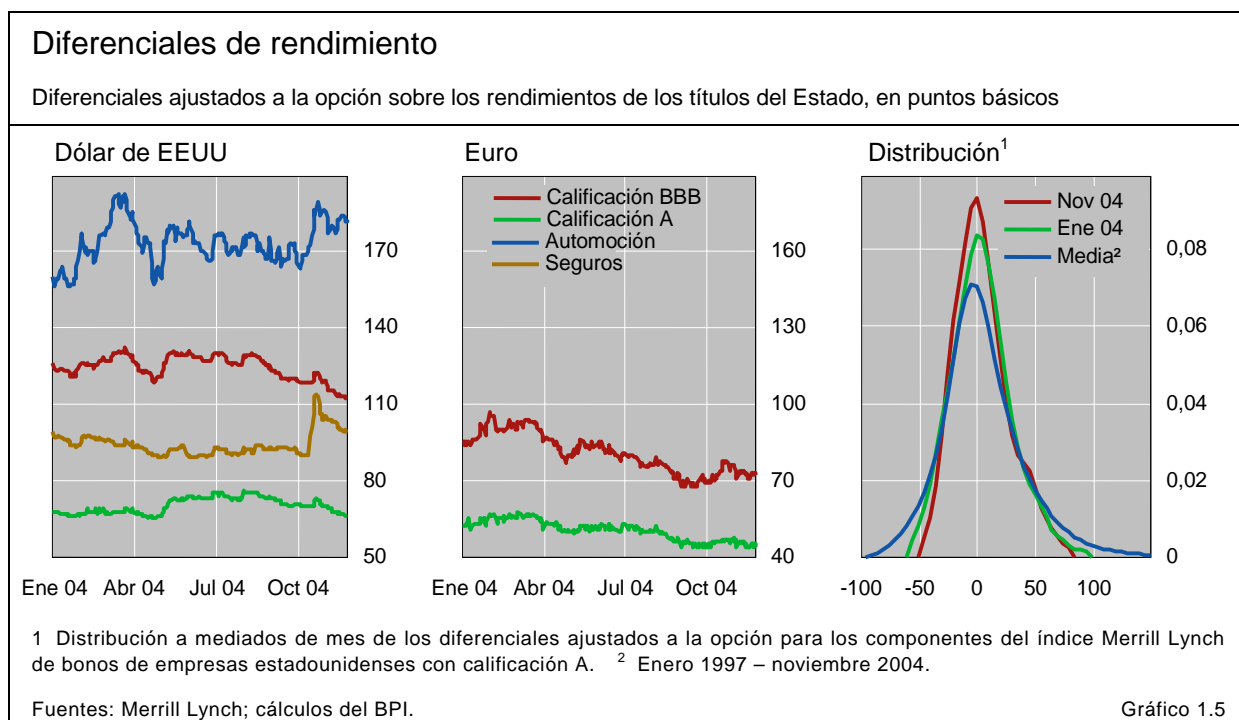
Las dudas sobre el impacto del encarecimiento del petróleo en el crecimiento se disiparon cuando comenzó a abarataarse con rapidez hacia finales de octubre. El día 27, las noticias sobre un aumento de las reservas de petróleo en Estados Unidos superior a lo esperado hicieron que se desplomaran los precios, con una caída del 5% en el caso del WTI desde los 55 dólares por barril (cerca de su máximo) que se habían alcanzado el día anterior. A esto le siguió ese mismo día una subida del 1% del S&P 500, que siguió ganando posiciones a lo largo de los días siguientes. Es probable que la intervención gubernamental a principios de esa semana para solucionar el conflicto laboral en Noruega haya intensificado el impacto que tuvo el informe sobre las reservas de petróleo. El precio del petróleo siguió cayendo a lo largo de las semanas posteriores, deshaciendo así la escalada de los meses de septiembre y octubre. No obstante, a finales de noviembre, el petróleo todavía cotizaba muy por encima de lo que lo hizo durante los primeros seis meses del año.

Recuperación de las cotizaciones gracias a la caída de los precios del petróleo

Búsqueda de rentabilidad en los mercados de deuda

El afianzamiento de las expectativas de crecimiento y la reducción de la aversión al riesgo también estimularon los mercados de deuda. Tras permanecer estables durante los seis primeros meses de 2004, los diferenciales de los bonos con grado de inversión y de alta rentabilidad se estrecharon entre finales de agosto y finales de noviembre (véase el Gráfico 1.5). El 26 de noviembre, los diferenciales de rendimiento de los bonos BBB denominados en dólares de Estados Unidos habían caído hasta los 112 puntos básicos, aproximándose así a su anterior mínimo de enero de 1998, mientras que sus correspondientes en euros lo hacían hasta los 79 puntos básicos.

