

1. Presentación general: la mejora de las expectativas impulsa los mercados

La mejora de las expectativas económicas facilitó el repunte de los mercados de renta fija y variable entre mediados de mayo y mediados de agosto. Los mercados bursátiles subieron ante los datos de fuertes ganancias; en Japón y Europa, incluso se alcanzaron máximos de los últimos años. La situación se estabilizó en los mercados de deuda, lo que facilitó el estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de los títulos corporativos desde sus máximos de mayo. Mientras, los diferenciales para los mercados emergentes rozaron sus mínimos de comienzos de año, a pesar de la fuerte emisión de estos títulos en los mercados internacionales.

Las sorpresas de este periodo no lograron empañar el buen momento de los mercados. Así, los atentados de julio en Londres no mermaron el entusiasmo de los inversionistas, y la incertidumbre política en Brasil y Filipinas apenas pesó momentáneamente en los mercados emergentes. La tan anticipada revaluación del renminbi chino se acogió con calma, evaporándose con rapidez su impacto sobre los precios en los principales mercados financieros. Al final, sin embargo, la inquietud por el encarecimiento del petróleo acabó por anular algunas de las ganancias obtenidas en los mercados de renta fija y variable.

La preferencia de los inversionistas por activos de mayor riesgo siguió manteniéndose habida cuenta de los escasos rendimientos nominales. Los síntomas de fuerte crecimiento y la revisión al alza de las previsiones para los tipos de interés oficiales impulsaron los rendimientos a largo plazo entre finales de junio y mediados de agosto, especialmente en los mercados de dólares y yenes. Aun así, los rendimientos no sobrepasaron el intervalo en el que han oscilado en el último año.

Los mercados bursátiles se animan ante las fuertes ganancias

En mayo, los mercados de renta variable comenzaron a recuperarse con fuerza después de las ventas generalizadas de marzo y abril (véase el Gráfico 1.1). El S&P 500 ganó más del 4% entre el 13 de mayo (fecha en la que alcanzó su mínimo más reciente) y el 26 de agosto, y los índices DJ EURO STOXX y TOPIX subieron incluso más, hasta alcanzar sus máximos de los últimos años. Por su parte, las bolsas de América Latina y Asia emergente

Las bolsas se recuperan...

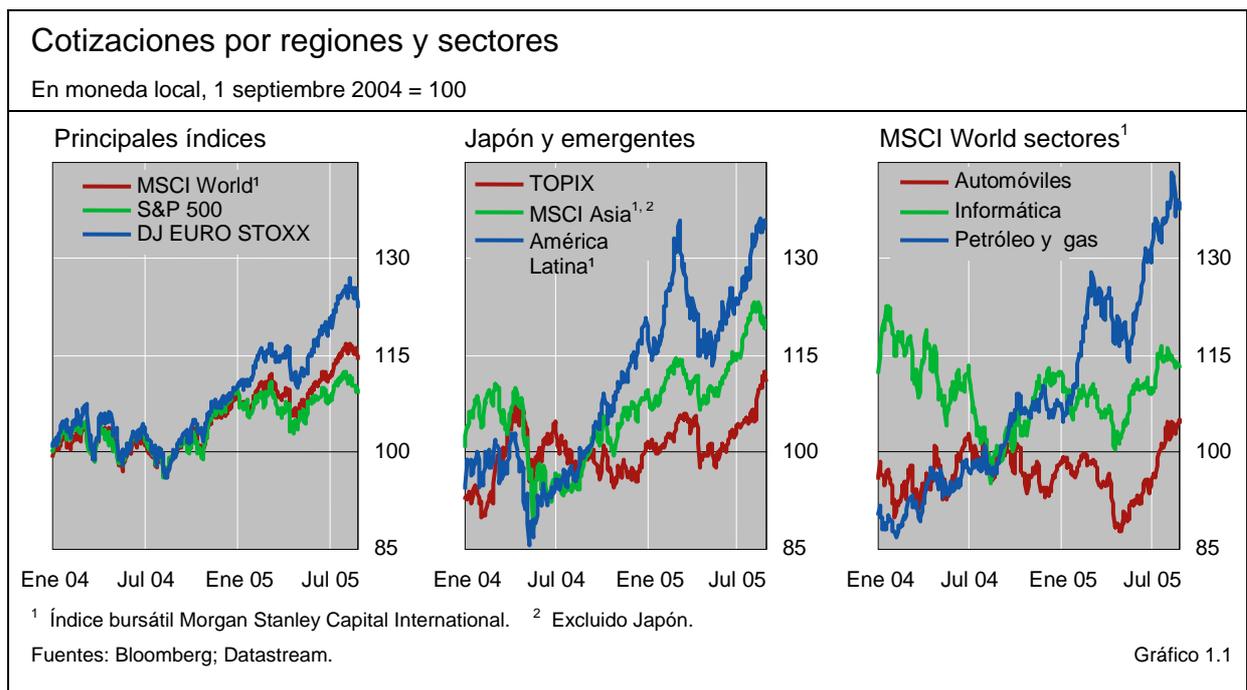
consiguieron incluso mejores resultados durante ese periodo, ganando un 19% y 9% respectivamente.

El principal motor de estas ganancias fueron los sorprendentes resultados de algunas empresas. Mientras que los inversionistas esperaban un menor aumento de beneficios en 2005 después del extraordinario crecimiento registrado en 2004, las ganancias no se frenaron tanto como se pensó. En Europa y Estados Unidos, los beneficios empresariales crecieron más del 10% interanual en el segundo trimestre de 2005, algo menos que un año antes, pero varios puntos porcentuales por encima de lo previamente anticipado. De hecho, en el segundo trimestre de 2005, el número de empresas del S&P 500 que anunciaron resultados mejor de lo esperado superó por el mayor margen desde marzo de 2004 a las que anunciaron lo contrario (véase el Gráfico 1.2), algo similar a lo que ocurrió en Europa. Importantes sociedades minoristas como Amazon y Wal-Mart superaron fácilmente las expectativas, así como algunas empresas tecnológicas de renombre como Microsoft y eBay. Los buenos resultados de los fabricantes de automóviles también sorprendieron positivamente, especialmente en Europa, donde Fiat y Volkswagen anunciaron beneficios muy por encima de lo previsto por los analistas. Los beneficios también superiores a lo esperado anunciados por AIG, la gran empresa aseguradora que a principios de año dio a conocer irregularidades contables, favorecieron una subida del S&P 500 de casi el 1% durante la sesión matutina del 10 de agosto.

... ante las sorprendentes ganancias...

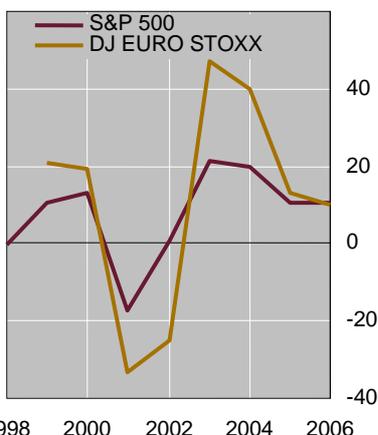
Las subidas de las bolsas se vieron impulsadas además por la mejora de las expectativas económicas, en concreto en Estados Unidos y Japón. En el primer país, una serie de indicadores económicos favorables, incluidas las cifras del ISM en julio y agosto y el informe sobre empleo no agrícola en agosto, apuntaban hacia la continuidad del sólido crecimiento (véase el Gráfico 1.3). En Japón, datos macroeconómicos positivos como los de la

... y las buenas noticias económicas...

