

1. Presentación general: escasa rentabilidad pese a la solidez de la economía

A comienzos de año, los rendimientos a largo plazo permanecían sorprendentemente bajos en los principales mercados. A pesar del afianzamiento del crecimiento mundial y de las subidas de los tipos de interés en Estados Unidos, la rentabilidad a largo plazo para el dólar estadounidense se mantuvo por debajo de los niveles alcanzados cuando la Reserva Federal comenzó a endurecer su política monetaria. Los rendimientos en euros a largo plazo se redujeron a mediados de febrero, especialmente los del bono alemán a treinta años, que cayeron muy por debajo de sus anteriores mínimos. Sin embargo, estas reducciones no se vieron acompañadas de un recorte en las previsiones de inflación, lo que significaría que otros factores fueron los responsables de la recuperación de los mercados de renta fija. Uno de los factores más mencionados en los mercados fue la demanda de activos de larga duración por parte de fondos de pensiones y compañías de seguros.

El apetito de instrumentos de alto rendimiento mostrado por los inversionistas atestiguó su confianza en la fortaleza de la recuperación económica. Hacia finales de 2004, los diferenciales para todo tipo de deuda (corporativa y soberana, con grado de inversión y de alto rendimiento) se acercaron a sus mínimos históricos, o incluso los sobrepasaron. A comienzos de año, algunos inversionistas mostraron una actitud de aversión al riesgo ante el temor a que la escalada progresiva de tipos de interés en Estados Unidos resultase más rápida de lo inicialmente anticipado. No obstante, en febrero de 2005, los diferenciales para títulos corporativos y de mercados emergentes todavía rondaban sus niveles de finales de 2004.

Los mercados bursátiles siguieron una evolución similar a los de renta fija, subiendo a finales de 2004 para perder fuerza a comienzos del nuevo año. Las perspectivas de una vuelta al apalancamiento empresarial reavivaron las bolsas hacia finales de enero. Tras varios años reforzando sus balances, las sociedades estadounidenses en concreto parecían recuperar el apetito por el rescate de acciones así como por las fusiones y adquisiciones con el fin de darle un revulsivo a los beneficios de sus accionistas, incluso a costa de aumentar los riesgos para los tenedores de bonos.

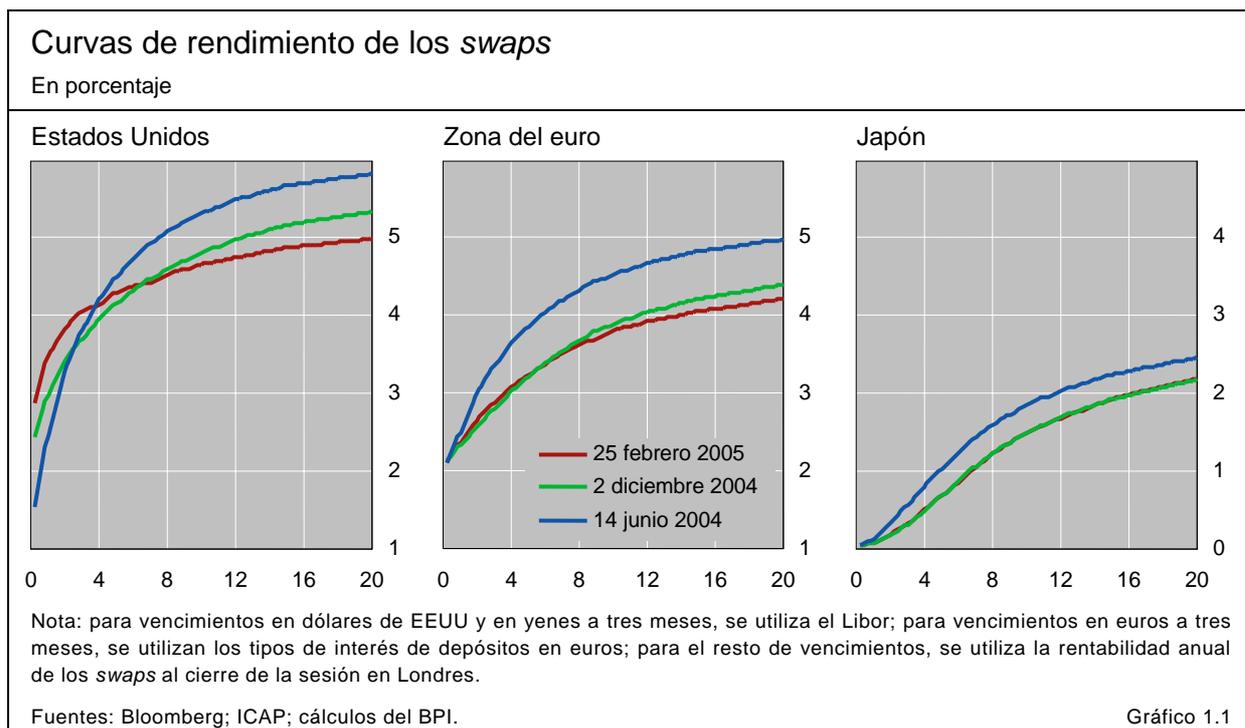
Los tipos de interés a largo plazo permanecen estables ante las subidas de la Fed

El aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos, iniciada a finales de junio cuando la Reserva Federal comenzó a subir sus tipos de interés, prosiguió a lo largo del periodo analizado (véase el Gráfico 1.1). En el tramo final de la curva, la rentabilidad de la deuda pública estadounidense, que había aumentado el trimestre anterior hasta noviembre, retomó una suave bajada a principios de diciembre que se prolongó durante el año nuevo. El 9 de febrero, la rentabilidad de los títulos del Tesoro a 10 años se situaba en el 3,98%, su nivel más bajo en más de tres meses (véase el Gráfico 1.2), a pesar del aumento de las tasas a corto plazo a medida que la Fed iba endureciendo su política, e incluso ante las señales inequívocas que apuntaban a la continuidad de estas medidas a lo largo de al menos los próximos meses, cuanto menos.

La curva de rendimientos de EEUU se aplana

El comportamiento desacomodadamente moderado de los rendimientos a largo plazo a pesar de las subidas de tipos de interés aplicadas por la Fed se explica en parte por unos datos macroeconómicos que tendieron a defraudar las expectativas, a pesar de la mejora durante dicho periodo de las previsiones de consenso para 2005 (véase el Gráfico 1.3). En concreto, las cifras del empleo no agrícola dadas a conocer a principios de diciembre y febrero, a las que siempre se concede una enorme importancia, se quedaron muy lejos de las previsiones, lo que provocó caídas de los rendimientos en los días posteriores de hasta 16 y 9 puntos básicos, respectivamente. En cuanto a los precios de consumo, la inflación general subyacente permaneció contenida y el encarecimiento del petróleo tuvo un impacto apenas limitado en las expectativas de inflación a largo plazo.

Rendimientos moderados debido a una evolución del empleo peor de lo previsto...