Los diferenciales de rendimiento alcanzan su mínimo de los últimos años



Esta evolución se vio favorecida por la continua mejora de la calidad del crédito corporativo. El fuerte crecimiento de los beneficios, junto con el escaso gasto de capital, propició un mayor desapalancamiento. La constante reducción del número de rebajas crediticias concedidas por las agencias de calificación, unido al aumento de las mejoras de categoría que se viene observando desde finales de 2002, siguió su curso durante el tercer trimestre de 2004. En este periodo, las mejoras de calificación crediticia de Moody's casi duplicaron a sus rebajas de categoría, mientras que en ese mismo intervalo en 2003, el número de mejoras ni siquiera igualaba al de rebajas.

Complicaciones en sociedades de automoción y de seguros

En los pocos segmentos en los que se observó un deterioro de la capacidad crediticia, la causa estuvo siempre en factores específicos al sector o a la empresa en cuestión. En concreto, los inversionistas se centraron en los problemas por los que atravesaron algunas empresas automovilísticas y aseguradoras. Los diferenciales de rendimiento de la deuda emitida por General Motors (uno de los mayores emisores en el mercado estadounidense) se ampliaron en nada menos que 50 puntos básicos a mediados de octubre, tras su anuncio de resultados por debajo de lo esperado. La rebaja de su calificación crediticia por Standard & Poor's hasta BBB-, el menor de los grados de inversión, contribuyó a la oleada de ventas. Por su parte, los diferenciales de diversas sociedades de seguros también se ampliaron a finales de octubre, cuando la oficina del Fiscal General de Nueva York anunció acciones civiles contra Marsh & McLennan, alegando que había amañado las ofertas que presentaba a sus clientes con la complicidad de las aseguradoras. Los costes de financiación de Marsh & McLennan subieron pronunciadamente, en parte debido a su elevado pasivo en forma de efectos comerciales, que la hacía más vulnerable al riesgo de liquidez que el resto de empresas implicadas en la investigación.

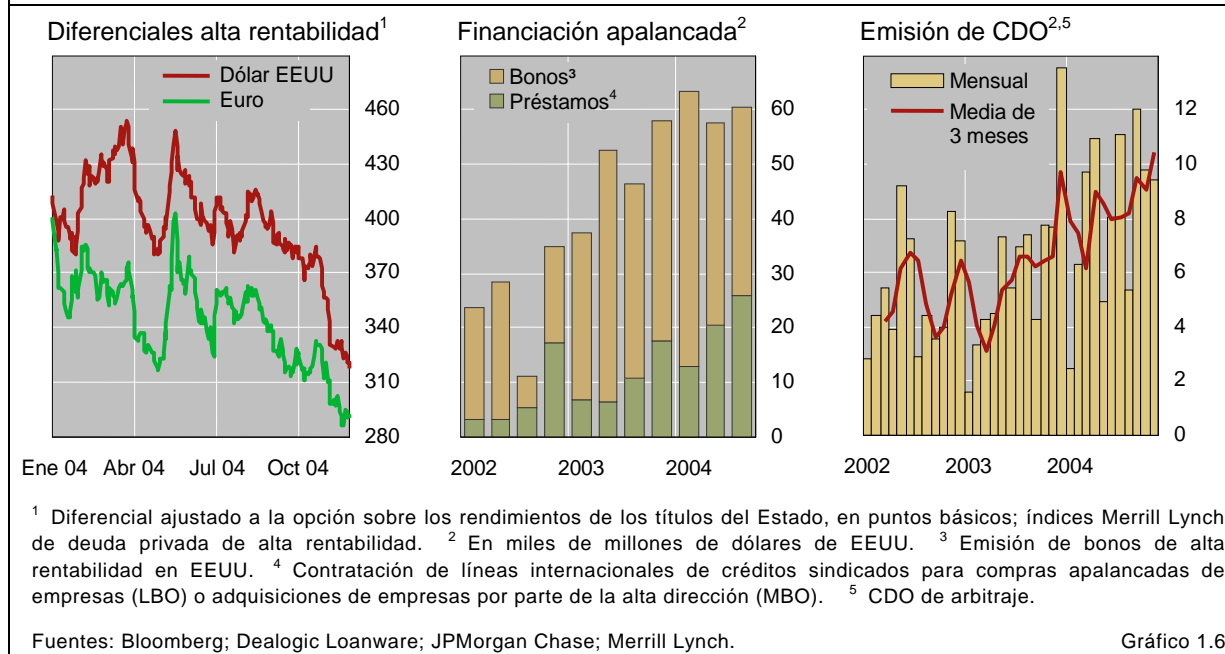
Caen los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad a pesar del gran volumen de emisión

Una disminución de la aversión al riesgo estuvo detrás de la reducción de diferenciales. La persistencia de escasos retornos nominales en las inversiones de menor riesgo siguió animando la búsqueda de rentabilidad que ha caracterizado a los mercados financieros desde finales de 2003. En el mercado de deuda de alta rentabilidad, los inversionistas continuaron pujando al alza a pesar del gran volumen de emisión (véase el Gráfico 1.6), de modo que los diferenciales de este tipo de bonos cayeron hasta sus mínimos de 1998. Hasta los prestatarios de menor solvencia encontraron inversionistas dispuestos a comprar sus títulos; según Moody's, las empresas con calificación B3 o Caa (la más baja para nuevas emisiones) representaron más de un tercio de la emisión estadounidense de alto rendimiento en el tercer trimestre de 2004. La contratación de líneas de créditos sindicados para financiar compras apalancadas de empresas alcanzó un nuevo récord hasta llegar a los 26 mil millones de dólares en dicho trimestre (véase el recuadro de la página 28 de *Informe Trimestral* en inglés).