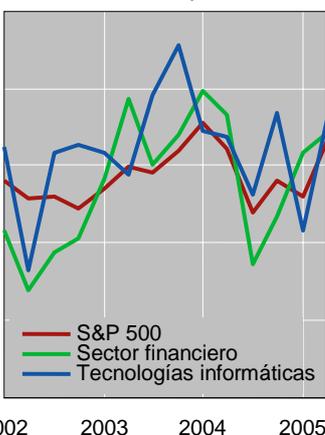


Resultados empresariales

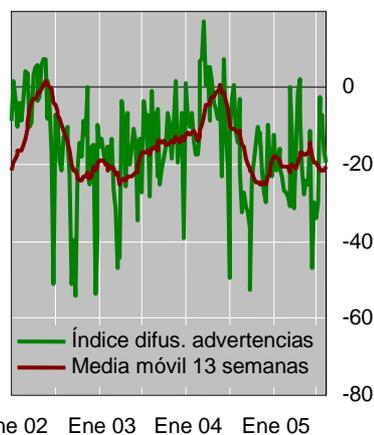
Aumento de beneficios¹



Resultados inesperados^{2,3}



Advertencias sobre beneficios^{2,4}



¹ Variación porcentual anual de la media ponderada de beneficios de explotación por acción; para 2004, estimaciones; para 2005–06, previsiones. ² Sociedades del índice S&P 500. ³ Número de sociedades que anunciaron beneficios trimestrales por encima de lo previsto menos sociedades que anunciaron beneficios por debajo de lo previsto; en porcentaje de empresas que anunciaron sus resultados trimestrales. ⁴ Número de sociedades que anunciaron revisiones positivas de su previsión de resultados menos sociedades que anunciaron revisiones negativas; en porcentaje de empresas que anunciaron revisiones positivas, negativas o neutras.

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

Gráfico 1.2

encuesta *Tankan* de julio y los pedidos de maquinaria en agosto llevaron a los economistas a elevar sus previsiones de crecimiento.

... y apenas se inmutaron por la subida del petróleo

Los fuertes incrementos en el precio de petróleo apenas diluyeron el entusiasmo inversor en un primer momento. El precio del barril de crudo Brent subió progresivamente desde los 47 dólares a mediados de mayo hasta alcanzar un nuevo récord (en términos nominales) de 67 dólares a mediados de agosto. El encarecimiento de la energía fue citado a menudo por las empresas como uno de los factores que les impidió alcanzar sus beneficios previstos. Sin embargo, durante el primer semestre de 2005, parece que las empresas fueron capaces de contrarrestar los crecientes costes de la energía y de las materias primas subiendo los precios de sus productos y recortando más sus costes, lo que les permitió mantener o incluso aumentar su margen de beneficios. A finales de agosto, parece que los inversionistas comenzaron a inquietarse por la posibilidad de que esta tendencia continúe durante la segunda mitad del año, lo que provocó pérdidas en las bolsas.

Los inversionistas siguieron mostrándose sensibles a los cambios en el ritmo previsto de endurecimiento monetario, en especial ante los síntomas de recalentamiento de la economía en Estados Unidos, algo que podría precipitar un endurecimiento menos “mesurado” de lo habitual. A pesar de revisarse al alza en junio y julio la evolución prevista para los tipos de interés oficiales de Estados Unidos, la subida de las bolsas siguió por buen camino, gracias a la mejora de las previsiones de crecimiento (véase más abajo). En cambio, las cifras de empleo no agrícola mejor de lo esperado dadas a conocer el 5 de agosto hicieron temer que la Reserva Federal fuera a acelerar su ritmo de endurecimiento monetario para evitar la acumulación de presiones inflacionarias, lo que provocó ese mismo día un marcado descenso de los

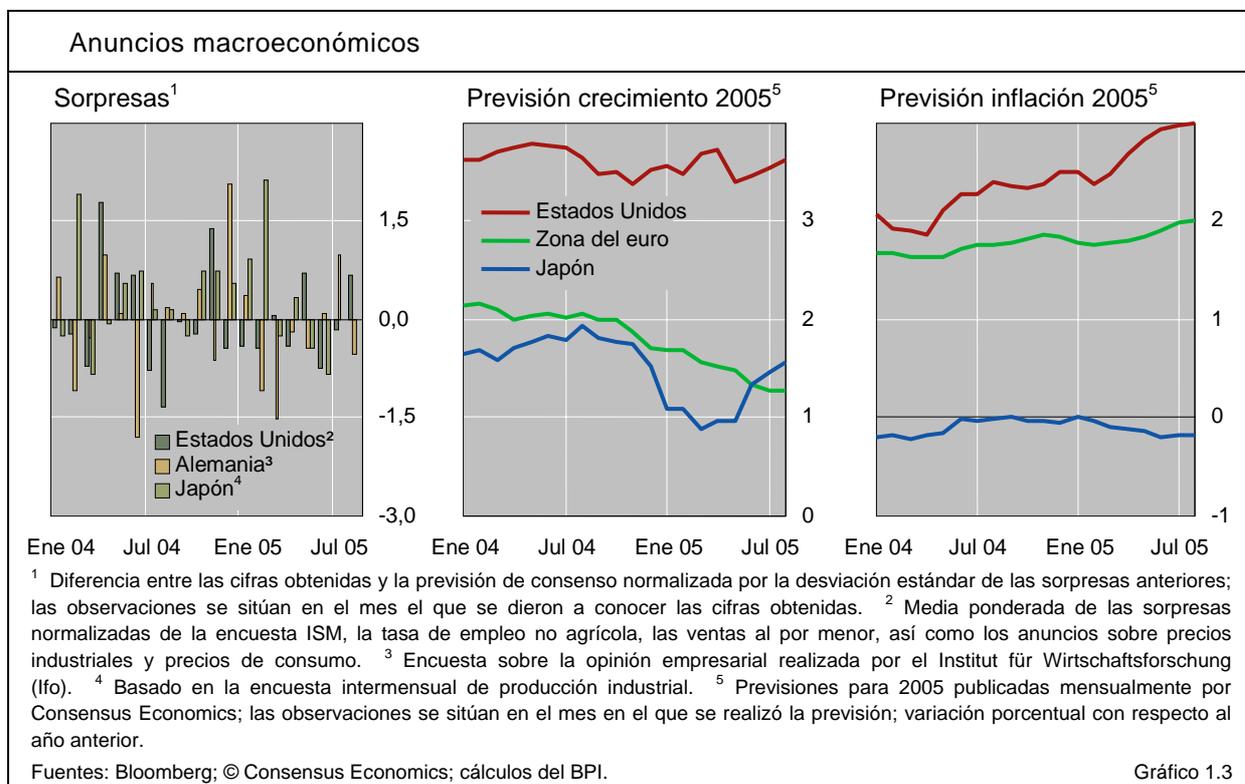
mercados bursátiles mundiales. El 8 de julio, el índice S&P 500 experimentó su mayor subida en un mismo día (1,2%) dentro de esta remontada, al conocerse las cifras de empleo correspondientes al mes de junio, que no alcanzaron los niveles previstos, aliviando así la preocupación por el recalentamiento económico.

Prueba de la fortaleza de la subida de las bolsas fue la capacidad de aguante que mostraron estos mercados tras los atentados del 7 de julio en Londres. Al contrario de lo sucedido en Estados Unidos en septiembre de 2001, esta vez no resultó dañada ninguna infraestructura vital para la actividad financiera de la ciudad, de modo que pudo seguir negociándose casi con total normalidad. Tanto el FTSE como el DJ EURO STOXX perdieron en torno al 1,5% el mismo día de los atentados, pero la tendencia se invirtió con rapidez y ambos índices volvieron a sus niveles previos en apenas unos días. La situación también fue diferente a la de los atentados de Madrid en marzo de 2004, cuando los índices necesitaron más de un mes para recuperarse.

Los mercados resisten a los atentados de Londres...

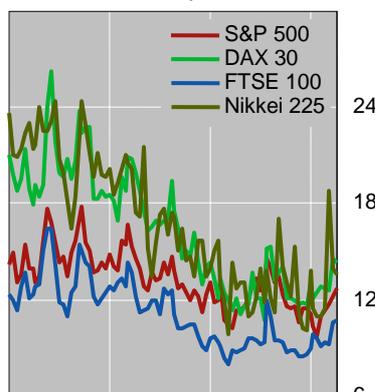
Los mercados de renta variable también demostraron su capacidad de reacción cuando se revaluó el renminbi chino el 21 de julio (véase el cuadro de la página 7). En un principio, las acciones de los exportadores japoneses se vieron muy perjudicadas con la revaluación, ante las expectativas de que pudiera producirse una sustancial apreciación de la moneda japonesa. El yen se apreció el 2% frente al dólar de Estados Unidos el mismo día de la revaluación y el mercado de Tokio perdió más de medio punto porcentual durante la sesión del día siguiente. Sin embargo, dado que la apreciación del yen fue pasajera, también lo fue su impacto en el mercado, que recuperó sus

... y a la revaluación del renminbi chino



Volatilidad y preferencia por el riesgo en los mercados bursátiles

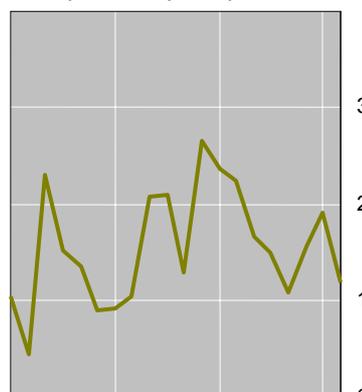
Volatilidades implícitas¹



Preferencia por el riesgo²



Componente principal³



Ene 04 Jul 04 Ene 05 Jul 05

Ene 04 Jul 04 Ene 05 Jul 05

Ene 04 Jul 04 Ene 05 Jul 05

¹ Volatilidad de los precios implícita en el precio de las opciones de compra *at-the-money* sobre índices bursátiles; medias semanales. ² Diferencia entre la distribución de rendimientos implícita en el precio de las opciones y la distribución basada en los rendimientos efectivos calculados a partir de datos históricos. ³ El primer componente principal de los tres indicadores de preferencia por el riesgo.