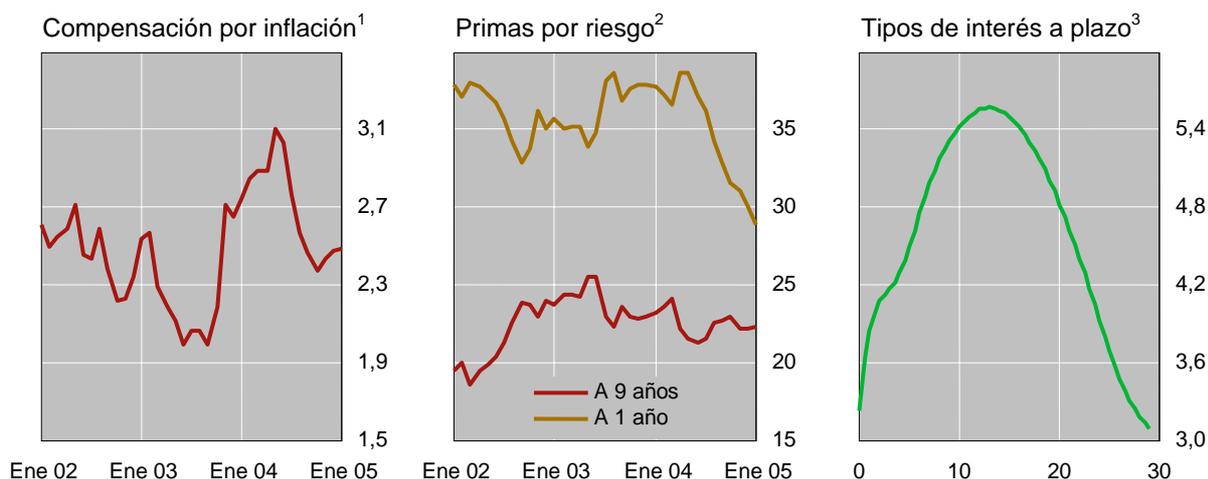
Descomposición de los intereses a largo plazo

Los reducidos tipos de interés a largo plazo observados en los principales mercados, en especial en Estados Unidos, han sorprendido a numerosos agentes y expertos del mercado. A pesar de que desde junio de 2004 se ha constatado un crecimiento constante en la economía estadounidense, un marcado encarecimiento del petróleo y una subida de 150 puntos básicos de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal (quien además ha dejado entrever nuevas subidas en el futuro), lo cierto es que durante los primeros dos meses de 2005, la rentabilidad de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años ha permanecido al menos 30 puntos básicos por debajo de su nivel de antes de que la Reserva Federal comenzara sus subidas.

Una forma de determinar si los rendimientos a largo plazo actuales resultan acordes con la coyuntura económica subyacente consiste en disociar sus distintos componentes. Los tipos de interés a largo plazo pueden considerarse como una función de la evolución esperada de los tipos de interés a corto plazo y de una prima por riesgo variable en el tiempo. Por ejemplo, el 25 de febrero, el tipo de interés a plazo para los títulos del Tesoro a un año en un horizonte de nueve años se situaba en torno al 5,3%, lo que podría implicar un interés a corto plazo del 5,1%, con una prima por riesgo de 20 puntos básicos. Los tipos de interés esperados a corto plazo pueden descomponerse a su vez en inflación prevista y en un tipo de interés real, mientras que, por su parte, la prima por riesgo puede fluctuar dependiendo de la liquidez, la aversión al riesgo de los inversionistas o el riesgo de inflación percibido.

La reducción de los tipos de interés a largo plazo desde mediados de 2004 podría deberse en parte a la mejora de las expectativas de inflación a largo plazo. La compensación por inflación, que viene dada por la diferencia entre la rentabilidad nominal de los títulos del Tesoro y la rentabilidad de los títulos indicados a la inflación, se ha reducido para horizontes prolongados. Por ejemplo, la compensación por inflación para un horizonte de entre cinco y diez años ha caído en más de 50 puntos básicos desde junio de 2004, hasta situarse por debajo del 2,5% (véase el panel izquierdo del gráfico), lo que indica que las expectativas de inflación a largo plazo se habrían reducido, aunque estas variaciones también podrían deberse a cambios en la liquidez del mercado o en la prima por riesgo de inflación. Desde mediados de 2004, las previsiones de los economistas para la inflación a largo plazo han aumentado levemente hasta situarse en el 2,5%.

Determinantes de los tipos de interés a plazo



¹ Diferencia entre el tipo de interés a plazo a cinco años nominal y el indicado a la inflación, en un horizonte de cinco años; la rentabilidad nominal de los títulos del Tesoro se obtiene a partir de las curvas de tipos de mercado razonables calculadas por Bloomberg; medias mensuales. ² Primas por riesgo para tipos de interés a plazo a un año; calculadas a partir de un modelo afín trifactorial descrito en Q Dai y K Singleton, "Expectations puzzles, time-varying risk premia, and affine models of term structure", *Journal of Financial Economics*, 63, 2002, pp 415-41; datos mensuales; en puntos básicos. ³ Curva de tipos de interés nominales a plazo a un año correspondiente al 25 de febrero de 2005; a partir de una curva para títulos del Tesoro de cupón cero calculada por Lehman Brothers.

Fuentes: Bloomberg; Lehman Brothers; cálculos del BPI.

En cuanto a los tipos de interés reales, la teoría económica indica que su tendencia es hacia un nivel "natural", que suele definirse como el tipo de interés real a corto plazo que permite una inflación estable. Este nivel natural oscila a lo largo del tiempo dependiendo de factores como las ganancias de productividad. El tipo de interés natural no puede observarse directamente, por lo que suele estimarse mediante un modelo macroeconómico. En Estados Unidos, por ejemplo, este nivel se estimó cercano al 3% a mediados de 2002, aunque podría haber caído hasta el 2,6% en los últimos años⁹. Sin embargo, la tasa natural puede verse afectada en el corto plazo por alteraciones de la oferta o la demanda.

Además de las expectativas de inflación y de los tipos de interés reales, las curvas de rendimiento incorporan, en todo momento, primas por riesgo que disocian los tipos de interés a plazo para cada vencimiento de la evolución de los tipos de interés a corto plazo prevista por los mercados. En los últimos años, habrían disminuido las primas por riesgo para títulos del Tesoro de Estados Unidos a corto plazo, gracias tal vez a una mejor comunicación de intenciones por parte de la Reserva Federal y a la reducida volatilidad implícita e histórica que se observa actualmente en los mercados de renta fija. Sin embargo, las primas por riesgo para el largo plazo apenas han oscilado. A través de un modelo trifactorial de la curva de rendimientos se observa que la prima por riesgo implícita en los tipos de interés a plazo a un año en un horizonte de nueve años ha permanecido en torno a los 20 puntos básicos desde finales de 2002 (véase el panel central del gráfico anterior).

Todos estos factores apuntan a que el tipo de interés a plazo "de equilibrio" para el corto plazo en vencimientos largos puede situarse en Estados Unidos en torno al 5,5%: la suma de unas expectativas de inflación a largo plazo del 2,5%, un tipo de interés natural de 2,6–3,0% y una prima por riesgo de unos 20 puntos básicos. Es decir, en ausencia de cambios en estos factores, es probable que este tipo de interés se establezca a largo plazo en torno al 5,5%. Dado que la estimación de los componentes de los rendimientos a largo plazo suele resultar imprecisa, conviene considerar este 5,5% como el punto medio de un intervalo más amplio.

No obstante, los tipos de interés a plazo a un año parecen estar situados actualmente en la parte baja del intervalo en casi toda la curva (véase el panel derecho del gráfico): a 25 de febrero, no llegaban al 4,5% para un horizonte de cinco años, y sólo conseguían alcanzar el 5% a los ocho años. Para vencimientos muy largos (más de 15 años) los tipos de interés a plazo incluso se reducen, llegando a caer por debajo del 5%, lo que puede atribuirse a los descensos observados en algunos de los componentes antes analizados, aunque también podría deberse a desequilibrios transitorios entre la oferta y la demanda de títulos del Estado. Por ejemplo, la fuerte demanda de activos de larga duración por parte de fondos de pensiones y compañías de seguros, unida a una menor oferta de este tipo de activos, podría estar manteniendo bajos los rendimientos a largo plazo, como ha venido ocurriendo durante años con la deuda pública del Reino Unido.