Menos discriminación por parte de los inversionistas

Otro síntoma de la búsqueda de rentabilidad en los mercados de deuda fue una menor discriminación entre emisores. El estrechamiento de la distribución de los diferenciales de rendimiento para emisores de una determinada categoría crediticia indica que hacia finales de 2004 los

Búsqueda de rentabilidad



inversionistas no hicieron tanta distinción entre emisores como en el pasado (véase el Gráfico 1.5). Por ejemplo, los diferenciales para los títulos con calificación A se agruparon más en noviembre de 2004 de lo que lo estuvieron en promedio desde 1997, o incluso de lo que lo estaban a principios de 2004.

La demanda de los gestores de bonos de titulización de deuda garantizada (CDO) también contribuyó a mantener agrupados los diferenciales crediticios. Los CDO de arbitraje están estructurados para aprovechar el hecho de que los diferenciales de los bonos por separado suelen ser más amplios de lo que sería necesario para cubrir pérdidas probables derivadas de un incumplimiento en una cartera de bonos bien diversificada². La emisión de este tipo de instrumentos creció en el segundo trimestre después de haber mermado a principios de 2004 (véase el Gráfico 1.6). Dada la contracción de los diferenciales de rendimiento y la escasez de nueva emisión por empresas de alta calificación, las estructuras de financiación garantizadas habrían aumentado su porcentaje de deuda con calificación B o inferior.

Demanda de los
gestores de CDO

Resulta significativo que la interacción de los factores antes mencionados tendiera a acentuar la compresión de los diferenciales. Las mejoras de la calidad del crédito resultaron en unas primas por riesgo inferiores, que a su vez animaron a los inversionistas a buscar instrumentos de mayor rendimiento, incluidos productos estructurados como los CDO, presionando más a la baja las primas de riesgo.

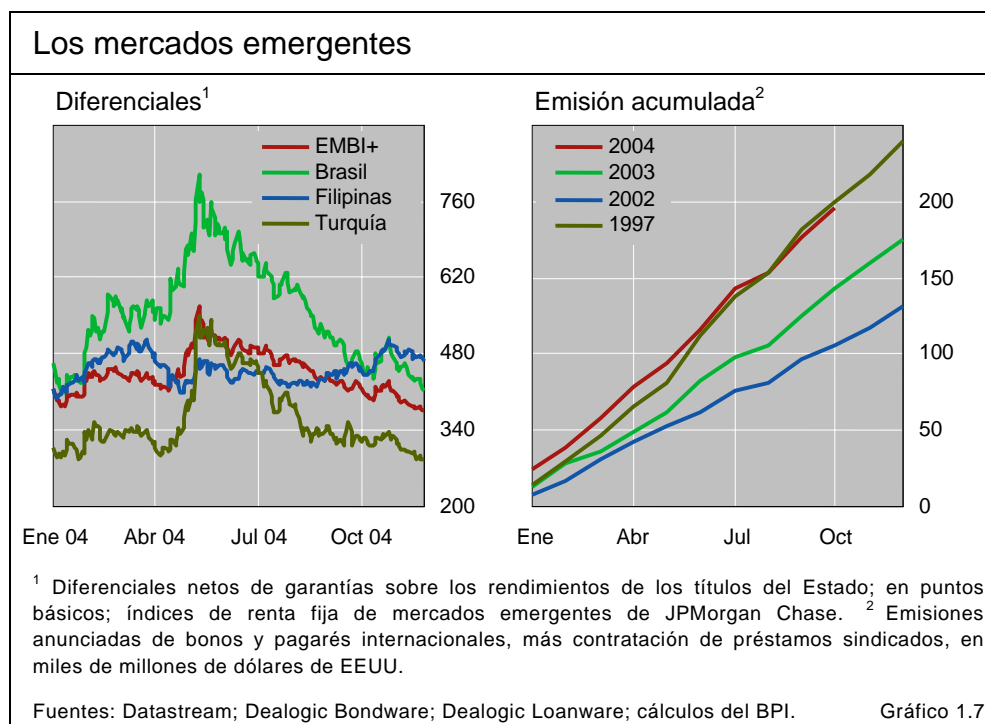
² Véase J Amato y E Remolona: "The credit spread puzzle", *BIS Quarterly Review*, Diciembre de 2003, pp 51-63.

Los diferenciales de mercados emergentes rozan nuevos mínimos

Factores similares presionaron a la baja los diferenciales de rendimiento de los mercados emergentes, que tras subir pronunciadamente durante la oleada de ventas en los mercados internacionales de renta fija en abril y mayo, se fueron reduciendo progresivamente hasta finales de noviembre (véase el Gráfico 1.7). El 26 de noviembre, el diferencial del EMBI+ se situó en 376 puntos básicos, su nivel más bajo desde octubre de 1997.