Fuentes: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; London International Financial Futures and Options Exchange; cálculos del BPI. Gráfico 1.4

niveles anteriores a la revaluación en menos de una semana. Otros mercados asiáticos tendieron a subir durante los días que siguieron al anuncio; en concreto, la bolsa china para acciones del tipo A ganó un 2,5%, mientras que las plazas estadounidenses y europeas apenas oscilaron.

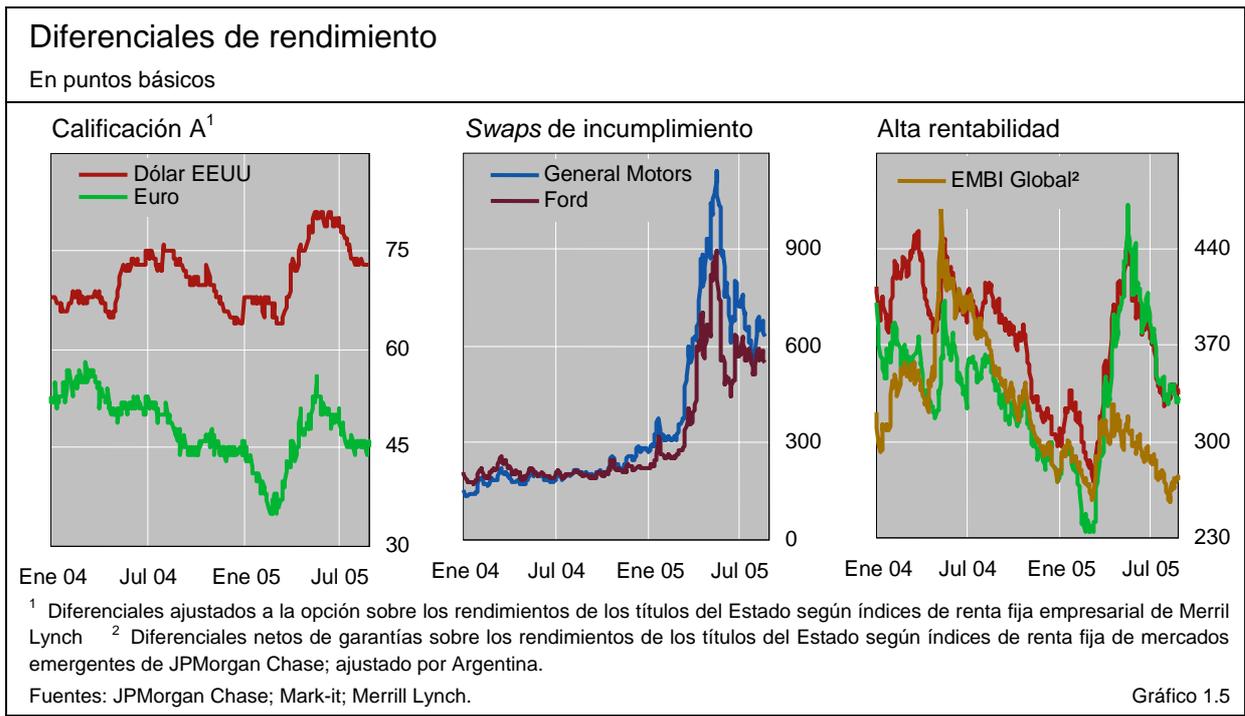
En Japón, la incertidumbre política tambaleó ligeramente el mercado de Tokio durante la primera semana de agosto. Las cotizaciones cayeron en picado el 5 de agosto, al especularse cada vez más con un posible rechazo al proyecto de ley para la privatización del servicio postal. Sin embargo, tras confirmarse este rechazo el 8 de agosto y convocarse de elecciones, las acciones niponas comenzaron a recuperarse.

Al contrario que los anuncios de beneficios por encima de lo previsto, la agitación en las bolsas de todo el mundo no parece haberse debido a una mayor preferencia por el riesgo entre los inversionistas (véase el Gráfico 1.4). De hecho, las medidas obtenidas a partir del precio de las opciones sobre índices bursátiles y su relación con la volatilidad efectiva señalaban un marcado aumento del apetito por el riesgo en Estados Unidos y Alemania a finales de la primavera y principios de verano. Sin embargo, estos índices fueron retrocediendo en agosto a medida que crecían las volatilidades implícitas. Ese mes, el principal componente de las medidas del apetito por el riesgo extraídas del DAX, FTSE y del S&P 500 rondaba los niveles de sus episodios de ventas de marzo y abril, muy por debajo de sus máximos de finales de 2004.

Esta preferencia relativamente moderada por el riesgo podría explicar por qué, a pesar de la recuperación de las bolsas, los coeficientes precio/beneficio de la mayoría de los mercados se mantuvieron en la línea de sus promedios históricos en términos de beneficios proyectados. Sobre la base de un

La preferencia por el riesgo permanece contenida...

... con relaciones precio/beneficios en promedios históricos



aumento de beneficios del 11% para el próximo año, este indicador llegó a 15 para el S&P 500 en agosto, frente a los 16 puntos que alcanzó de media durante los años 90. En términos históricos, los analistas han solido sobreestimar el aumento de los beneficios, por lo que las previsiones actuales podrían resultar demasiado optimistas. No obstante, durante los últimos trimestres, los beneficios han superado las previsiones de los analistas.

Recuperación en los mercados de deuda

La recuperación de la confianza de los inversionistas en renta variable también se dejó sentir en los mercados de deuda. Los diferenciales de los bonos corporativos y de los swaps de incumplimiento crediticio, tras ampliarse entre mediados de marzo y de mayo, se estrecharon en los meses siguientes. El diferencial entre la deuda privada con calificación A y los títulos del Tesoro de EEUU, que había pasado de 65 puntos básicos el 16 de marzo hasta los 81 el 18 de mayo, cayó hasta los 73 puntos básicos el 26 de agosto (véase el Gráfico 1.5). Los diferenciales para la deuda empresarial de alta rentabilidad se estrecharon incluso más, hasta alcanzar los 334 puntos básicos el 26 de agosto, apenas 63 puntos por encima de su mínimo de marzo y 123 puntos por debajo de su máximo de mayo.

Los diferenciales de rentabilidad se estrechan progresivamente...

El escaso impacto que tuvo en otros segmentos de renta fija la agitación de los mercados de derivados crediticios a principios de mayo (tras la rebaja de la calificación crediticia de General Motors y Ford) contribuyó a reforzar la confianza de los inversionistas a finales de mayo y junio. Los temores ante las dificultades financieras por las que podrían estar atravesando algunas importantes instituciones financieras y ante la posible liquidación de activos

... al no verse casi afectados por la agitación primavera en los mercados de derivados crediticios

El cambio de sistema cambiario del renminbi

Guonan Ma, Corrinne Ho, Robert McCauley y Eli Remolona

El jueves 21 de julio de 2005, la República Popular China (RPC) anunció un cambio en el sistema de tipo de cambio del renminbi (o yuan), pasando así de un anclaje *de facto* al dólar de Estados Unidos a un sistema de fluctuación controlada frente a una cesta de monedas. Este cambio incluía una apreciación del 2% de la moneda china frente al dólar y la introducción de una banda de fluctuación diaria de $\pm 0,3\%$ para el tipo de cambio bilateral con la divisa estadounidense. A lo largo de los días siguientes, la RPC aclaró sus intenciones con respecto a posteriores modificaciones de su tipo de cambio y anunció qué monedas se incluirían en la cesta. En este apartado se analiza la evolución de los mercados financieros tras hacerse público el anuncio y las causas por las que esta decisión ha tenido relativamente poca repercusión hasta el momento.