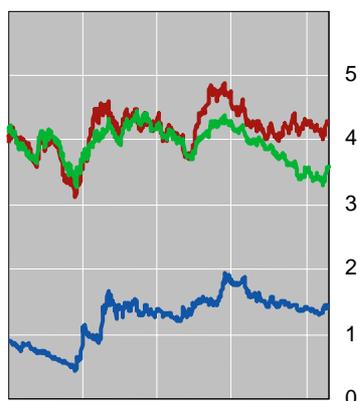
⁹ Véase T Laubach y J C Williams, "Measuring the natural rate of interest", *The Review of Economics and Statistics*, vol 85, nº 4, noviembre de 2003, pp 1063–70; J Amato, "The role of the natural rate of interest in monetary policy", *BIS Working Papers*, nº 171, marzo de 2005.

Otro factor que pudo haber influido en la escasa rentabilidad de los bonos fue la mayor certitud acerca de la trayectoria y consecuencias del endurecimiento de la política monetaria a corto plazo. En el periodo analizado, la Fed mantuvo sus estimaciones sobre riesgos equilibrados para los precios y el crecimiento, así como sus expectativas de que el ritmo de restricción monetaria continuaría siendo "mesurado". Las volatilidades implícitas de los futuros sobre deuda pública de Estados Unidos rozaron sus mínimos de mediados de los años 90, mientras que las estimaciones de las primas de riesgo para las rentabilidades a corto y medio plazo se redujeron pronunciadamente (Gráfico 1.2; véase también el cuadro de la página 3). Los mercados tal vez se vieron sacudidos por la publicación el 4 de

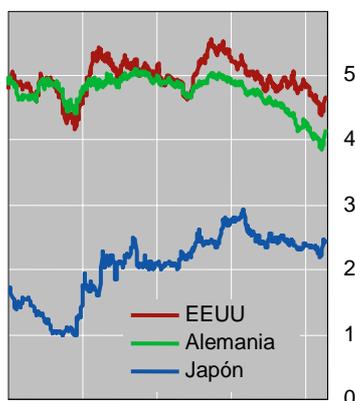
... y a una menor incertidumbre en torno a la política monetaria

Mercados de deuda pública

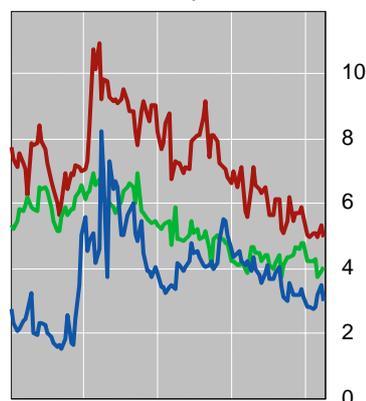
Rendimientos a 10 años¹



Rendimientos a 30 años^{1,2}



Volatilidades implícitas³



Ene 03 Jul 03 Ene 04 Jul 04 Ene 05

Ene 03 Jul 03 Ene 04 Jul 04 Ene 05

Ene 03 Jul 03 Ene 04 Jul 04 Ene 05

¹ En porcentaje. ² Para EEUU, rendimiento de los títulos del Tesoro de mayor vencimiento. ³ Volatilidad de los precios implícita en el precio de las opciones de compra *at-the-money* sobre futuros de la deuda pública a 10 años; medias semanales.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.2

enero de las actas correspondientes a la reunión de diciembre del FOMC, la primera vez que se daban a conocer en tan breve espacio de tiempo. Los comentarios de algunos miembros del FOMC sobre un exceso de asunción de riesgo en los mercados y sobre posibles presiones inflacionistas, poniendo en duda al mismo tiempo la necesidad de comunicar un ritmo de endurecimiento monetario probablemente "mesurado", provocaron un breve episodio de ventas en los mercados de renta fija. Pese a todo, las declaraciones posteriores de altos cargos de la Fed, junto con el comunicado casi idéntico del FOMC tras su reunión del 2 de febrero, acabaron de convencer de que la Fed no se preparaba para subir más deprisa sus tipos de interés.

A pesar de todos estos motivos para una evolución tranquila de los rendimientos durante el periodo analizado, diversos expertos advierten que, en vista de la coyuntura macroeconómica y de la evolución reciente, el *nivel* de los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos puede estar situado en niveles excepcionalmente bajos (véase el cuadro). Esta idea viene reforzada por la comparecencia ante el Congreso de Estados Unidos del Presidente de la Reserva Federal el 16 de febrero, en la que calificó de "enigma" los escasos niveles de rentabilidad a largo plazo. Ese mismo día, los tipos de interés a largo plazo crecieron seis puntos básicos.

En la zona del euro, la rentabilidad también se redujo pronunciadamente durante el mismo periodo, en especial la del bono del Estado alemán a 10 años, que lo hizo en casi 40 puntos básicos desde principios de diciembre, hasta alcanzar su mínimo de 3,31% el 10 de febrero. Los diferenciales de rendimiento entre Estados Unidos y la zona del euro, que se habían ampliado considerablemente el trimestre anterior, permanecieron en un intervalo de entre 60 y 70 puntos básicos. Aunque es probable que la menor rentabilidad se debiera en parte a unas expectativas de menor crecimiento para la zona del euro, lo cierto es que los datos macroeconómicos procedentes de Europa

La rentabilidad del euro alcanza mínimos históricos

fueron más variados que negativos. De hecho, la encuesta Ifo sobre el clima empresarial en Alemania, sorprendió positivamente tanto en diciembre como en enero, lo que hace pensar que el sector exportador todavía gozaba de buena salud, a pesar de la apreciación del euro el trimestre anterior (véase el Gráfico 1.3, panel de la izquierda).

Hasta cierto punto, los diferenciales de rendimiento reflejaron la confianza de los mercados en que el BCE dejaría intactos sus tipos de interés hasta finales de año. A pesar de que el BCE ha expresado en ocasiones su inquietud acerca de un exceso de liquidez y de un rápido crecimiento en los precios inmobiliarios, las declaraciones de algunos de sus altos cargos en torno a las consecuencias negativas de la apreciación del euro para la economía dio a entender a los mercados que comenzaba a tomarse consciencia de una cierta fragilidad en la recuperación económica de la zona del euro. Asimismo, los miembros del Consejo de Gobierno señalaron en sus reuniones de enero que anticipaban el regreso de la inflación de la zona del euro a niveles inferiores al 2% interanual, todavía dentro de su horquilla de fluctuación.

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la pérdida de rentabilidad resultó especialmente pronunciada para vencimientos a muy largo plazo. Así por ejemplo, mientras que los rendimientos de los *swaps* entre 10 y 30 años habían discurrido más o menos paralelos a lo largo del segundo semestre, con la llegada del nuevo año el descenso de los rendimientos de los *swaps* denominados en euros y en dólares fue más pronunciado para vencimientos muy largos (Gráfico 1.1) La rentabilidad de los bonos del Estado alemán a 30 años alcanzó nuevos mínimos históricos, al tiempo que la de los bonos más recientes del Tesoro de Estados Unidos a 30 años rozaron sus mínimos de principios de 2003 (Gráfico 1.2, panel central). El posible aumento de la oferta de bonos de largo vencimiento, tras el anuncio de Francia a finales de febrero de emitir deuda a 50 años y el interés que esto suscitó entre otros estados europeos, no consiguió enfriar el entusiasmo de los inversionistas.