La emisión en mercados emergentes acaricia su máximo de 1997

Los emisores de mercados emergentes siguieron aprovechando unas condiciones de financiación muy ventajosas no sólo para obtener cantidades sustanciales en los mercados de bonos y de crédito internacionales, sino también para financiarse incluso a más largo plazo y en una mayor variedad de divisas, incluidas sus monedas nacionales (véase *"The international debt securities market"* en la página 29 del *Informe Trimestral* en inglés). El endeudamiento de las economías emergentes en dichos mercados se acercó a su anterior máximo de 1997. Como muestra de la mayor predisposición de los inversionistas hacia estrategias de financiación innovadoras, Colombia se convirtió en noviembre en el segundo país con calificación inferior al grado de inversión en emitir bonos internacionales regulares denominados en su propia moneda, lo que le ayudó a reducir su vulnerabilidad frente al riesgo de divisas (véase *"Assessing new perspectives on country risk"* en la página 47 del *Informe Trimestral* en inglés)³.



³ Argentina fue el primer país en hacerlo, al emitir un bono internacional denominado en pesos argentinos en 1997. En el caso de Colombia, todos los pagos están denominados en pesos colombianos pero se abonan en dólares de Estados Unidos, a partir del tipo de cambio entre el peso y el dólar calculado para un periodo de 28 días hasta la fecha del pago.

En este favorable entorno de mercado, las fluctuaciones del precio de los productos básicos fueron una fuente principal de incertidumbre para los mercados emergentes. Sus altos precios han apuntalado un fuerte crecimiento en muchos mercados emergentes a lo largo de los últimos años, especialmente en América Latina y África, contribuyendo a mejorar sus balances por cuenta corriente. Los precios de los metales básicos subieron un 12% en septiembre, para volver a caer tras el anuncio el 8 de octubre de unas cifras de empleo peor de lo esperado en Estados Unidos (véase el Gráfico 1.4). El 13 de octubre, los precios en el London Metal Exchange cayeron casi el 10%, al parecer por la preocupación sobre la evolución económica en Estados Unidos y China.

Este cúmulo de noticias negativas hizo que los diferenciales de los mercados emergentes se estrecharan ostensiblemente a mediados de octubre. Brasil, Filipinas y otros países con grandes volúmenes de deuda externa se contaron entre los más perjudicados. En cualquier caso, el episodio de ventas resultó esporádico, de modo que la renovada confianza en la evolución de Estados Unidos, unida a los datos sobre el bajo nivel de existencias en determinados productos, elevó los precios de los productos básicos no petroleros y estrecharon los diferenciales de los mercados emergentes entre finales de octubre y principios de noviembre.

A diferencia de los episodios anteriores de ventas en estos mercados, los diferenciales de la deuda de Turquía denominada en divisas apenas oscilaron a mediados de octubre. Asimismo, las perspectivas de admisión de Turquía en la Unión Europea contribuyeron a que sus diferenciales se desligaran de los de otras economías emergentes muy endeudadas. A principios de octubre, la Comisión Europea recomendó el inicio de las negociaciones de adhesión con Turquía, recomendación que los mercados esperan sea ratificada en diciembre por los gobiernos de la Unión Europea.

Mientras que a finales de noviembre, los diferenciales para la mayoría de mercados emergentes rozaban o alcanzaban sus mínimos del año, en el caso de Filipinas se mantuvieron elevados a causa de su creciente deuda externa. A finales de agosto, los diferenciales comenzaron a ampliarse cuando el presidente del país señaló la urgencia de aplicar medidas de disciplina fiscal, más aún tras la advertencia de una posible rebaja de su calificación crediticia por parte de las principales agencias de calificación. La demora para aprobar una legislación destinada a aumentar los ingresos públicos empeoró el sentimiento negativo.

Oleada de ventas esporádica en los mercados emergentes ante la caída del precio de los metales

Creciente preocupación por la carga de la deuda de Filipinas

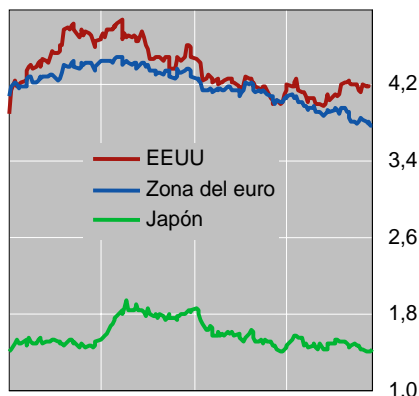
Los rendimientos a largo plazo continúan bajos

Aun cuando los mercados de renta fija y variable y los de países emergentes obtuvieron ganancias, los rendimientos a largo plazo permanecieron muy por debajo de sus máximos de junio. En concreto, el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años se redujo en 90 puntos básicos desde el máximo que alcanzara el 14 de junio, hasta situarse en el 4% el 22 de septiembre (véase el Gráfico 1.8). Más tarde, estuvo fluctuando en una banda