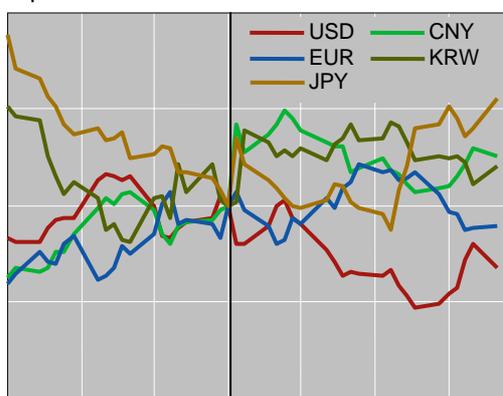
Los mercados cambiarios reaccionaron con calma frente a esta medida de las autoridades económicas, que por otra parte se venía esperando desde hace tiempo. Las divisas asiáticas reaccionaron primero de un modo predecible aunque ordenado; cinco de ellas (el won coreano, el yen japonés, el baht tailandés, el dólar de Singapur y el nuevo dólar taiwanés) comenzaron imitando la oscilación del tipo de cambio de contado del renminbi. Otras monedas asiáticas reaccionaron de forma relativamente moderada, mientras que el euro y el dólar australiano apenas se inmutaron. El tipo de cambio a plazo del dólar de Hong Kong para un horizonte de un año apenas subió un 0,2%, mientras que la tasa de contado del ringgit de Malasia se apreció menos del 1% frente al dólar.

Pasado el primer día de reacciones tras el anuncio del 21 de julio, la situación pareció volver a estar dominada por la oscilación de las principales monedas, en especial la del yen frente al dólar. En términos efectivos, tres de las "principales monedas" de la cesta anunciada por la RPC —el yen, el euro y el won— se apreciaron durante las semanas siguientes, mientras que el dólar se depreció. El tipo de cambio efectivo del renminbi en términos nominales se apreció ligeramente con respecto a su nivel antes del anuncio, pero a finales de agosto se había depreciado cerca del 0,5% desde la subida del 2% acordada (véase el Gráfico A).

Los principales mercados mundiales de renta fija apenas se vieron afectados por el cambio de política, aunque sí se produjeron algunos ajustes pasajeros. En las primeras horas de negociación tras el anuncio en Londres y Nueva York, el rendimiento del bono del Tesoro de EEUU a 10 años de referencia ganó 10 puntos básicos. Aunque fue una oscilación considerable para tratarse de una noticia del mercado de divisas, puede compararse a las reacciones habituales ante una sorpresa positiva típica en las cifras de empleo no agrícola en EEUU, que suele ser de 80.000 empleados por encima de lo esperado. Esta reacción inicial parecía plasmar las expectativas de una menor demanda china de títulos del Tesoro de EEUU debido al nuevo régimen cambiario del renminbi. Sin embargo, al seguir aumentando el rendimiento de la deuda pública estadounidense, la subida parece deberse más bien a los buenos datos económicos y a las perspectivas de endurecimiento de la política de la Fed, y no tanto a los cambios previstos en la demanda china.

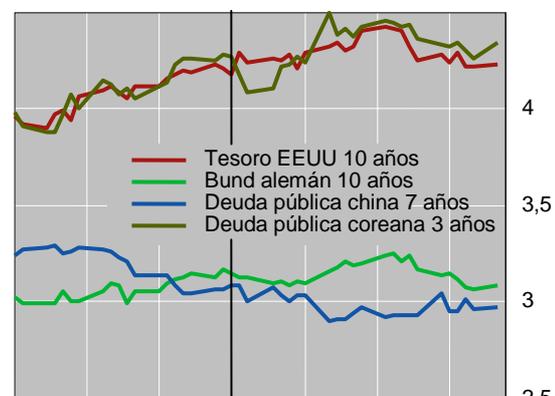
Tipos de cambio efectivos y rendimientos de los bonos del Estado¹

Tipos de cambio efectivos en términos nominales²



23 Jun 02 Jul 11 Jul 20 Jul 29 Jul 07 Ago 16 Ago

Rendimientos de los bonos del Estado³



23 Jun 02 Jul 11 Jul 20 Jul 29 Jul 07 Ago 16 Ago

¹ Las barras verticales indican los precios del último cierre antes del anuncio. ² 20 de julio de 2005 = 100. ³ En porcentaje.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales; BPI.

Gráfico A

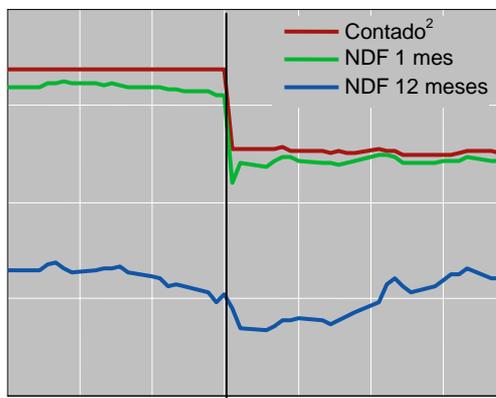
Esta reacción relativamente contenida en los mercados financieros podría explicarse por el hecho de que el anuncio se produjera 12 semanas después de un breve episodio que los agentes del mercado consideraron como un "ensayo general". El 29 de abril, el renminbi superó momentáneamente su estrecha banda de negociación *de facto*, apenas durante 20 minutos, lo que llevó a numerosos agentes a pensar que se había abandonado el sistema cambiario en vigor y a reaccionar en consecuencia. En aquel momento, el dólar australiano, el won y el yen fueron los que más oscilaron, apreciándose casi el 90% de lo que se apreciaron los contratos a plazo con liquidación por diferencias (*non-deliverable forward, NDF*) para un año sobre el renminbi. Al mismo tiempo, también se produjo una breve venta generalizada de títulos del Tesoro de EEUU.

La escasa repercusión que tuvo la revaluación del renminbi también podría deberse a la buena preparación de las autoridades chinas y de otros países. Así, cabe destacar la expectación que despertaron los oportunos ajustes operativos que la Autoridad Monetaria de Hong Kong realizó a su sistema de caja de conversión el pasado mes de mayo, aunque fuera a costa de perder parte de su actividad en los mercados de moneda nacional a favor de los mercados en dólares. La respuesta en apenas unas horas del banco central de Malasia a la decisión china anunciando su propio cambio de régimen no dio tiempo a especular sobre cuándo se daría el siguiente paso. Aun así, las reservas de divisas de Malasia aumentaron en casi 3.500 millones de dólares en julio, al absorber sus compras de dólares (en su mayoría el día 22) las entradas de capitales hacia sus mercados nacionales de deuda. El aumento de las reservas de china en julio se intensificó al retirar los residentes sus depósitos en moneda extranjera en bancos de China (cerca de 5.000 millones de dólares), ante el temor a una mayor apreciación, a pesar de que el 21 de julio el tipo de interés para depósitos en dólares aumentó en 50 puntos básicos, y más tarde, el 23 de agosto, volvió a subir otros 37,5 puntos básicos.

Hasta la fecha, las autoridades chinas han conseguido controlar las expectativas del mercado con el fin de evitar los episodios de ventas de dólares que muchos podrían prever en estas circunstancias. Tras darse a conocer el anuncio, la reacción de los NDF sobre renminbis ante la revaluación del 2% del tipo de cambio al contado sugiere que la sorpresa no se debió tanto al anuncio en sí mismo, sino más bien al momento en el que se realizó. Como muestra en el Gráfico B inferior, mientras que los NDF a un mes oscilaron un 2% aproximadamente, los contratos a 12 meses apenas ganaron 500 pips (0,7%) en un día, lo que indica que se esperaba un reducido impacto sobre el tipo de cambio de contado para el renminbi en un horizonte de un año. De hecho, mientras que las tasas a plazo para un horizonte de un año parecerían indicar una apreciación del 7% con respecto a la tasa de contado frente al dólar la víspera de la decisión, a finales de agosto indicaban una apreciación sólo del 3%. Teniendo en cuenta la lenta apreciación de las tasas de contado durante este periodo, la negociación de contratos NDF a más corto plazo también ha reflejado que se han calmado las expectativas en torno a otra apreciación en un futuro cercano.

