

Presentación general: los mercados centran su atención en la política monetaria

El mes de junio puso fin a la tendencia alcista de los rendimientos de la deuda pública observada durante gran parte del año en los principales mercados. Esto se debió en gran medida a la percepción entre los inversionistas de débil crecimiento económico, en concreto en Estados Unidos, y al cambio de opinión en los mercados sobre la probabilidad de que la Reserva Federal volviera a subir sus tipos de interés. Ante la idea de que el crecimiento económico a corto plazo y la política monetaria en Estados Unidos pudieran encontrarse en una encrucijada, la atención se centró en los datos procedentes de aquel país y en las señales procedentes de la Reserva Federal. Todo ello, junto con las decisiones monetarias de otros importantes bancos centrales y las expectativas sobre sus acciones futuras, repercutió considerablemente en los mercados mundiales de deuda.

Las bolsas de todo el mundo se fueron recuperando gradualmente del amplio episodio de ventas de mayo y finales de junio, si bien la volatilidad permaneció por encima de su nivel anterior a las turbulencias. Las volatilidades implícitas no llegaron a recuperarse del todo, lo que indicaría mayor incertidumbre entre los inversionistas acerca de la evolución de las cotizaciones a corto plazo. Las razones pueden hallarse en parte en el temor a una desaceleración económica en Estados Unidos y a los interrogantes sobre las perspectivas de los beneficios empresariales en un entorno de mayores precios del petróleo y tensiones geopolíticas. Sin embargo, los mercados bursátiles se vieron reforzados por la caída de los rendimientos de los bonos y por las previsiones de crecimiento en general halagüeñas para la zona del euro y Japón, así como por los anuncios de beneficios positivos correspondientes al segundo trimestre.

En cuanto a los mercados de deuda, mientras que los de la zona del euro se recuperaron en gran medida, los diferenciales de los títulos estadounidenses de alta rentabilidad no se estrecharon demasiado tras el episodio de ventas de mayo y junio, debido a la presión al alza ejercida por el encarecimiento del petróleo ante el creciente riesgo geopolítico y a los síntomas de creciente apalancamiento. En cambio, el aluvión de mejoras de calificación crediticia para algunos soberanos hizo que los mercados emergentes recuperaran gran parte del vigor que había caracterizado el inicio del año, acercándose de nuevo los diferenciales soberanos a sus mínimos

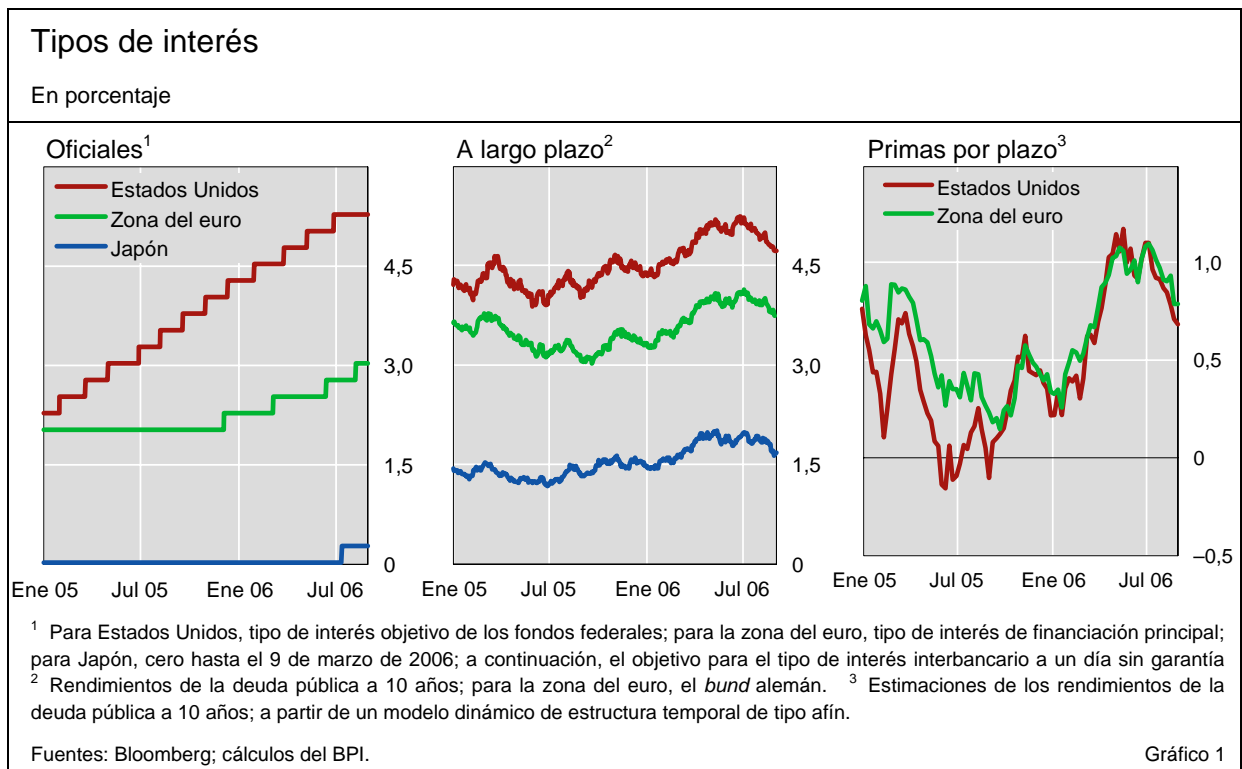
históricos en la mayoría de índices. Los mercados de renta fija tanto de países desarrollados como emergentes se vieron fortalecidos por una serie de noticias que se interpretaron como menor endurecimiento de la política monetaria de cara al futuro.