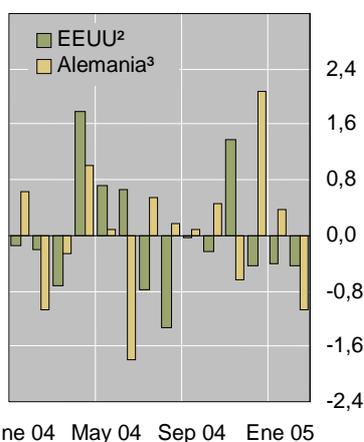
Muchos agentes del mercado arguyeron también factores estructurales como responsables del descenso de rentabilidad de los bonos de largo vencimiento. En Estados Unidos, los anuncios de una posible reforma del sistema de pensiones se interpretaron como coadyuvantes de la remontada de los bonos a largo plazo. En concreto, es posible que las propuestas para reforzar las pensiones de prestaciones definidas mediante un mayor ajuste entre activos y pasivos y la reducción de los déficit de financiación animaran a los fondos de pensiones a adquirir activos a más largo plazo. Estos factores estructurales podrían haber tenido si cabe más importancia en el caso de la zona del euro. Algunos de los principales índices de deuda en los países miembros tuvieron que ampliar su duración por motivos técnicos, forzando así a inversionistas que habían tomado estos índices como referencia a aumentar también la duración de sus inversiones. La reforma del sistema de pensiones en los Países Bajos elevó la demanda de activos a largo plazo, al tiempo que la afluencia de fondos hacia aseguradoras alemanas que se produjo a finales de año (por motivos fiscales) supuso todo un exceso de capital con el que

Fuerte demanda de bonos de muy largo vencimiento...

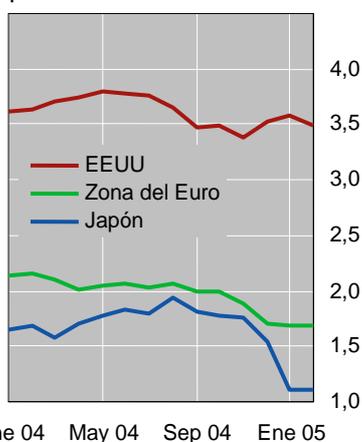
... tal vez por las reformas de las pensiones

Anuncios macroeconómicos

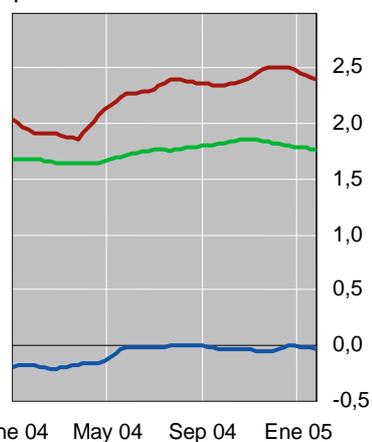
Sorpresas¹



Previsiones de crecimiento para 2005⁴



Previsiones de inflación para 2005⁴



¹ Diferencia entre las cifras obtenidas y las previsiones de consenso normalizadas por la desviación estándar de las sorpresas anteriores; las observaciones se sitúan en el mes en 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 Encuesta sobre el clima empresarial realizada por el Institut für Wirtschaftsforschung (Ifo). ⁴ Previsiones publicadas mensualmente por Consensus Economics; las observaciones se sitúan en el mes en el que se realizó la previsión; variación porcentual con respecto al año anterior.

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

Gráfico 1.3

invertir en títulos de largo vencimiento. Si bien estos “factores de demanda” técnicos suelen tener un efecto marginal en los rendimientos comparado con los datos macroeconómicos, a principios de 2005 parecía innegable que estaban ejerciendo una presión considerable hacia el final de la curva, especialmente en la zona del euro.

En Japón, los tipos de interés a largo plazo crecieron en líneas generales, contradiciendo así la tendencia de otros grandes mercados. En realidad, los rendimientos cayeron en enero, a medida que iban mermando las expectativas de un final cercano de la deflación y de la suavización cuantitativa de la política monetaria por parte del Banco de Japón. En este sentido, tuvo especial importancia la revisión *ad interim* de las previsiones de inflación para el pasado otoño, anunciada por el Consejo de Política el 19 de enero, que señalaba un marcado descenso de las presiones sobre los precios, reflejo de unas expectativas de crecimiento más débil (véase el Gráfico 1.3, panel central). Sin embargo, a partir de febrero, una vez conocida la sorpresa positiva de los pedidos de maquinaria y los beneficios bursátiles, los rendimientos comenzaron a recuperarse, alcanzando el 1,45% el 14 de febrero, su nivel más alto desde el pasado noviembre.

Los diferenciales de rendimiento rozan mínimos históricos a finales de año

Ante el panorama de escasa rentabilidad a largo plazo, los inversionistas en busca de altos rendimientos siguieron optando por productos con mejor remuneración, incluida la deuda de mercados emergentes. Durante el cuarto trimestre de 2004, subieron todos los tipos de deuda: corporativa y soberana,

Mejora de la rentabilidad del yen en febrero

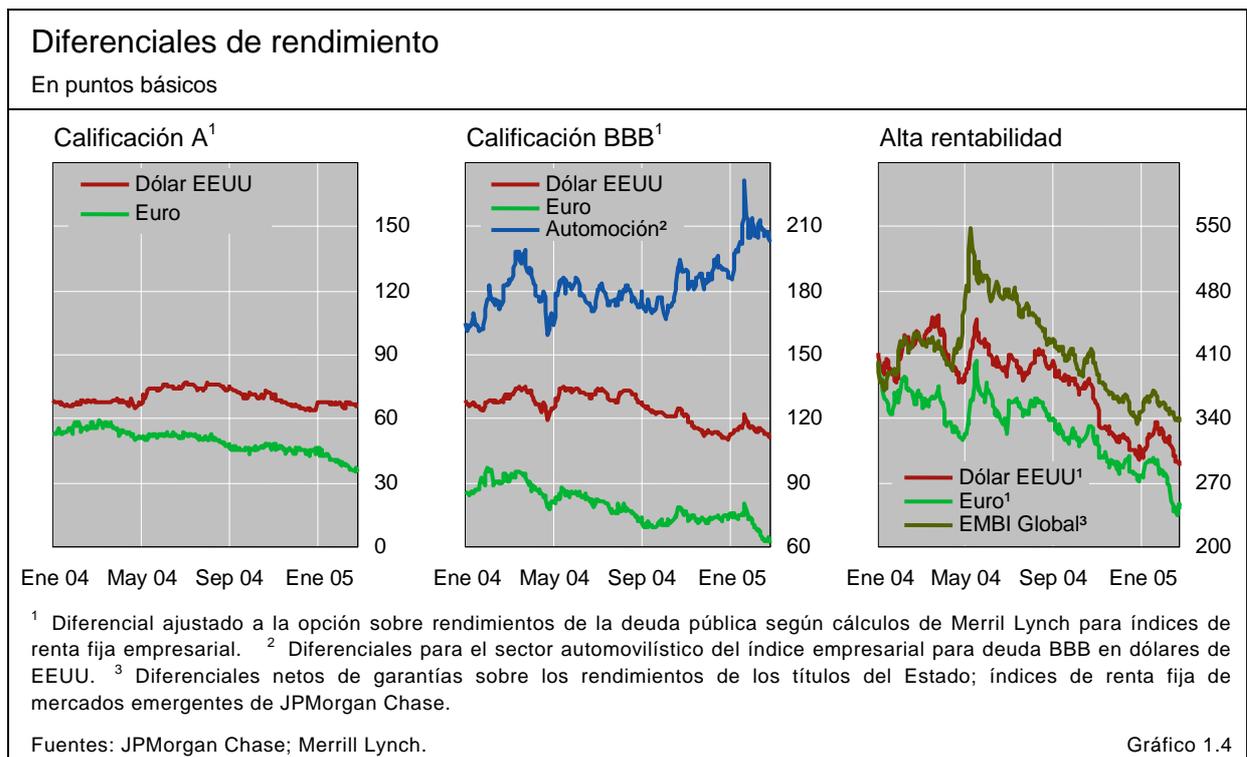
Recuperación de la deuda corporativa y de mercados emergentes...

con grado de inversión y de alto rendimiento (véase el Gráfico 1.4). De hecho, hacia finales de diciembre, los diferenciales de rendimiento se acercaron en todos los mercados a sus mínimos históricos, o incluso se redujeron aún más. Así por ejemplo, a finales de ese mes, los diferenciales de los bonos corporativos con calificación A denominados en dólares de Estados Unidos llegaron a los 64 puntos básicos, tan sólo 16 por encima de su anterior mínimo alcanzado en octubre de 1997. Por su parte, los diferenciales de la deuda de mercados emergentes se redujeron hasta apenas 335 puntos básicos, muy por debajo de su anterior mínimo.