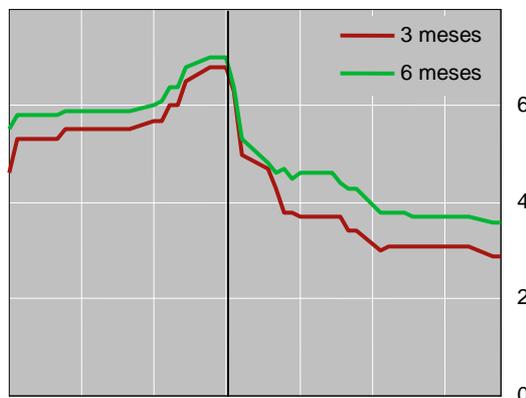
Renminbi: tipos de cambio, contratos NDF y volatilidades implícitas¹

Tipo de cambio de contado y NDF



23 Jun 02 Jul 11 Jul 20 Jul 29 Jul 07 Ago 16 Ago

Volatilidades implícitas³



23 Jun 02 Jul 11 Jul 20 Jul 29 Jul 07 Ago 16 Ago

¹ Las barras verticales indican los precios del último cierre antes del anuncio. ² Renminbi por unidad de dólar de EEUU.

³ Anualizadas, en porcentaje.

Fuentes: Bloomberg; HSBC; datos nacionales.

A pesar de que los mercados de opciones sobre renminbis no destacan por su liquidez, también dejan entrever que las expectativas están bien contenidas. Las volatilidades implícitas de los NDF sobre renminbis se han disparado varias veces en el pasado al intensificarse la sensibilidad ante la posible introducción de un nuevo sistema cambiario. A finales de noviembre de 2004, esta sensibilidad creció con fuerza tras las declaraciones de una autoridad monetaria china a propósito de los datos procedentes de Estados Unidos que indicaban escasas compras de títulos del Tesoro estadounidense por parte de residentes en China. Algo similar se produjo tras los acontecimientos del 29 de abril, como se ha comentado anteriormente. Hasta el 21 de julio, las opciones se negociaban a precios más altos, lo que hace pensar que la volatilidad ya era elevada antes de que se anunciara la decisión. Sin embargo, el anuncio en sí mismo produjo un descenso de la volatilidad ex ante, como se desprende de las opciones *at-the-money* sobre NDF de renminbis. La volatilidad implícita cayó desde cerca del 7% la víspera del anuncio hasta menos del 4% a mediados de agosto. Obviamente, el anuncio despejó cierta incertidumbre acerca de la naturaleza del nuevo régimen de tipo de cambio, presagiando tal vez menor volatilidad de lo esperado. Así lo avala también la estabilidad de los contratos NDF sobre el renminbi a un año tras conocerse el anuncio, lo que indicaría que las expectativas a largo plazo son relativamente estables.

Parece que por el momento las autoridades chinas han conseguido realizar su transición hacia un sistema cambiario más flexible sin apenas alterar los mercados financieros ni las expectativas a corto plazo.

por los fondos de cobertura, especialmente aquellos que participan en operaciones de arbitraje convertible, registraron considerables pérdidas en el primer semestre de 2005 y tuvieron que ser liquidados, pero el sector en general siguió recibiendo entradas netas de nuevo capital en el segundo trimestre. La liquidez en los mercados de contratos por tramos sobre índices tardó en recuperarse y parece que los préstamos apalancados sustituyeron a los instrumentos sintéticos como fuente principal de colateral en las nuevas emisiones de bonos de titulización de deuda garantizada (CDO). Aun así, la emisión de CDO se recuperó con fuerza en junio y julio desde sus escasos niveles de mayo, lo que sugiere que los mercados de derivados del crédito no sufrieron daños duraderos.

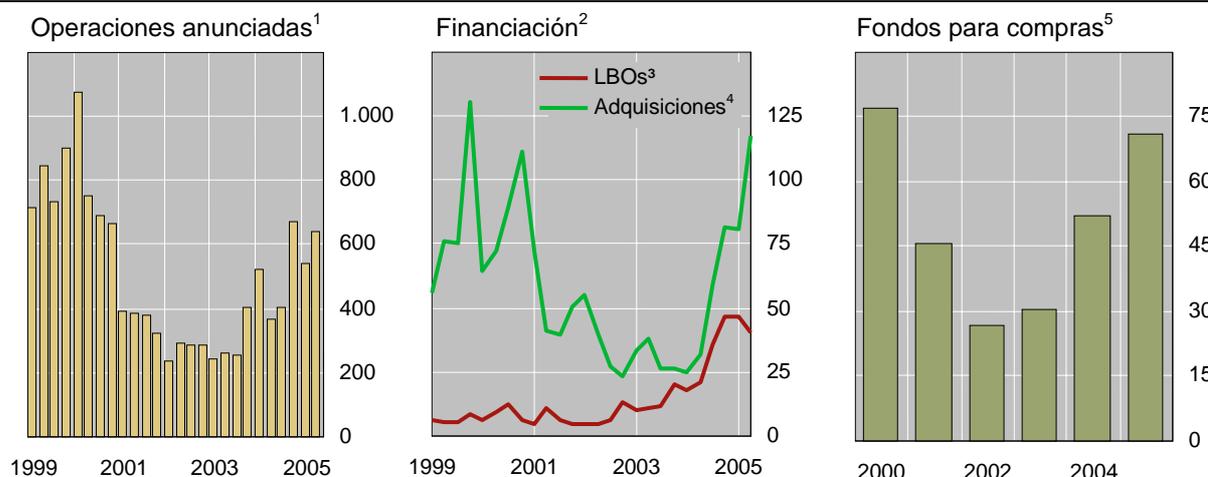
Sin embargo, los acontecimientos de mayo de 2005 dejan en el aire cuestiones sobre qué ocurriría en los mercados de renta fija si se produjera un deterioro generalizado en la calidad del crédito. Los derivados del crédito han mejorado sin duda la liquidez de los mercados de deuda en general, al tiempo que han facilitado la gestión y seguimiento del riesgo de crédito. No obstante, la complejidad de algunos productos y los sistemas para la gestión del riesgo que conllevan, junto a la creciente presencia de agentes apalancados en los mercados de renta fija y a la posibilidad de que las estrategias de inversión sean menos diversas de lo previsto, hacen difícil predecir el funcionamiento de estos mercados en condiciones de mayor tensión.

Dicho esto, no se considera probable que a corto plazo vaya a producirse un deterioro generalizado de la calidad del crédito. El fuerte crecimiento económico y el aumento de beneficios en los últimos meses han devuelto a los inversionistas la confianza en la evolución de la calidad del crédito tras el último episodio de ventas. Parece que el endeudamiento a corto plazo ha repuntado en los últimos trimestres, sobre todo entre las sociedades

Sólidos indicadores
macroeconómicos
devuelven la
confianza

Fusiones y adquisiciones

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Anuncios mundiales de fusiones y adquisiciones. ² Contratación de préstamos sindicados. ³ Facilidades de crédito para la adquisición apalancada de empresas (LBO) y la adquisición de empresas por parte de su Alta Dirección (MBO). ⁴ Líneas y facilidades de crédito para adquisiciones. ⁵ Fondos recaudados por sociedades de capital privado especializadas en operaciones LBO, financiación para reflotar empresas en crisis, o recapitalización; para 2005, primer semestre del año anualizado.

Fuentes: Bloomberg; Dealogic Loanware; National Venture Capital Association; Thomson Venture Economics; cálculos del BPI.

Gráfico 1.6

estadounidenses, y la proporción entre las revisiones al alza de las calificaciones crediticias y las revisiones a la baja habría alcanzado su máximo a comienzos de 2005. Asimismo, aunque Standard & Poor's prevé para los próximos años un aumento gradual de las tasas de insolvencia en sociedades con grado especulativo, está previsto que estas tasas permanezcan bastante por debajo de sus promedios a largo plazo. De hecho, los balances empresariales en Estados Unidos, Europa y Japón se presentan más sólidos de lo que han estado en muchos años.