La tendencia alcista de los rendimientos cambia de dirección

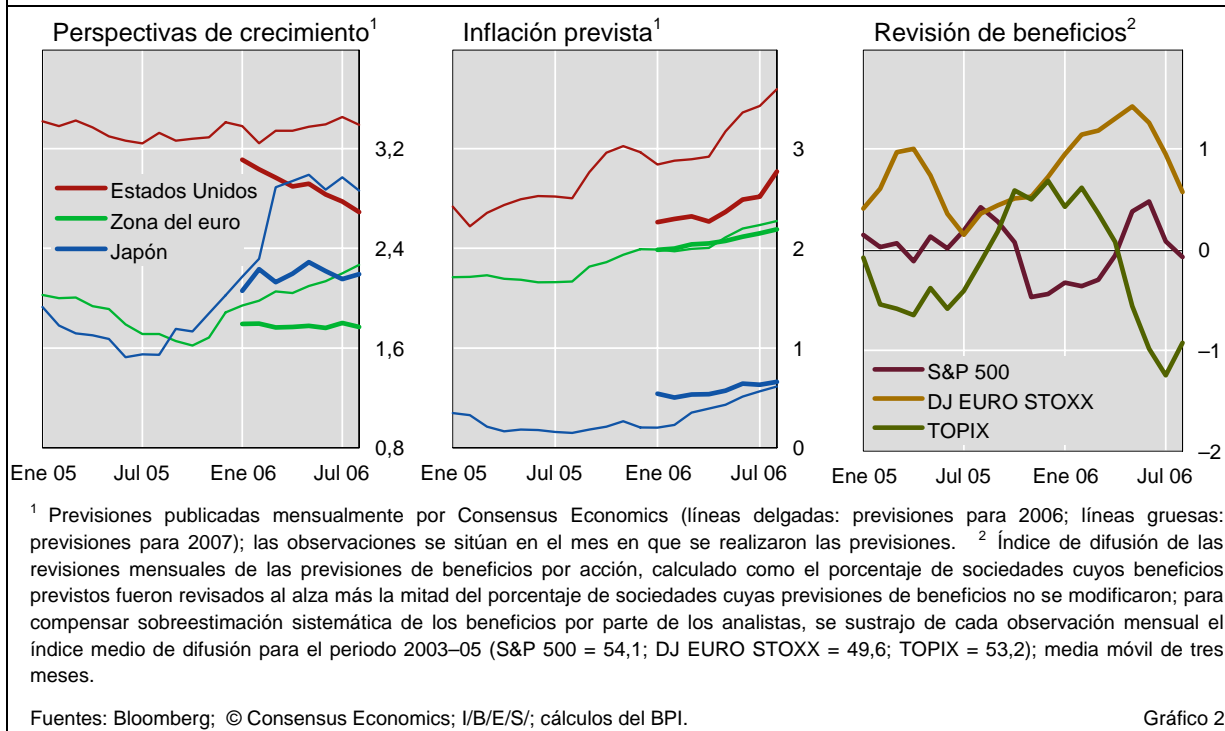
A finales de junio cesó la tendencia alcista en los rendimientos de los bonos que se había observado durante gran parte del año. Tras su aumento progresivo en los primeros meses de 2006, los rendimientos de la deuda se contrajeron en las principales economías desarrolladas en mayo y principios de junio cuando las turbulencias en las bolsas internacionales incitaron a los inversionistas a recurrir a la relativa seguridad que ofrecen los títulos de renta fija gubernamentales. Al estabilizarse los mercados bursátiles, los rendimientos retomaron brevemente su trayectoria alcista, pero a finales de junio tomaron un rumbo descendente más duradero. El 1 de septiembre de 2006, los rendimientos de la deuda pública a 10 años ya habían caído más de 50 puntos básicos en Estados Unidos y casi 40 en la zona del euro, mientras que a principios de verano alcanzaban máximos (véase el panel central del Gráfico 1). En Japón, por su parte, aunque los rendimientos de los bonos a 10 años se redujeron menos que en Estados Unidos y en la zona del euro, negociándose apenas por debajo del 2%, hacia finales de agosto también comenzaron a caer.