Tipos de interés

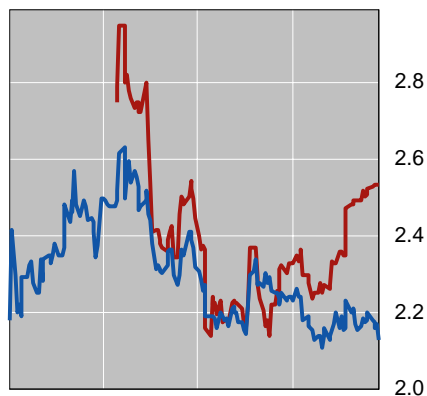
En porcentaje

Rendimientos de la deuda pública a 10 años



Abr 04 Jun 04 Ago 04 Oct 04

Tipos de interés oficiales en marzo 2005¹



Abr 04 Jun 04 Ago 04 Oct 04

¹ Tipos de interés oficiales implícitos en los futuros con vencimiento en marzo de 2005; para Estados Unidos, futuros sobre fondos federales; para la zona del euro, futuros EONIA.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.8

de 25 puntos básicos hasta estabilizarse en el 4,2% a finales de noviembre, para volver a subir de nuevo a finales de ese mes. Por su parte, la rentabilidad de los instrumentos denominados en yenes siguió una trayectoria similar, mientras que en el caso del euro, los rendimientos siguieron descendiendo hasta finales de noviembre, dos meses después de que los del dólar estadounidense hubieran tocado fondo.

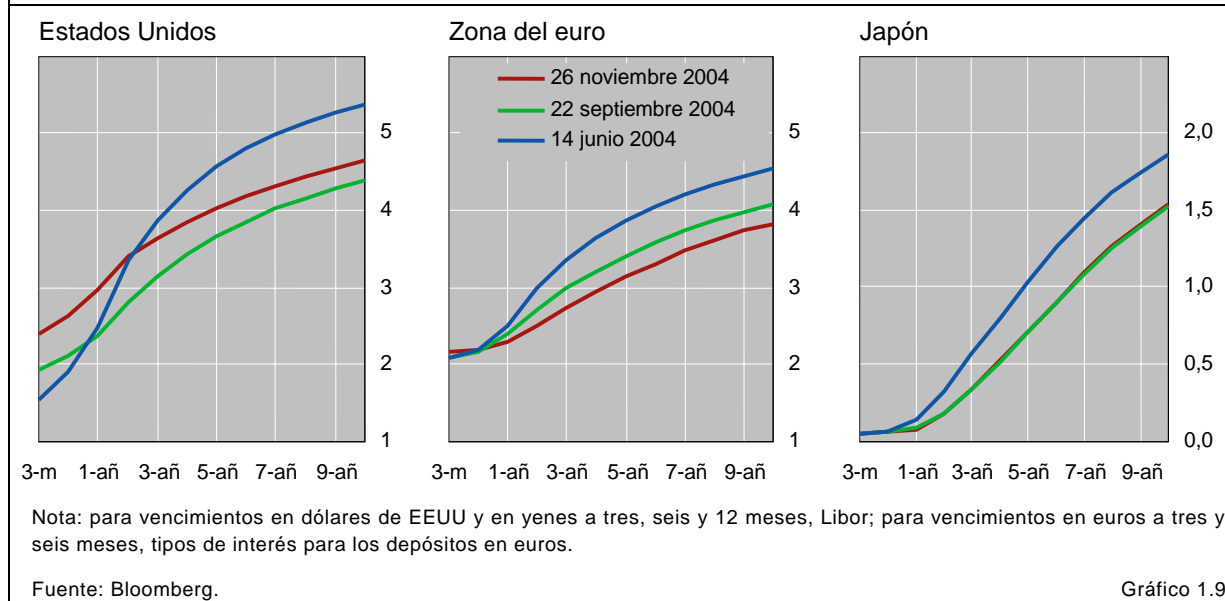
Si bien las expectativas de inflación estable habían favorecido el descenso de los rendimientos a largo plazo hasta septiembre, en los meses siguientes éstos se mantuvieron bajos incluso ante el deterioro de las expectativas de inflación. Las previsiones de inflación de los economistas, que ya habían sido revisadas sustancialmente al alza en el segundo trimestre, siguieron ascendiendo en el tercer y cuarto trimestre. Asimismo, los niveles de inflación implícita, inferidos a partir de los rendimientos de los bonos indicados a la inflación, subieron más en el cuarto trimestre, especialmente en Estados Unidos, después de haber disminuido en el tercero. Incluso tras la caída del precio del petróleo a finales de octubre, las perspectivas de inflación en Estados Unidos concretamente siguieron deteriorándose. No obstante, el cambio de expectativas no desencadenó turbulencias en el mercado y las volatilidades implícitas alcanzaron nuevos mínimos en los principales mercados de deuda (véase el recuadro de la página 15).