Al contrario de lo ocurrido a principios de año cuando los fabricantes de automóviles lideraron las ventas masivas en los mercados de deuda, esta vez encabezaron las recientes ganancias (véase el Gráfico 1.5). A pesar de la rebaja de la calificación de General Motors por debajo del grado de inversión en la mayoría de agencias de calificación, los títulos de la sociedad todavía forman parte de numerosas carteras de inversión. Además, muchos productos de financiación estructurada los utilizan como referente. Los inversionistas acogieron con agrado las medidas adoptadas por General Motors para aumentar su calificación, a ser posible hasta el grado de inversión, para su filial financiera, General Motors Acceptance Corporation (GMAC).

Ni siquiera la continua pujanza de las adquisiciones apalancadas de empresas (LBOs) pareció perturbar a los inversionistas. En el primer semestre de 2005, estas estrategias alcanzaron cotas máximas desde los años 80 (véase el Gráfico 1.6), realizándose además en volúmenes mayores. Mientras que las LBO provocaron ventas masivas en los mercados de deuda durante el segundo trimestre, en junio y julio pareció remitir la inquietud ante estas estrategias. En mayo, un grupo de inversionistas anunció su intención de

El sector automovilístico lidera la subida

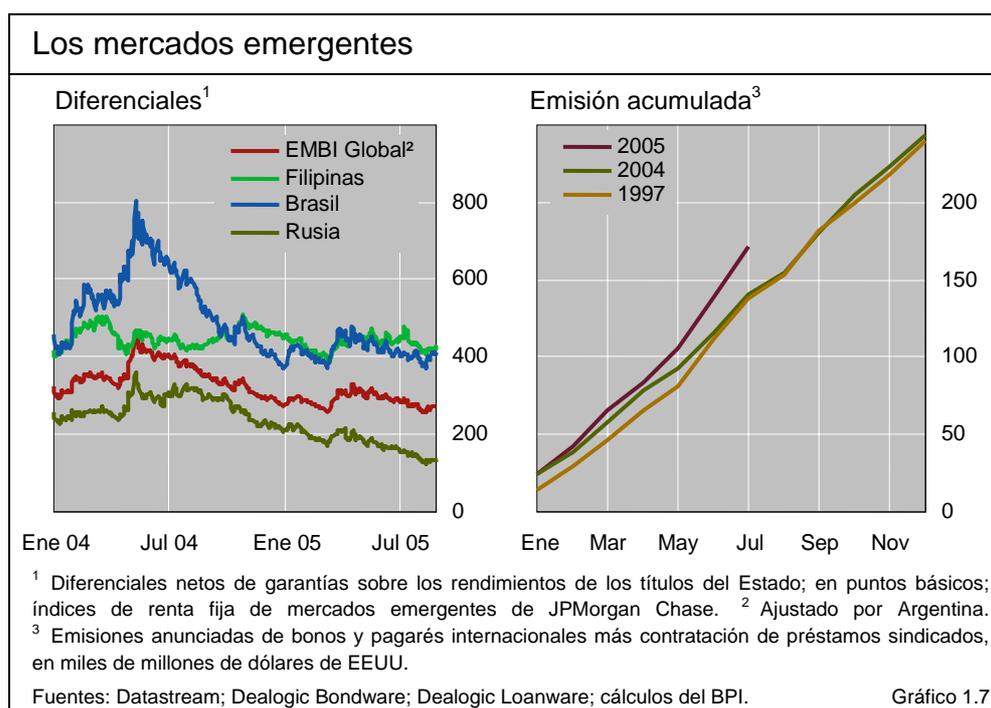
Se disipa la inquietud por las LBO...

adquirir una participación mayoritaria en la compañía de telefonía móvil italiana Wind por valor de 12.000 millones de euros. En julio, inversionistas en capital privado apenas tuvieron dificultad para financiar, a través de los mercados de bonos de alta rentabilidad y de préstamos apalancados, la adquisición de SunGard Data Systems. Esta operación, que costó 11.000 millones de dólares, ha sido hasta ahora la mayor LBO completada desde la compra de RJR Nabisco en 1989.

... y los inversionistas en capital privado aprovechan las oportunidades

Prueba de la fortaleza de los balances empresariales es que los inversionistas en capital privado encuentran ahora oportunidades para el apalancamiento, aunque tal vez su principal motivación sea la búsqueda de mayores rendimientos y la consiguiente facilidad de financiación. Los fondos de pensiones y otros inversionistas, además de empezar a invertir en fondos de cobertura en los últimos años, han destinado también cantidades sustanciales a los fondos de capital privado, especialmente a aquellos especializados en operaciones de LBO. Durante la primera mitad de 2005, este tipo de fondos consiguió captar casi 36.000 millones de dólares a nivel mundial, un 74% más que durante el mismo periodo del año anterior. Al mismo tiempo, los inversionistas se han mostrado dispuestos a adquirir deuda destinada a financiar estas adquisiciones apalancadas, que suele ser de muy baja calidad. Por ejemplo, durante los últimos años, numerosas sociedades europeas han emitido bonos de "pago en especie", es decir, valores que se amortizarán con otros bonos, ya que la sociedad en cuestión no espera disponer de flujo de efectivo suficiente para hacer frente al servicio de su deuda. Este tipo de bonos permiten a los inversionistas en capital privado recuperar su inversión inicial con rapidez.

En los últimos meses, las fusiones y adquisiciones (M&As) empresariales han crecido incluso con mayor rapidez que las operaciones de LBO por fondos de capital privado. Tras varios años de actividad deslucida, los anuncios de



M&A (incluidas LBO) alcanzaron en el segundo trimestre su segundo máximo desde el cuarto trimestre de 2000 (véase el Gráfico 1.6). El repunte de la actividad no se limitó a Estados Unidos, sino que de hecho se produjo a escala mundial, afectando también a Europa y Japón. También se sumaron a esta búsqueda de adquisiciones algunas sociedades de mercados emergentes. Por ejemplo, empresas chinas pujaron (y ganaron) en la compra de sociedades estadounidenses bien conocidas. Ante la desaceleración del crecimiento de sus beneficios (que por otro lado estaba situado en tasas muy altas), las empresas se están viendo presionadas por sus accionistas para que utilicen su flujo de efectivo a fin de mantener el rápido aumento de beneficios de los últimos años. En este sentido, las adquisiciones parecen ser una estrategia cada vez más atractiva para conseguirlo. En la medida en que estas operaciones consigan las sinergias y aumentos de beneficios que prometen, no ponen en peligro los intereses de los acreedores. Ahora bien, la serie de M&A más reciente (1999-2000) tendió a eliminar valor, en vez de crearlo. Si estas últimas operaciones conllevan un nuevo apalancamiento en los balances empresariales, podrían acabar deteriorando las condiciones crediticias.

Las fusiones y adquisiciones se recuperan en todo el mundo

Los inversionistas se decantan por los mercados emergentes

Los diferenciales de los mercados emergentes no se vieron tan afectados como los de deuda corporativa ante la agitación en los mercados de deuda en mayo. Así pues, alcanzaron sus máximos antes que los diferenciales del sector empresarial (a mediados de abril) y regresaron más rápido a sus mínimos anteriores (hacia principios de agosto). El 26 de agosto, el índice EMBI Global (excluida Argentina) cerró a 272 puntos básicos, aproximadamente 55 puntos por debajo de su máximo de abril y no muy por encima de su mínimo (histórico) de marzo.

Los diferenciales de los mercados emergentes regresan con rapidez a sus mínimos históricos...

La incertidumbre política se dejó sentir en los diferenciales de algunos países. Los de la deuda pública de Filipinas denominada en dólares se amplió desde aproximadamente 440 puntos básicos a mediados de junio hasta los casi 470 de principios de julio, incluso mientras se ampliaban los diferenciales de la mayoría de soberanos. La confianza de los inversionistas en Filipinas se vio socavada por las peticiones de dimisión dirigidas a su presidenta, así como por los reveses que sufrieron las reformas fiscales del Gobierno. La preocupación ante la repercusión que tendría la prolongada incertidumbre política para su posición fiscal, ya de por sí débil, llevó a Standard & Poor's y Fitch a rebajar hasta niveles negativos sus provisiones de calificación para Filipinas a mediados de junio.