La rentabilidad de los bonos cesa su tendencia al alza y comienza a reducirse...

El repunte de los mercados de deuda se debió en parte al cambio en las expectativas de los inversionistas acerca del vigor de la actividad económica en el futuro, especialmente en Estados Unidos. A ello se unieron las señales



Perspectivas macroeconómicas



procedentes de la Reserva Federal que los mercados interpretaron como menor probabilidad de que los tipos de interés volvieran a subir en un futuro cercano. Todos estos factores parecen haber pesado no sólo en los mercados de renta fija estadounidenses, sino también en los de otros países, posiblemente por la influencia de Estados Unidos en la economía mundial. A este descenso de rentabilidad también contribuyeron las reducciones de las primas por riesgo, que en la primera mitad del año habían evolucionado al alza (véase el panel derecho del Gráfico 1).

Los participantes en el mercado prestaron gran atención a las decisiones, tanto reales como esperadas, de los bancos centrales en los últimos tres meses. Los tres principales bancos centrales subieron sus tipos de interés oficiales, algo que los mercados ya habían anticipado ampliamente (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). El Banco de Japón decidió acabar con el entorno de tipos de interés cero anunciando un incremento de 25 puntos básicos el 14 de julio, por primera vez en seis años. El BCE también incrementó sus tipos de interés en 25 puntos básicos el 8 de junio y de nuevo el 3 de agosto. Por su parte, la Reserva Federal anunció su decimoséptimo incremento consecutivo el 29 de junio, de nuevo en 25 puntos básicos, para llegar así al 5,25%. El comunicado del FOMC que acompañó esta decisión, interpretado por los inversionistas como mayor probabilidad de que se suavizara el ritmo de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, tuvo un impacto significativo en los mercados de deuda tanto en aquel país como en otros.