Ni siquiera el elevado volumen de emisión pareció disuadir a los inversionistas deseosos de adquirir bonos corporativos y de mercados emergentes. En el mercado estadounidense, la emisión de deuda privada de alto rendimiento se disparó en el último trimestre del año (véase el Gráfico 1.5), al igual que ocurrió con la suscripción de créditos sindicados (véase la sección “*Refinancing boosts syndicated lending to record levels*” en la página 29 del *Informe Trimestral* en inglés). También fue considerable en el cuarto trimestre el nivel de endeudamiento por parte de entidades de economías emergentes a través de los mercados internacionales de bonos y préstamos, lo que llevó el total de financiación para emisores de mercados emergentes en 2004 hasta cotas superiores a los máximos de 1997 (véase el Gráfico 1.6).

... a pesar del cuantioso volumen de emisión

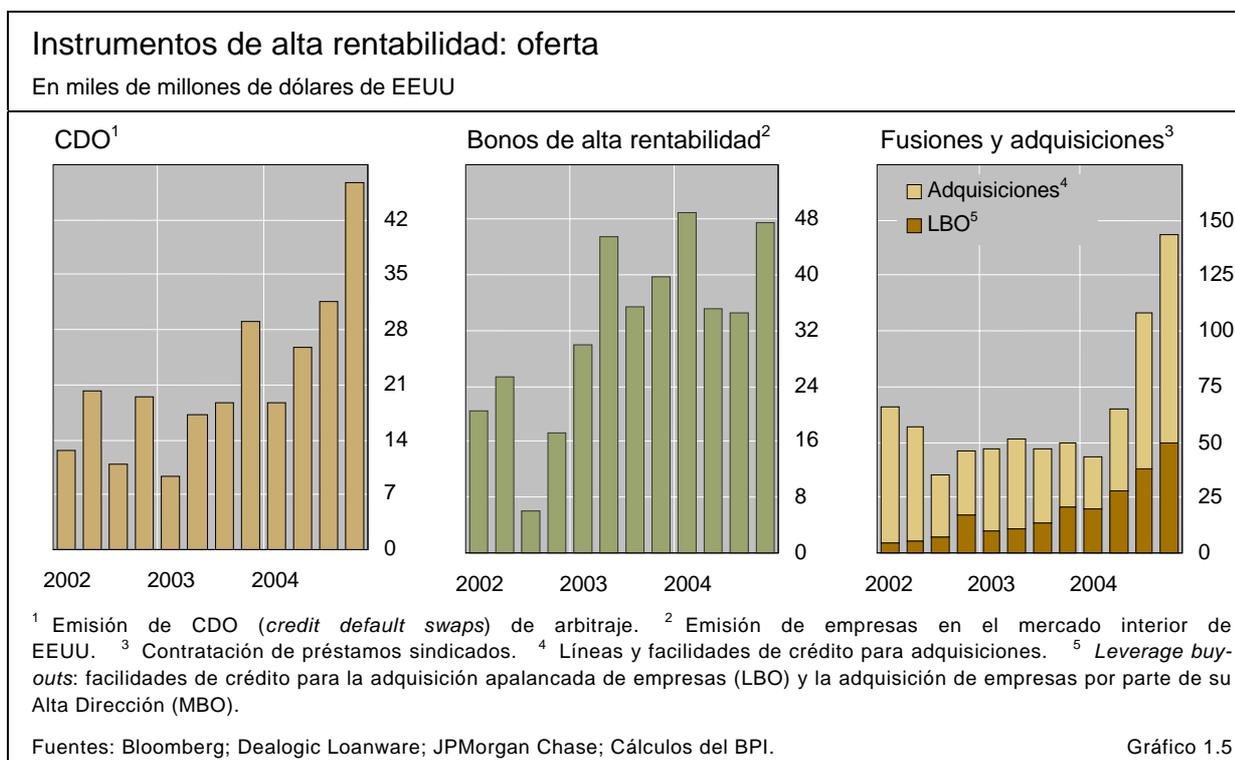
Por su parte, la emisión de bonos de titulización de deuda garantizada (CDO) contribuyó a reducir los diferenciales, ya que los gestores de este tipo de instrumentos intentaron comprar deuda de alta rentabilidad para respaldar las estructuras financiadas o bien vender protección en el mercado de *swaps* de incumplimiento crediticio para respaldar sus operaciones sintéticas. La emisión de CDO de arbitraje, que suele alcanzar máximos a final de año,



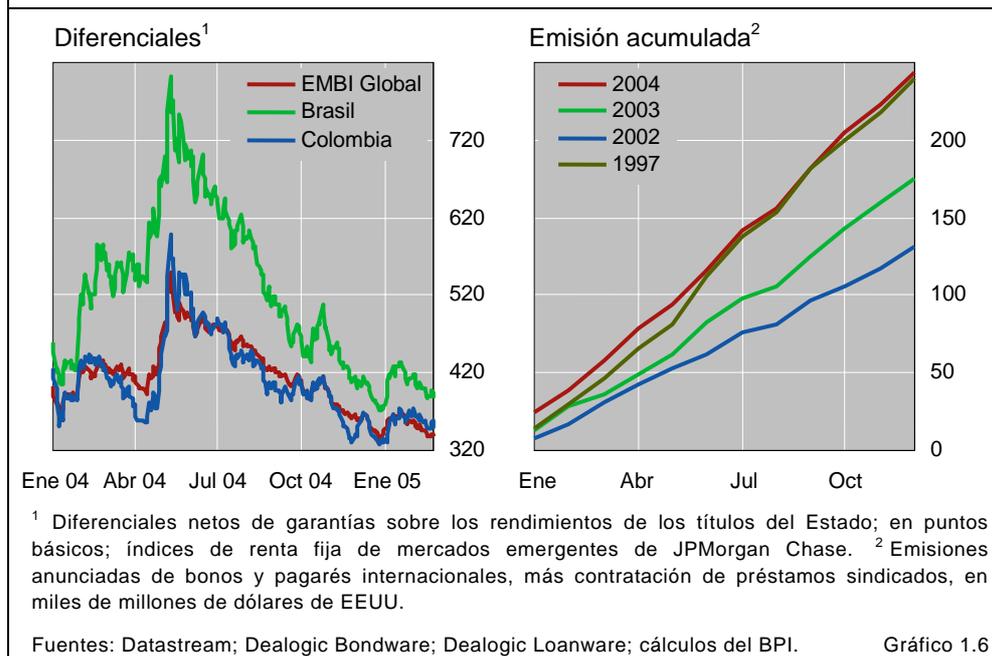
creció desde los cerca de 25.000 millones de dólares que consiguió en cada uno de los tres primeros trimestres de 2004 hasta los casi 50.000 millones que consiguió en el cuarto trimestre (véase el Gráfico 1.5). En el cuarto trimestre, los préstamos apalancados (destinados, entre otras cosas, a la compra de empresas) supusieron, según JPMorgan Chase, el 45% del colateral utilizado en las estructuras de financiación, un porcentaje extraordinariamente elevado si se compara con el 30% correspondiente a los tres trimestres anteriores. Con la llegada del nuevo año, la emisión de CDO se redujo considerablemente, algo que no es de extrañar habida cuenta de lo ocurrido en periodos anteriores.