Los inversionistas en renta fija se mostraron especialmente vulnerables a las cambiantes expectativas sobre los tipos de interés oficiales en Estados Unidos. Sin embargo, las decisiones de política monetaria en sí mismas, que supusieron un aumento acumulado de 100 puntos básicos para los tipos de interés objetivo de los fondos federales entre junio y noviembre, apenas se

Los rendimientos permanecen bajos a pesar del empeoramiento de las perspectivas de inflación

Curvas de rendimiento de los swaps

En porcentaje



dejaron sentir en los rendimientos a largo plazo, pues habían sido anticipadas por los mercados desde mediados de año y ya se habían incorporado en los rendimientos. En cambio, los mercados de deuda prestaron más atención a los datos y declaraciones oficiales que se iban conociendo para intentar descubrir las intenciones de la Reserva Federal a partir de 2005. A medida que se afianzaban las perspectivas de crecimiento y los inversionistas revisaban sus previsiones sobre política monetaria, la curva de rendimientos del dólar avanzó en paralelo, en unos 20 puntos básicos entre finales de septiembre y finales de noviembre (véase el Gráfico 1.9).

En los últimos tiempos, los agentes del mercado vienen considerando que las condiciones del mercado laboral en Estados Unidos determinan en gran medida el ritmo de endurecimiento de la política monetaria en aquel país. Así pues, en los últimos meses, las mayores oscilaciones de rendimientos han tendido a estar asociadas a sorpresas en las cifras de empleo estadounidense. Mientras que entre enero de 1998 y julio de 2003, una discordancia de 100.000 personas con respecto a las previsiones sobre empleo no agrícola ha supuesto una oscilación media de 2 puntos básicos en los rendimientos a 10 años, el año pasado esta oscilación se ha acercado a los 10 puntos básicos⁴. La repercusión de los datos laborales ha estado determinada no sólo por la información que proporcionan sobre la evolución del mercado de trabajo en los últimos meses, sino también por la del mes anterior. Así pues, a pesar de que los datos sobre el mes de agosto dados a conocer el 3 de septiembre coincidieron con las expectativas, los rendimientos subieron 10 puntos básicos ese mismo día a causa de las revisiones al alza de los datos de junio y julio.

Los inesperados datos sobre empleo en EEUU producen las mayores oscilaciones de rendimientos

⁴ Véase el 74º Informe Anual del BPI, 28 de junio de 2004, p 105.

En los mercados de deuda a largo plazo de Japón y la zona del euro, las mayores oscilaciones diarias también tendieron a estar relacionadas con los anuncios macroeconómicos de Estados Unidos, mientras que el impacto de los datos internos solió ser más contenido, como ha venido ocurriendo desde hace algún tiempo. Por ejemplo, los rendimientos de los bonos del Estado alemán a 10 años cayeron en 7 puntos básicos ante las cifras de empleo sorprendentemente débiles hechas públicas el 8 de octubre, mientras que la publicación el 25 de octubre de la encuesta Ifo con datos inesperadamente positivos sobre la confianza empresarial en Alemania apenas influyó en los rendimientos en euros.

Los rendimientos en euros y yenes se desligan de los del dólar

A pesar de la elevada correlación de las oscilaciones diarias, las tendencias a más largo plazo de los rendimientos de instrumentos en yenes y especialmente en euros siguieron la trayectoria de los rendimientos en dólares en menor medida de lo que lo hicieron durante el tercer trimestre. En concreto, durante las dos primeras semanas de noviembre, los rendimientos en la moneda japonesa y europea disminuyeron mientras aumentaban los del dólar, debido en parte a los cambios de expectativas acerca del panorama económico. Los inversionistas siguieron mostrándose escépticos ante el vigor de la recuperación en Japón y en la zona del euro, a medida que aumentaba su confianza en la recuperación en Estados Unidos.

Nueva depreciación del dólar de Estados Unidos

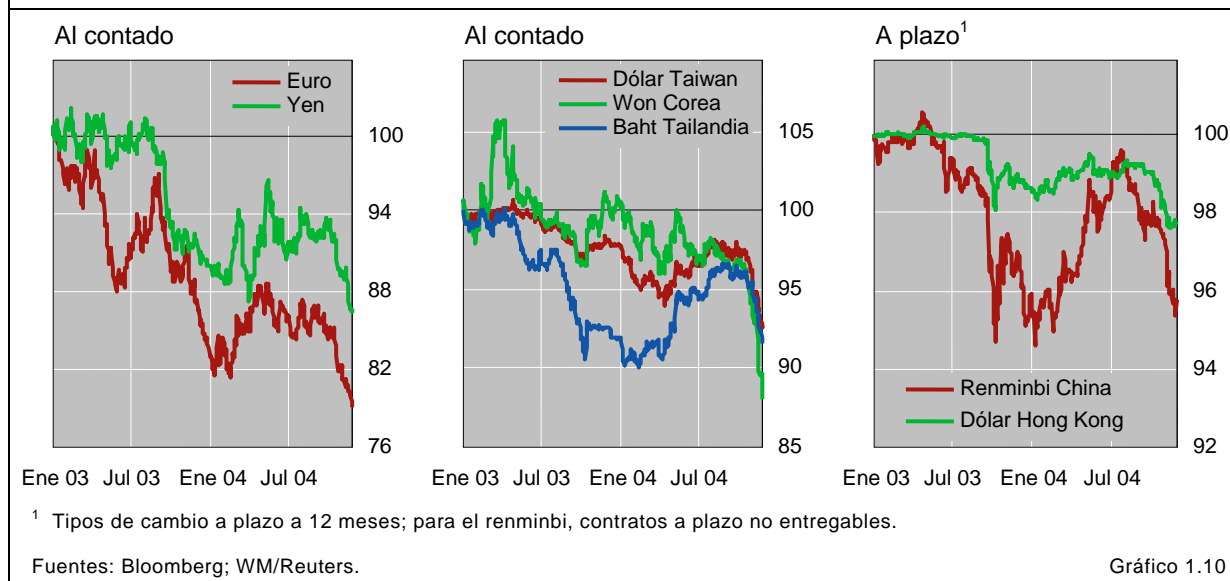
Los inversionistas centran su atención en el déficit por cuenta corriente de EEUU...