... a pesar de la incertidumbre política

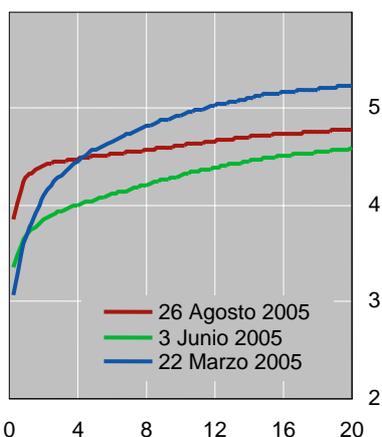
En Brasil, las acusaciones de corrupción provocaron la dimisión de altos cargos del partido en el Gobierno. La incertidumbre política hizo que en ocasiones los diferenciales de la deuda brasileña se desligaran de los del

Brasil retira sus bonos Brady...

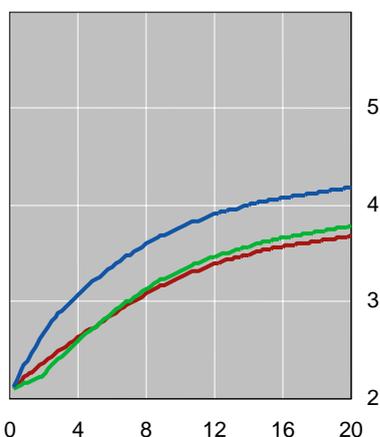
Curvas de rendimiento de los swaps

En porcentaje

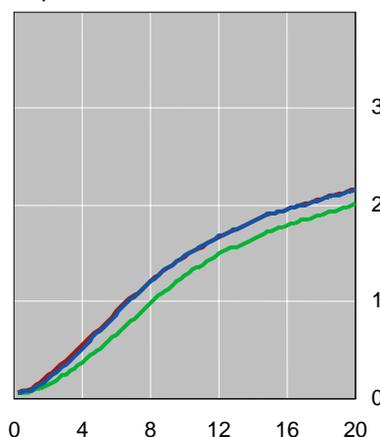
Estados Unidos



Zona del euro



Japón



Nota: para vencimientos en dólares de EEUU y en yenes a tres meses, se utiliza el Libor; para vencimientos en euros a tres meses, se utilizan los tipos de interés de depósito en euros; para el resto de vencimientos, se utiliza la rentabilidad anual de los swaps al cierre de la sesión en Londres.

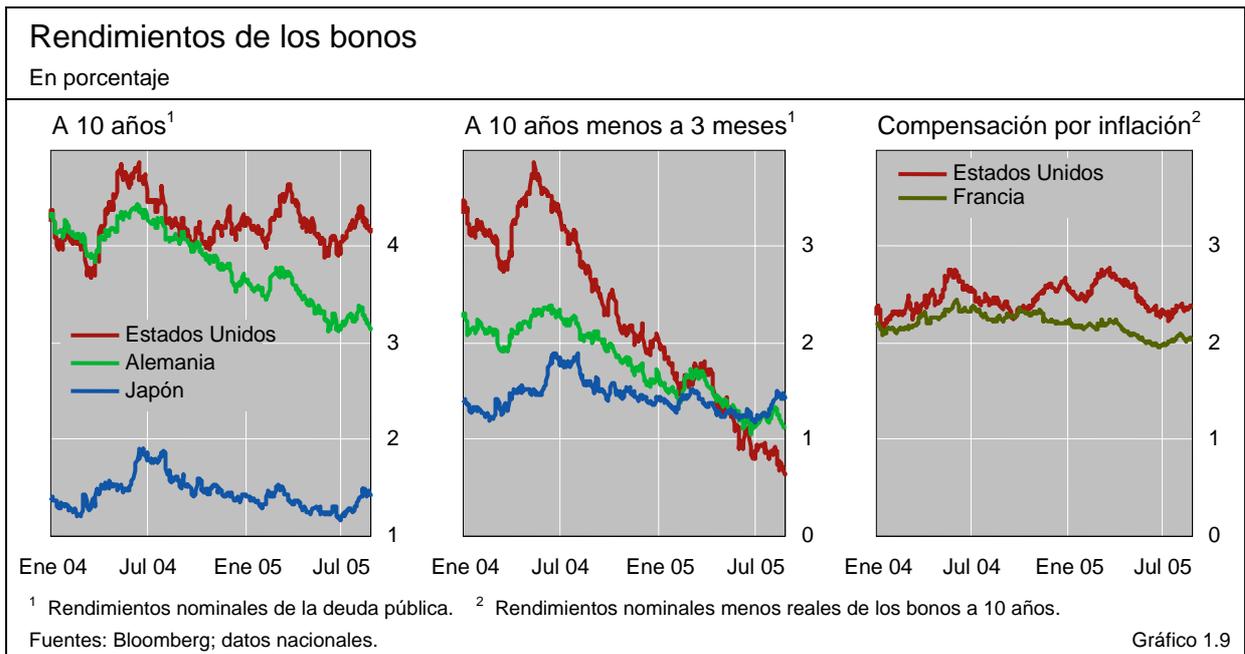
Fuentes: Bloomberg; ICAP; cálculos del BPI.

Gráfico 1.8

mercado emergente, como ocurrió por ejemplo a finales de julio y de agosto. Sin embargo, los inversionistas no parecieron preocuparse demasiado ante las dificultades por las que atravesaba el Gobierno. De hecho, a finales de julio, los inversionistas se mostraron tan receptivos a adquirir deuda pública de Brasil, que el Gobierno pudo incluso retirar la mayoría de sus bonos Brady todavía en circulación. Así pues, el país cambió por eurobonos unos 4.400 millones de dólares en bonos C (que en su día fueron los títulos más negociados en mercados emergentes). Esta operación pone de manifiesto la mejora de los indicadores fundamentales en Brasil desde la reestructuración de su deuda en los años 80 y principios de los 90. Fue entonces cuando la emisión de bonos Brady permitió darle personalidad propia a la deuda de los mercados emergentes, y desde ese momento ha ido ganando madurez: la deuda Brady en circulación cayó desde su máximo cercano a los 150.000 millones de dólares a finales de 1996 hasta menos de 50.000 millones a mediados de 2005. En la actualidad, apenas representa menos del 5% de toda la deuda pública internacional emitida por prestatarios de mercados emergentes.

... y Rusia amortiza
deuda de la era
Soviética

Otro país que intentó demostrar un punto de inflexión en su posición crediticia a través del intercambio de deuda fue Rusia, que en mayo acordó la amortización anticipada de 15.000 millones de dólares en deuda de la época soviética frente al Club de París de acreedores bilaterales oficiales. La retirada de esta deuda se vio facilitada por el elevado precio del petróleo, que ha permitido a Rusia mejorar considerablemente su situación fiscal desde que el Gobierno suspendiera pagos en 1998.



Otros países aprovecharon las favorables condiciones financieras para cubrir anticipadamente sus necesidades de financiación. Durante los primeros siete meses de 2005, los prestatarios de mercados emergentes consiguieron recaudar cantidades récord a través de los mercados de bonos y préstamos internacionales, un 22% más que durante el mismo periodo del año anterior (véase el Gráfico 1.7). Los inversionistas de otros países también se mostraron cada vez más interesados en la deuda denominada en moneda nacional (véase la sección “The international debt securities market” en la página 33 de *Informe Trimestral* en inglés). En especial, se vieron atraídos por los altos tipos de interés que se ofrecen en estos mercados y, en algunos casos, por las expectativas de apreciación de la moneda de inversión frente al dólar de Estados Unidos. México, que en su día fue uno de los prestatarios más importantes en los mercados internacionales, suple ahora la mayoría de sus necesidades de financiación a través de títulos de deuda denominados en pesos mexicanos.

Creciente interés por la deuda en moneda local

Expectativas de tipos de interés más altos

La preferencia de los inversionistas por las acciones y los instrumentos de deuda se mantuvo habida cuenta de los escasos rendimientos nominales. Los tipos de interés a largo plazo en los principales mercados subieron entre junio y agosto (véase el Gráfico 1.8), pero no lograron salir del intervalo en el que han oscilado en el último año (véase el Gráfico 1.9). De hecho, tanto a principios como a finales de junio, el rendimiento de los títulos públicos de Estados Unidos a 10 años cayó hasta el 3,9%, su nivel más bajo en más de un año. Más tarde comenzó a recuperarse, llegando al 4,4% el 8 de agosto, justo antes de volver a caer. Los rendimientos a largo plazo en los mercados de euros y yenes también permanecieron muy por debajo de sus niveles un año antes, a pesar de la subida que experimentaron entre junio y agosto.