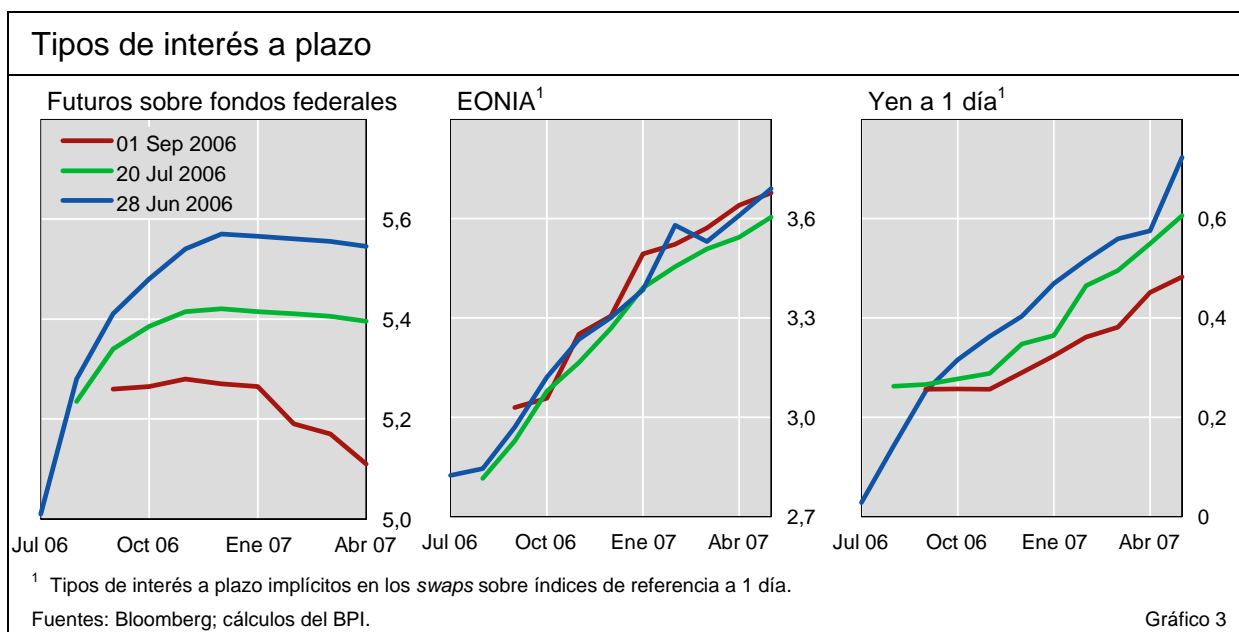
Los datos que iban conociéndose contribuyeron a reforzar la percepción entre los inversionistas de que la economía estadounidense se estaba desacelerando progresivamente. Por ejemplo, el crecimiento del PIB estadounidense en el segundo trimestre fue bastante inferior a lo esperado y la tasa de desempleo creció más de lo previsto en julio. Ambos anuncios provocaron marcadas caídas en los rendimientos de la deuda estadounidense a largo plazo. Asimismo, la actividad en el mercado de la vivienda en Estados Unidos dio claras muestras de rápida desaceleración. En vista del panorama que pintaban los datos que iban conociéndose, las previsiones de crecimiento para 2007 en dicho país fueron revisándose continuamente a la baja a lo largo de 2006 (véase el panel izquierdo del Gráfico 2).

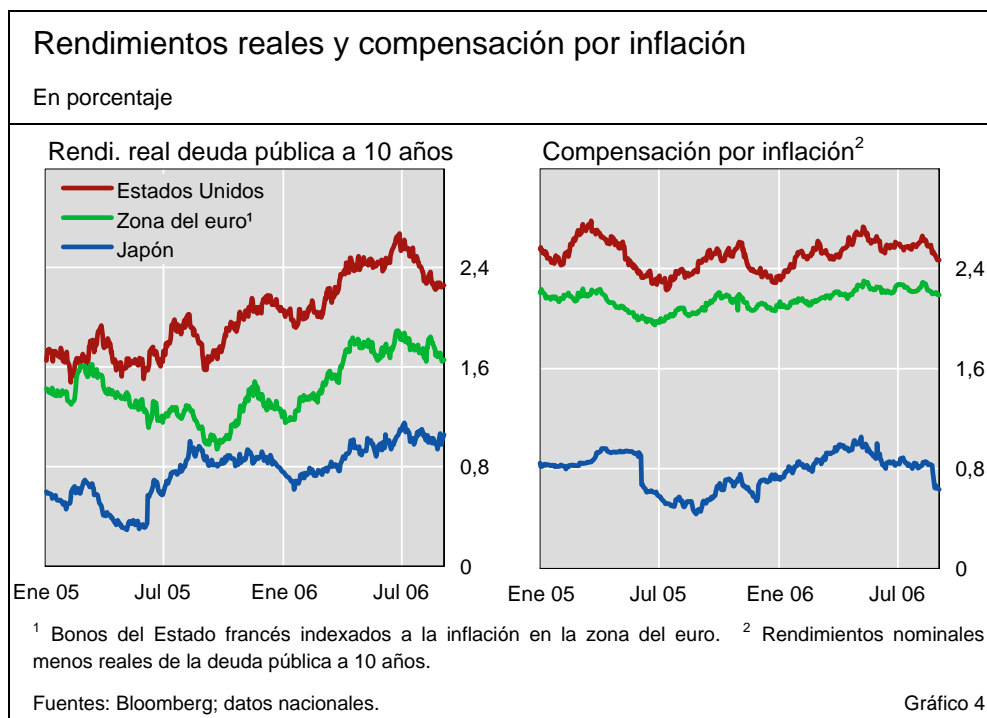
... mientras las perspectivas de crecimiento en EEUU se revisan a la baja...