Fuerte demanda de CDO

La demanda de CDO se vio a su vez animada por la búsqueda de rentabilidad que caracterizó a los mercados financieros desde al menos finales de 2003, aunque esta vez no son los bancos comerciales los únicos que participan en este mercado, sino que los inversionistas institucionales están empezando a cobrar protagonismo. Según estimaciones de JPMorgan Chase, casi el 40% de una reciente operación con financiación sintética estuvo dirigida por gestores de fondos, mientras que los bancos comerciales tan sólo participaron en una tercera parte. Uno de los principales factores que se esconde tras el creciente interés de los gestores de fondos por los CDO es la rentabilidad relativamente elevada que ofrecen estos instrumentos. Dada su complejidad y escasa liquidez, los CDO con calificación AAA suelen reportar al menos 30 puntos básicos más que bonos corporativos con calificación similar, e incluso la rentabilidad puede ser mayor en el caso de CDO respaldados con otros CDO, o cuando se trata de CDO respaldados por préstamos apalancados.



Los mercados emergentes



La búsqueda de rendimiento se desvaneció por un tiempo a principios de año, especialmente entre los inversionistas estadounidenses. Mientras que los diferenciales de rendimiento para grado de inversión se mantuvieron estables o disminuyeron, los de bonos corporativos de alto rendimiento se ampliaron en más de 30 puntos básicos durante la primera mitad de enero, la mayor oscilación desde mayo de 2004 (véase el Gráfico 1.4). Los diferenciales de mercados emergentes también se ampliaron durante este periodo, si bien el episodio de ventas resultó mesurado y breve, permaneciendo los diferenciales muy por debajo de su promedio de 2004, para aproximarse de nuevo en febrero a sus niveles de finales de 2004.

La ampliación inicial de diferenciales estuvo motivada por las expectativas de un endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos más rápido de lo esperado, que surgieron tras hacerse públicas el 4 de enero las actas de la reunión de la Reserva Federal. Al día siguiente, los diferenciales de rendimiento de los mercados emergentes se ampliaron en 9 puntos básicos, estando Brasil y otros países de América Latina entre los más afectados por el episodio de ventas (véase el Gráfico 1.6). La reacción de los diferenciales de la deuda corporativa fue más moderada y se limitó principalmente a los emisores con menor calificación. Esto supone una continuación de la pauta observada desde al menos el segundo trimestre de 2004, cuando se produjeron ventas generalizadas en los mercados internacionales de deuda. En aquella ocasión, los diferenciales de la deuda emergente se habían ampliado mucho más que en el caso de los bonos corporativos de alta rentabilidad en respuesta a la incertidumbre en torno a la evolución de la política monetaria en Estados Unidos.

La ampliación de los diferenciales para deuda privada de alta rentabilidad agravó a mediados de enero la preocupación acerca de una posible rebaja de

Ampliación transitoria de los diferenciales a principios de enero

Preocupación por la rebaja de la calificación de General Motors

la calificación crediticia para General Motors, por debajo de grado de inversión. El 19 de enero, GM dio a conocer su previsión de resultados para el primer trimestre de 2005, que resultó decepcionante, lo que llevó a muchos agentes del mercado a adelantar sus expectativas de rebaja de calificación por parte de Standard & Poor's e hizo temer que GM pudiera salir del índice de bonos con grado de inversión, algo que forzaría a los inversionistas que utilizan estos índices como referencia a vender sus carteras. Así pues, tras dicho anuncio, los diferenciales de GM y de otras sociedades automovilísticas se ampliaron súbitamente. También se vieron afectados otros mercados de deuda de alta rentabilidad, donde se produjeron ventas generalizadas al optar por GM los gestores de alto rendimiento en detrimento de otros emisores con escasa calificación. Esta repercusión se vio agravada por el enorme volumen de la deuda emitida por GM, pues la rebaja de calificación podría afectar al menos a 30.000 millones de dólares en bonos (lo que supone aproximadamente el 3% de la deuda de alto rendimiento en circulación).

Estas ventas se frenaron cuando Lehman Brothers introdujo una modificación técnica en la manera en la que construye sus índices de bonos¹, cuya consecuencia directa fue que la rebaja de calificación de GM por S&P no supondría su eliminación de sus índices de grado de inversión. De este modo, los diferenciales para deuda de alto rendimiento se contrajeron 9 puntos básicos durante los dos días que siguieron a dicha modificación, y continuaron haciéndolo hasta finales de febrero, al estimar los inversionistas que todavía había margen para asumir más riesgos.

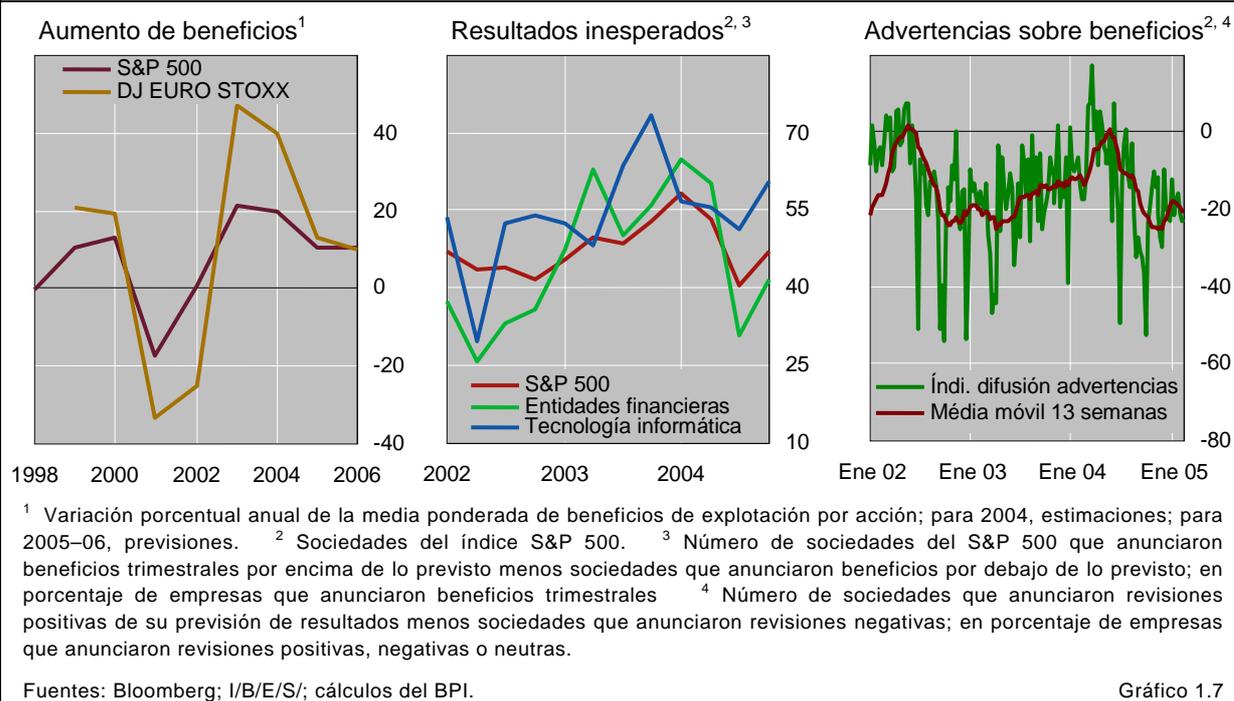
El ciclo crediticio da muestras de haber tocado techo

Expectativas de moderación de los beneficios

Unos resultados empresariales excepcionales también contribuyeron a estrechar los diferenciales crediticios en los dos primeros meses de 2005. Mientras que el tercer trimestre de 2004 trajo consigo escasos beneficios para las empresas que componen el índice S&P, los resultados del trimestre siguiente (dados a conocer en enero y febrero de 2005) superaron las expectativas de los expertos (véase el Gráfico 1.7). Asimismo, el número de empresas que anunciaron revisión a la baja de sus previsiones de resultados comenzó a reducirse en diciembre, después de que hubiera crecido entre junio y noviembre de 2004, al tiempo que aumentó el número de revisiones al alza. No obstante, se espera que el aumento de beneficios entre las empresas que forman parte del S&P 500 vaya a caer hasta el 10,5% en 2005, frente al 19,7% registrado en 2004, mientras que las sociedades del EURO STOXX pasarán del 39,7% al 13,4%.