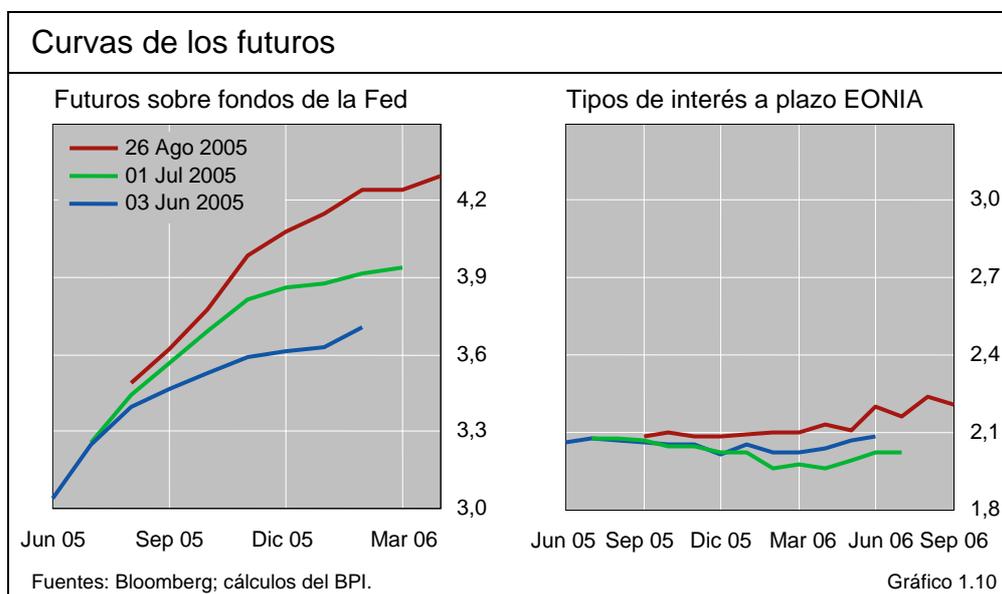
Los tipos de interés a largo plazo permanecen en márgenes bajos...

... en vista de las revisiones al alza de las previsiones para los tipos de interés oficiales...

La revisión al alza de la evolución prevista para los tipos de interés oficiales propició la subida de las tasas a largo plazo en la mayoría de mercados (véase el Gráfico 1.10). En concreto, los futuros sobre la tasa de los fondos de la Fed con vencimiento a principios de 2006 superaban a finales de agosto en casi 50 puntos básicos su nivel de principios de junio, cuando los mercados anticipaban una pausa significativa en el ciclo de subidas de tipos de interés para antes de finales de año. Incluso en el caso del euro, el cambio de tono en las declaraciones de algunos miembros del consejo del BCE modificó las expectativas en cuanto a la dirección que tomaría el próximo movimiento del Banco, pasando de un recorte a una subida para principios del próximo año. En Japón, los inversionistas en renta fija tomaron buena nota de los comentarios del Gobernador Fukui del Banco de Japón el 27 de julio en cuanto a la elevada probabilidad de que la oscilación interanual del IPC subyacente se volviera positiva hacia finales de año. Estos comentarios los realizó coincidiendo con la revisión al alza por el banco central de su evaluación de la coyuntura económica. Mientras que algunos analistas anticiparon el final de la política de tipos de interés cero hacia principios de 2006, la rentabilidad de los futuros sobre euroyenes con vencimiento en marzo de 2006 subió 5 puntos básicos entre junio y mediados de agosto.

... y de los buenos resultados macroeconómicos en EEUU

Los buenos resultados macroeconómicos dados a conocer en Estados Unidos tuvieron en general una fuerte incidencia en los mercados de deuda durante el periodo analizado. Así, las cifras del ISM muy por encima de lo consensuado, junto con síntomas de una mejora de la confianza de los consumidores, produjeron el 1 de julio una impresionante subida de 14 puntos básicos en los rendimientos a 10 años, mientras que las cifras de empleo de julio mejor de lo esperado, dadas a conocer el 5 de agosto, provocaron una subida de 7 puntos. En cambio, la inquietud ante las presiones inflacionarias parece que apenas tuvo repercusiones. En realidad, las previsiones de inflación a corto plazo aumentaron con el encarecimiento del petróleo (véase el Gráfico 1.3, panel de la derecha), pero los datos mensuales de la inflación subyacente permanecieron contenidos, al igual que ocurrió con las previsiones



de consenso para la inflación a más largo plazo. Aun más, la estable diferencia entre rendimientos nominales e indexados sugiere que el aumento de rendimientos en Estados Unidos en julio y agosto se debió casi por completo al aumento de las tasas reales (véase el Gráfico 1.9, panel de la derecha).

En Japón, los rendimientos se mostraron mucho menos volátiles. Aunque los anuncios económicos solieron sorprender positivamente, no repercutieron de forma significativa en los rendimientos en yenes a largo plazo. Por ejemplo, la reacción de los inversionistas en renta fija al anuncio el 9 de agosto de pedidos de maquinaria muy por encima de lo esperado quedó contenida ante las expectativas conservadoras para los próximos pedidos.

En la zona del euro, los datos económicos apenas aumentaron los rendimientos. Las previsiones económicas de crecimiento siguieron revisándose a la baja y los datos que iban conociéndose indicaban panoramas bien diversos. Ni siquiera indicadores positivos como las buenas cifras de la encuesta Ifo el 26 de julio consiguieron elevar la rentabilidad de la deuda pública alemana. De hecho, una de las mayores subidas del rendimiento del *bund* durante el periodo se produjo el 5 de agosto, tras conocerse las cifras de empleo en Estados Unidos mejor de lo esperado.

A pesar de las diferentes posiciones cíclicas por las que atraviesan las economías de Estados Unidos, la zona del euro y Japón, la pendiente de sus curvas de rendimiento guardó increíbles similitudes en estos tres mercados. A finales de agosto, los rendimientos de la deuda pública a 10 años en dólares, euros y yenes se situaban entre 65 y 140 puntos básicos por encima de las tasas a tres meses para estas monedas (véase el Gráfico 1.9). Además, las correspondientes curvas de tipos de interés (en especial para el dólar) se han aplanado significativamente durante el año pasado. En el caso del euro y el yen, la pendiente de sus curvas se inclinó ligeramente en julio y agosto, pero todavía distó mucho de los niveles registrados durante la primera mitad de 2005. El aplanamiento de la curva de rendimientos ha presagiado históricamente un debilitamiento de la actividad económica y una menor inflación. Sin embargo, la coincidencia de una pendiente similar en las curvas de estos tres mercados plantea la duda de si la información que facilitan ha cambiado en los últimos años.

Los atentados de Londres el 7 de julio parecen haber afectado a los mercados de renta fija de un modo incluso más efímero que en el caso de las bolsas. A pesar de constatarse una extraordinaria volatilidad intradía en Estados Unidos y la zona de euro —con un descenso inicial de los rendimientos por una huída momentánea hacia la seguridad—, el descenso de rentabilidad intradía fue más bien moderado (1 punto básico para el bono del Tesoro estadounidense a 10 años y 4 puntos para la deuda pública alemana). El segundo atentado en esta ciudad dos semanas después prácticamente no afectó a los mercados.

Las reacciones al anuncio de revaluación del renminbi chino el 21 de julio fueron sin embargo más notorias. Al especularse entonces con que la revaluación pudiera reducir demanda de títulos del Tesoro de Estados Unidos, el rendimiento de éstos subió casi 10 puntos básicos en tan sólo unas horas.

Los anuncios macroeconómicos no consiguen aumentar los rendimientos en Japón ni en la zona del euro

Las curvas de rendimiento planas en todo el mundo ponen en cuestión la información que ofrecen

La revaluación del renminbi apenas tiene un efecto pasajero

En cambio, el rendimiento del *bund* alemán perdió momentáneamente casi 3 puntos básicos en previsión de posibles repercusiones en su demanda. Sin embargo, el efecto de esta revaluación fue transitorio, al no saberse con certeza cuál sería la futura evolución del renminbi a partir de ese momento, ni hasta qué punto este cambio disminuiría la demanda de activos en dólares (véase el cuadro de la página 7).