Los síntomas de enfriamiento de la economía estadounidense, junto con las declaraciones de la Reserva Federal, llevaron a los inversionistas a concluir que había menos motivos para seguir endureciendo la política monetaria a corto plazo. Como estaba previsto, el FOMC mantuvo intactos los tipos de interés el 8 de agosto e indicó que preveía menores presiones inflacionistas al estar moderándose el crecimiento económico. Haciéndose eco de este reajuste de previsiones, los tipos de interés de los futuros sobre fondos federales se redujeron gradualmente en julio y agosto. El pronunciado descenso que se observa en toda su curva después de junio sugiere que los tipos de interés oficiales de Estados Unidos se preveían estables o incluso a la baja a partir del próximo año (véase el panel izquierdo del Gráfico 3).

... y se reducen las expectativas de aumento de los tipos de interés por la Reserva Federal

Al contrario que en Estados Unidos, las percepciones sobre la política monetaria en la zona del euro no señalaron menor endurecimiento, como indican los tipos de interés EONIA (véase el panel central de Gráfico 3), lo que concuerda con los datos que iban conociéndose y que indicaban un repunte continuo de la actividad económica en la zona del euro. Así por ejemplo, el crecimiento del PIB en la zona de euro sorprendió al alcanzar su nivel más alto en cinco años, lo que a su vez llevó a revisar a alza las encuestas de previsión





Se prevé un endurecimiento de la política monetaria en la zona del euro...

de crecimiento para la zona del euro en 2006 (véase el panel izquierdo del Gráfico 2). La subida de 25 puntos básicos decidida por el BCE el 3 de agosto —dos meses después de su anterior aumento— aceleró el ritmo al que estaba llevando sus tipos de interés a niveles más neutrales, dado que las dos subidas anteriores se realizaron con tres meses de diferencia. Las declaraciones del Presidente del BCE en agosto reforzaron la opinión de los inversionistas en cuanto a la mayor probabilidad de nuevas subidas de los tipos de interés, más pronto que tarde.

En Japón, los anuncios económicos también resultaron en general favorables durante gran parte del periodo analizado. La encuesta *Tankan* del Banco de Japón presentó un panorama económico más positivo de lo esperado, generando así aumentos de rentabilidad en los bonos cuando se publicó a comienzos de julio. Asimismo, en su *Informe Mensual sobre la Evolución Económica y Financiera Reciente* correspondiente al mes de julio, el banco indicaba que la brecha del producto parecía haber entrado en terreno positivo y que se preveía la continuidad de la expansión económica. Sin embargo, no todas las noticias resultaron favorables para las perspectivas de crecimiento. La deuda japonesa perdió rentabilidad el día en que se anunció un crecimiento del PIB muy por debajo de lo previsto en el segundo trimestre. Un tanto de lo mismo ocurrió al conocerse las cifras de producción industrial, que sorprendieron por haberse reducido en julio. A raíz de los datos anunciados y de las señales del Banco de Japón, los precios de los *swaps* sobre índice de referencia a 1 día descontaron un aumento sólo gradual de los tipos de interés tras la subida de julio (véase el panel derecho del Gráfico 3).

... y de forma gradual también en Japón

En cuanto a la inflación, la mayoría de anuncios en los tres últimos meses han indicado crecientes presiones de precios en las tres principales economías, lo que ha provocado revisiones al alza de las previsiones de