A pesar de los datos macroeconómicos estadounidenses sorprendentemente positivos conocidos en noviembre, el dólar se depreció durante el periodo analizado hasta alcanzar nuevos mínimos con respecto a diversas monedas (véase el Gráfico 1.10). El dólar comenzó a debilitarse tras anunciarse el 14 de octubre que el déficit comercial de Estados Unidos en agosto había sido el segundo mayor jamás registrado. La caída del dólar cobró intensidad unos días más tarde, al conocerse que la compra de títulos estadounidenses por parte de extranjeros había disminuido inesperadamente en agosto. Esto se interpretó como la confirmación de que los bancos centrales asiáticos y los países exportadores de petróleo estaban diversificando sus inversiones, alejándose del dólar de Estados Unidos para optar por el euro (véase "*The international banking market*" en la página 15 del *Informe Trimestral* en inglés). De proseguir esta tendencia, podría socavarse la sostenibilidad del abultado déficit comercial de Estados Unidos que se ha ido acumulando en los últimos años. Las declaraciones del presidente del Consejo de la Reserva Federal el 18 de noviembre acerca de la financiación de dicho déficit se sumaron al pesimismo en torno al dólar.

La depreciación del dólar de Estados Unidos pareció contribuir al desdoblamiento entre los diferenciales de dólar y del euro. Así, el 25 de noviembre, el euro alcanzó un nuevo máximo frente al dólar, nada menos que \$1,33. La fortaleza del euro se percibió como un posible lastre para el crecimiento económico en la zona del euro, que podría reducir la probabilidad

Tipos de cambio frente al dólar de EEUU

Unidades de moneda por dólar de EEUU, 1 enero 2003 = 100



de una subida de los tipos de interés en un futuro cercano, presionando por tanto a la baja los rendimientos en euros. Al mismo tiempo, el abandono del dólar en las inversiones de cartera habría agudizado la presión al alza para los rendimientos en dólares.

Las monedas asiáticas también se fortalecieron frente al dólar. Entre finales de septiembre y finales de noviembre, el yen y el won coreano se apreciaron un 6% y 9% respectivamente frente al dólar de Estados Unidos, alcanzado así sus máximos de los últimos años. Por su parte, el renminbi chino y el dólar de Hong Kong tuvieron que soportar una enorme presión. Las expectativas sobre una revaluación del renminbi se acrecentaron considerablemente el 5 de noviembre, tras unas declaraciones de las autoridades chinas que dieron a entender una preferencia por una cierta fluctuación del tipo de cambio. Unos días antes, las autoridades monetarias chinas habían subido sus tipos de interés por primera vez en casi 10 años, con el objetivo de evitar un recalentamiento de la economía. Esta decisión es de destacar no sólo por el impacto directo de unos mayores tipos de interés, sino también porque dejó entrever que las autoridades de aquel país estaban recurriendo cada vez más a los mecanismos del mercado para orientar su economía.

... y llevan al dólar a nuevos mínimos frente a numerosas divisas

Reciente descenso de la volatilidad

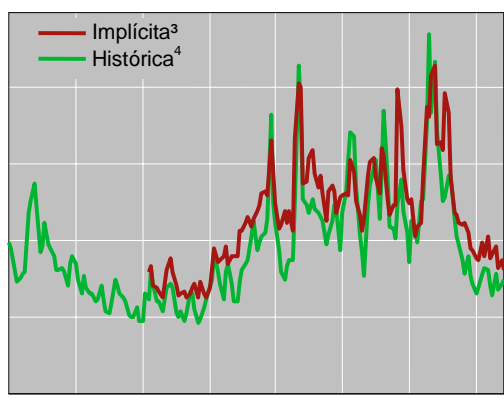
Durante la mayor parte de los últimos dos años, se ha observado un descenso de la volatilidad en los mercados de renta fija y variable, incluso cuando éstos parecían tambalearse ante datos inesperados sobre el vigor de la recuperación mundial. En los mercados bursátiles, la volatilidad efectiva de los rendimientos del S&P 500 cayó desde más del 35% de octubre de 2002 hasta el 10% registrado en julio de 2004, permaneciendo a continuación en este nivel hasta finales de noviembre. La volatilidad implícita en los precios de las correspondientes opciones pasó del 34% al 15%. Por su parte, en los mercados de renta fija, la volatilidad efectiva de los rendimientos de los títulos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años descendió desde el 9% de principios de agosto de 2003 hasta cerca del 5% a finales de noviembre de 2004, su mínimo desde el verano de 2001. La volatilidad implícita derivada de los precios de las opciones cayó hasta el 5% desde el 10%.