¹ El 24 de enero, Lehman Brothers anunció que, a la hora de decidir si incluir o no un determinado título en sus índices de renta fija, tendría en cuenta las calificaciones crediticias emitidas por las tres principales agencias de calificación (Fitch, S&P y Moody's), en vez de tomar la calificación más baja entre S&P y Moody's como había hecho hasta entonces. Dado que Fitch y Moody habían concedido a GM una calificación un grado por encima de la de S&P, en caso de que S&P decidiera rebajar su calificación, las consecuencias a corto plazo no serían tan graves.

Resultados empresariales



En un contexto en el que no se atisban síntomas de aceleración de los beneficios y donde han ido reduciéndose los costes en los últimos años, comienzan a verse atisbos de que las empresas están buscando estrategias alternativas para mantener sus beneficios, como por ejemplo, volviendo a apalancar sus balances. El rescate de acciones y el pago de dividendos estuvieron entre los principales responsables de la emisión de deuda empresarial a lo largo de 2004, lo que supuso el 17% de la financiación obtenida, según Moody's. En cambio, en 2003 sólo el 5% de los fondos conseguidos se había trasladado a los accionistas. Las fusiones y adquisiciones también aumentaron a lo largo del periodo analizado, y muchas de estas operaciones se financiaron con préstamos. La contratación de créditos sindicados para financiar la compra apalancada de empresas (LBO) o la adquisición de una empresa por parte de su equipo directivo (MBO) alcanzó un nuevo récord al llegar a los 49 mil millones de dólares en el último trimestre del año, más del doble de lo alcanzado durante el mismo periodo un año antes, mientras que la financiación de otro tipo de adquisiciones creció hasta los 94 mil millones de dólares (véase el Gráfico 1.5).

Aumento del rescate de acciones y de la distribución de dividendos

Todo ello apunta a que la calidad del crédito puede haber tocado techo en Estados Unidos. De hecho, la proporción de mejoras de calificación por parte de Moody's Investors Service con respecto a las rebajas cayó hasta el 0,7% para empresas estadounidenses en el cuarto trimestre, mientras que el trimestre anterior se situaba en el 1,1%, poniendo así fin a una constante evolución positiva. Para 2005, se prevé un aumento de los impagos por parte de empresas, que sin embargo será sólo marginal y desde los reducidos niveles registrados a finales de 2004. En cambio, en Europa y Japón la calidad

Sigue mejorando la calidad crediticia en los mercados emergentes

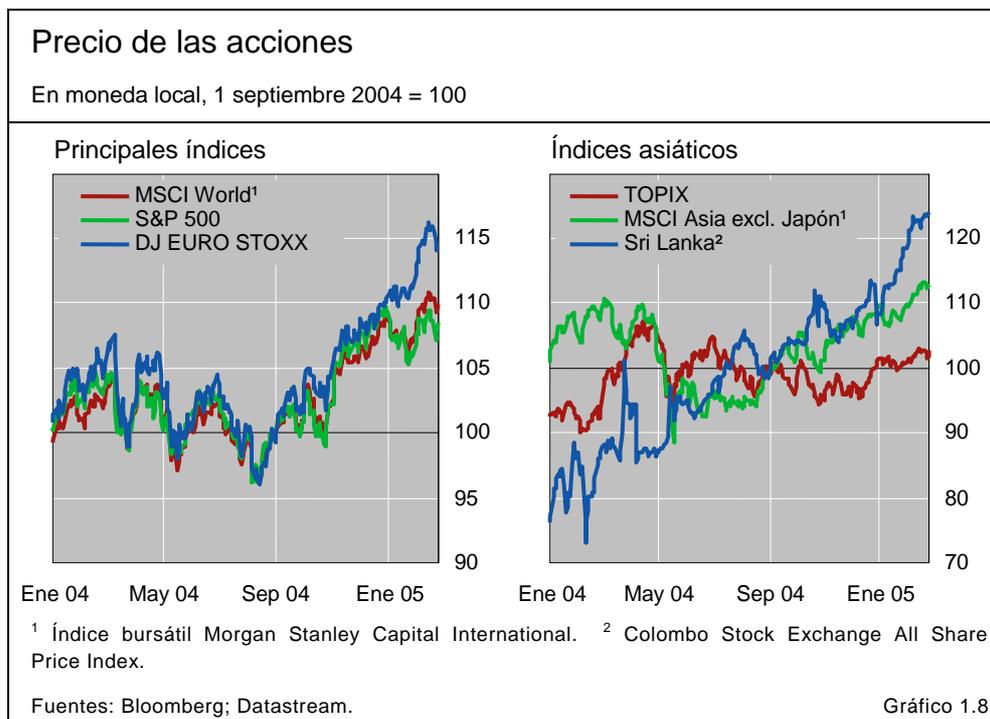
crediticia siguió dando muestras de recuperación, al dedicarse las empresas a reestructurar sus operaciones y sus balances.

La calidad del crédito en los mercados emergentes también mostró una cierta mejoría. El elevado precio de los productos básicos ha beneficiado a algunos prestatarios de países emergentes, al tiempo que muchos soberanos y empresas de estos mercados han concertado sus esfuerzos para reducir su vulnerabilidad ante la evolución de la coyuntura en los mercados. Estos esfuerzos incluyen ampliar el vencimiento de la deuda en circulación y aprovechar el creciente mercado para bonos denominados en moneda local (véase la sección *"The international debt securities market"* en la página 31 del *Informe Trimestral* en inglés). Los prestatarios de mercados emergentes se mostraron en 2004 muy activos en los mercados de deuda internacional, aunque la mayoría de la financiación obtenida se destinó a amortizar la deuda que vencía, permaneciendo la emisión neta muy por debajo de su anterior máximo.

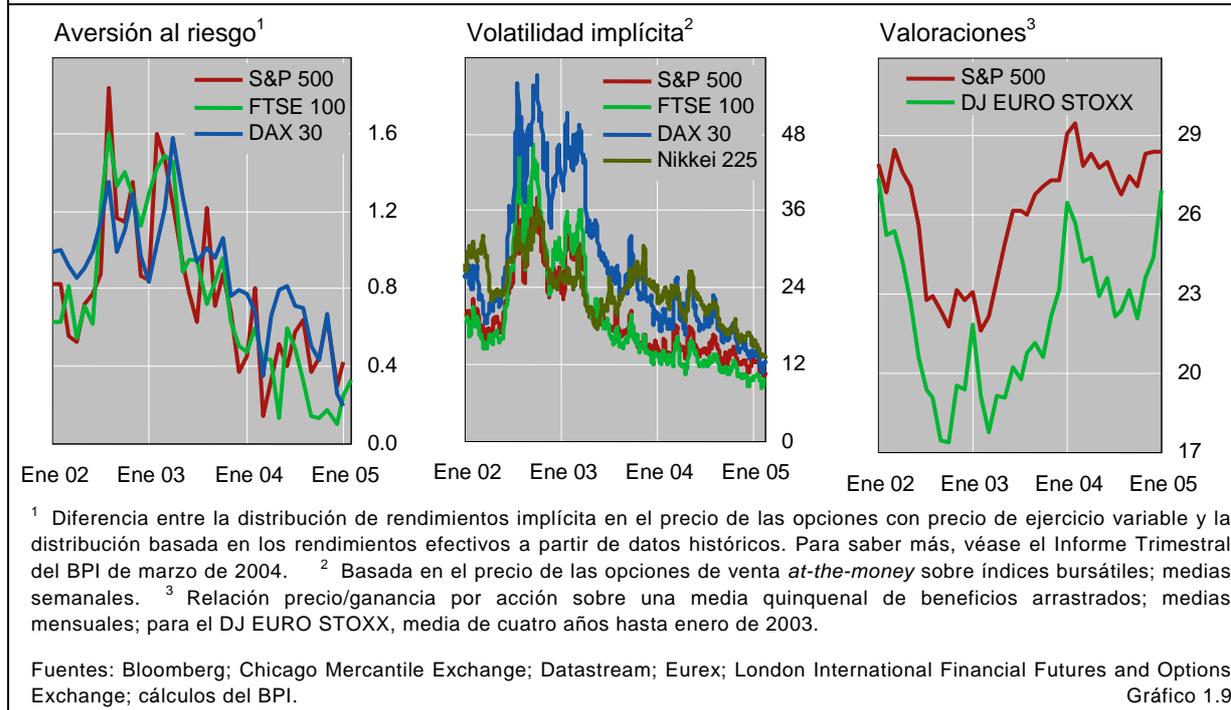
Las fusiones animan los mercados bursátiles

Las cotizaciones bursátiles superan sus máximos de 2001...

Las perspectivas de vuelta al apalancamiento en las empresas fue todo un revulsivo para los mercados bursátiles a comienzos de año. Tras los buenos resultados obtenidos a finales de 2004, las bolsas internacionales volvieron a ganar posiciones en febrero de 2005 tras una serie de fusiones y adquisiciones (véase el Gráfico 1.8). El día 15 de ese mes, el índice MSCI World cerró en su mayor cota desde agosto de 2001, después de haber ganado un 10% en 2004 y un 2% en las primeras seis semanas de 2005.



Aversión al riesgo, volatilidad y valoraciones



Con la llegada del nuevo año, tanto en los mercados de renta variable como en los de renta fija algunos inversionistas se volvieron más adversos al riesgo. En Estados Unidos y el Reino Unido, las estimaciones de aversión efectiva al riesgo obtenidas a partir de las opciones sobre índices bursátiles crecieron tras el descenso registrado a finales de 2004 (véase el Gráfico 1.9). Este cambio de actitud podría haberse producido ante las expectativas que apuntaban a un endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos más rápido de lo esperado. Así, el S&P 500 cayó casi un 1% el 5 de enero, tras publicarse las actas de la Reserva Federal. Resulta interesante que no se registrara este aumento de la aversión efectiva al riesgo en Alemania, donde se sigue esperando que el BCE deje intactos sus tipos de interés oficiales hasta al menos finales de 2005.

A todo ello vinieron a sumarse a comienzos de año los efectos de una rápida subida de los precios del petróleo. El precio de barril de Brent se encareció un 15% en enero a consecuencia del duro invierno en Estados Unidos, de la preocupación por posibles conflictos durante las elecciones en Iraq y de los rumores en torno a una reducción de la producción de petróleo por parte de la OPEP. Esta subida de precios prosiguió en febrero, cuando el Brent rozó los 50 dólares por barril a finales de ese mes, no muy lejos del máximo alcanzado en octubre de 2004.

... pese al encarecimiento del petróleo

Sin embargo, unos resultados empresariales extraordinariamente positivos contribuyeron a cambiar la opinión de los mercados (véase el Gráfico 1.7). En un principio, los inversionistas se inquietaron ante los decepcionantes resultados que obtuvieron en el cuarto trimestre algunas empresas, entre las que se cuentan el fabricante de aluminio Alcoa y la sociedad de biotecnología Genentech. A esto se sumaron las advertencias sobre resultados dadas a

conocer por los fabricantes de microprocesadores Advanced Micro Devices y STMicroelectronics. Sin embargo, los resultados mejor de lo esperado declarados por Intel, Samsung Electronics, IBM, Nokia y otras empresas de renombre tranquilizaron en cierta medida a los inversionistas.

El anuncio de diversas fusiones multimillonarias a finales de enero fue todo un espaldarazo para la confianza de los inversionistas bursátiles. La operación más importante fue la compra de Gillette por parte de Procter & Gamble, por un total de 55.000 millones de dólares, que se financió mediante el intercambio de acciones, pero que estuvo acompañada por un rescate de acciones por valor de casi la mitad del precio de compra. También cabe destacar la adquisición de Travelers Life & Annuity por MetLife, operación de casi 12.000 millones de dólares que se financió mediante efectivo y acciones, así como la adquisición de "Ma Bell", AT&T por una de sus "baby Bells", la empresa SBC Communications, por un total de 15.000 millones y que se financió mediante acciones. La aversión al riesgo volvió a disminuir tras el anuncio el 4 de febrero de las cifras de empleo en Estados Unidos, que suavizó los temores a que la Reserva Federal subiera con más rapidez sus tipos de interés oficiales.

A pesar de las fluctuaciones antes descritas, las volatilidades históricas e implícitas en las bolsas cayeron a principios de 2005 hasta sus niveles más bajos de los últimos 10 años (véase el Gráfico 1.9). Los inversionistas parecieron extraordinariamente seguros de las valoraciones de las acciones. Si se utilizan los beneficios proyectados, el cociente precio/ganancia por acción para el S&P 500 a mediados de febrero se ajustaba a su promedio de 17 puntos correspondiente al periodo 1961–95. Sin embargo, los beneficios proyectados han tendido a ser demasiado optimistas en el pasado, por lo que si se utiliza la media de 5 años de los beneficios arrastrados, dicho cociente se sitúa muy por encima de su promedio histórico, alcanzado los 29 puntos. En el caso del DJ EURO STOXX, la relación precio/ganancia fue igualmente elevada.

En Japón, las expectativas sobre el vigor de la recuperación económica resultaron de hecho demasiado optimistas. Incluso mientras otras grandes plazas bursátiles ganaron posiciones durante el cuarto trimestre de 2004, el mercado de Tokio quedó deslucido por las decepcionantes cifras de la economía interna. Por ejemplo, el TOPIX cayó un 1% el 9 de diciembre, tras conocerse los datos sobre pedidos de maquinaria, que resultaron más débiles de lo esperado. A finales de 2004 y de nuevo en febrero de 2005, las buenas cifras de la demanda externa empujaron al alza las acciones. Sin embargo, a pesar de una serie de anuncios positivos de producción industrial, ventas al por menor y vivienda, las cotizaciones de las acciones japonesas permanecieron muy por debajo de sus máximos de abril de 2004.

Al contrario que Japón, otros mercados asiáticos se animaron con la entrada del nuevo año. El precio de la renta fija y variable de Asia no se vio afectado por el tsunami que sacudió los países ribereños del océano Índico el 26 de diciembre. A pesar de haber tenido consecuencias humanas devastadoras para la región, con más de 250.000 fallecidos, su impacto

financiero fue relativamente limitado. Uno de los países más afectados por la tragedia fue Sri Lanka, donde a sus enormes pérdidas en vidas humanas se sumaron serios daños para el turismo y la pesca. Sin embargo, tras una caída inicial de 4%, la bolsa de Sri Lanka se recuperó con rapidez con el inestimable apoyo de la ayuda internacional destinada a socorrer a la población y a reconstruir el país. A finales de febrero, el mercado bursátil de aquel país registraba niveles casi un 10% superiores a los del cierre de la última sesión antes del desastre y la rupia se apreció un 5% frente al dólar de Estados Unidos (véase el Gráfico 1.8).