Para comprender los factores que se esconden tras estas variaciones de la volatilidad, es necesario analizar el momento en el que se produjeron estos descensos. En los mercados bursátiles, la reducción comenzó en torno a octubre de 2002, coincidiendo con el fin de un prolongado periodo de extraordinaria volatilidad, que estuvo marcado por la formación y explosión de una burbuja en el mercado y por graves escándalos contables. También fue éste el comienzo de una etapa caracterizada por un mayor aumento de los beneficios empresariales y por el fortalecimiento de los balances. Con la mejora de los balances de las empresas, el efecto de apalancamiento que suele llevar asociada una elevada volatilidad parece haber quedado mermado, algo que también ha provocado diferenciales crediticios más estrechos. Además, las subidas registradas en los mercados tras la etapa bajista de 2000–02 podrían haber disipado el temor a que el mercado pudiera ser susceptible a otra gran corrección.

Por otro lado, en los mercados de deuda, parece que la volatilidad tocó techo en el verano de 2003, cuando los agentes del mercado podrían haber malinterpretado la probabilidad de que la Reserva Federal de Estados Unidos recurriera a medidas de política monetaria no convencionales. Sin embargo, la decisión del banco central el 25 de junio de rebajar sus tipos de interés en 25 puntos básicos y no en 50 puntos como se esperaba ayudó a estabilizar las expectativas de los mercados. Otras señales y declaraciones posteriores de la Fed podrían haber propiciado un extraordinario consenso entre los agentes del mercado acerca de la futura evolución de los tipos de interés oficiales. El consiguiente descenso de la volatilidad se produjo a pesar de giros ocasionales en las expectativas sobre la recuperación subyacente, especialmente en el momento de conocerse los datos sobre el empleo no agrícola en Estados Unidos. Así pues, la eficacia con la que las

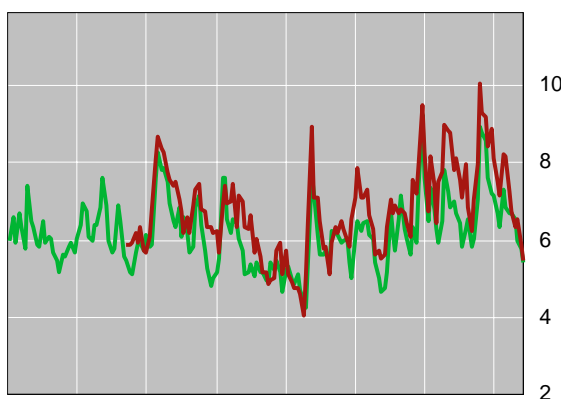
Medidas de la volatilidad¹

S&P 500



1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004

Bonos del Estado de EEUU²



1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004

¹ Volatilidad diaria anualizada; medias mensuales ² Futuros a diez años ³ Volatilidad implícita en el precio de las opciones de compra at-the-money. ⁴ Volatilidad condicional de los rendimientos diarios estimada para el periodo enero 1990 – noviembre 2004 utilizando un modelo GARCH(1,1).

Fuentes: Bloomberg; Merrill Lynch; cálculos del BPI.

autoridades monetarias han logrado comunicar sus intenciones parece haber anulado cualquier efecto sorpresa que pudieran tener estos datos.

Un segundo factor favorable al descenso de la volatilidad, en el mercado de renta fija estadounidense especialmente, ha sido la menor incidencia que ha tenido la oscilación de rendimientos con respecto a las estrategias de cobertura de las carteras hipotecarias. En ocasiones anteriores —la más reciente en agosto de 2003—, los crecientes rendimientos a largo plazo propiciaron el prolongamiento de la duración de las carteras de los bonos de titulización hipotecaria, al reducir los prestatarios su actividad de refinanciación. Esto, a su vez, aumentó la actividad de cobertura, haciendo que los rendimientos a largo plazo subieran más durante algún tiempo. Esta influencia parece haber sido menos pronunciada en 2004; por ejemplo, el aumento de los rendimientos en abril de 2004 apenas conllevó un pequeño aumento de la volatilidad. El prolongado periodo de rendimiento nominal relativamente bajo puede haber reducido el margen para una nueva ronda de refinanciación, de modo que los cambios inesperados en la actividad de refinanciación ya no caen por sorpresa en los mercados.