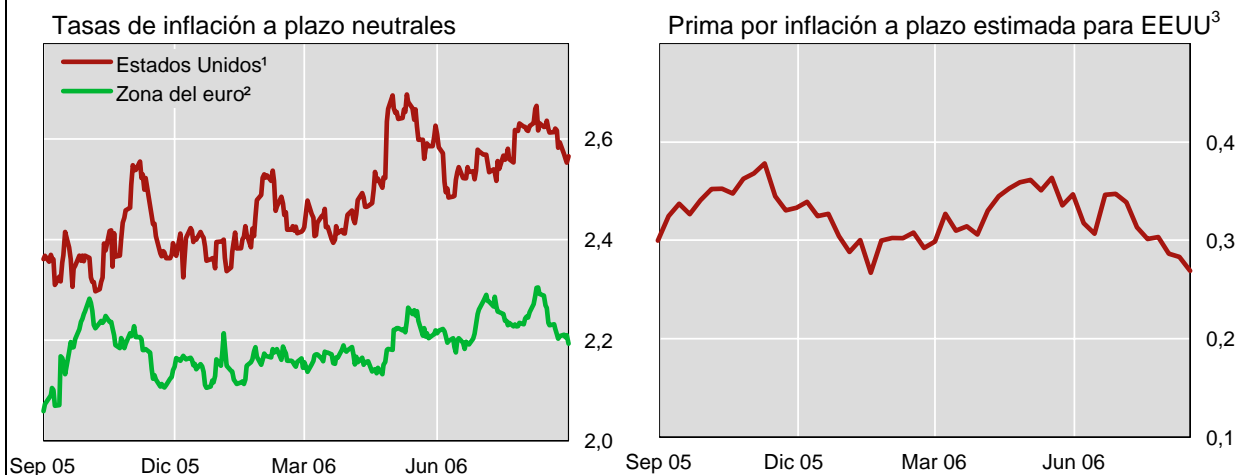
Tasas de inflación neutrales a plazo y expectativas de inflación para horizontes largos

Las tasas de inflación neutrales, es decir, la diferencia entre los rendimientos de los bonos nominales y los de los bonos reales (indexados a la inflación) para vencimientos similares, se han utilizado durante mucho tiempo como indicador de las expectativas de inflación de los mercados para el horizonte de los bonos, completando así medidas como las encuestas de previsión. Otro indicador muy utilizado en este sentido son las tasas de inflación neutrales a plazo (o a futuro), como la tasa a plazo a cinco años para un horizonte de cinco años. Este tipo de medida suele considerarse más indicativa de las expectativas de inflación para horizontes largos, ya que en principio no deben verse afectadas por los cambios que se esperan a corto plazo para la inflación, como pueden ser las oscilaciones provocadas por fluctuaciones cíclicas.

Dado que las presiones inflacionistas a corto plazo parecen haber crecido durante algún tiempo tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, las tasas neutrales a plazo han evolucionado al alza, aunque más en el primer caso que en el segundo. El panel izquierdo del gráfico inferior muestra que, en el último año, las tasas neutrales a plazo a cinco años para un horizonte de cinco años han crecido gradualmente cerca de 30 puntos básicos en el caso de Estados Unidos, mientras que en la zona del euro han mostrado incrementos más moderados en los últimos dos meses tras un periodo de relativa estabilidad.

No obstante, un aumento en la tasa de inflación neutral a futuro puede atribuirse en principio a expectativas de mayor inflación en el futuro lejano, al aumento de la prima por riesgo de inflación o a una combinación de ambos. En este contexto, la prima por riesgo de inflación representa el rendimiento adicional que exige el inversionista por adquirir bonos nominales, que están expuestos al riesgo de fluctuaciones de la inflación, en comparación con el rendimiento exigido para los bonos reales. No cabe duda de la dificultad que entraña identificar con exactitud la magnitud de las primas de riesgo, tanto más cuando se trata de discernir entre prima por riesgo de inflación y su contrapartida real, es decir, el rendimiento exigido por la incertidumbre que rodea la fluctuación de los tipos de interés reales.

Compensación por inflación y primas por plazo



¹ Tasas de inflación a plazo neutrales a cinco años para un horizonte de cinco años; estimaciones basadas en la deuda pública con vencimiento en 2010, 2011, 2015 y 2016. Debido a la escasez de vencimientos para bonos indicados, las tasas neutrales a plazo del gráfico son aproximaciones. ² Tasas de inflación a plazo neutrales a cinco años para un horizonte de cinco años; estimaciones basadas en los bonos del Estado francés (OAT) con vencimiento en 2012 y 2015; los OAT indicados lo están a la inflación de la zona del euro. ³ Prima por riesgo de inflación a plazo a cinco años para un horizonte de cinco años; en porcentaje; a partir de cálculos de Kim y Wright (2005).

Fuentes: Federal Reserve Board; Bloomberg; cálculos del BPI.

Sin embargo, estimaciones recientes con datos de Estados Unidos basadas en un modelo dinámico de la estructura temporal pueden arrojar cierta luz en este asunto. Kim y Wright (2005) combinan datos de los títulos de deuda nominales de Estados Unidos con datos sobre inflación para estimar la dinámica de la estructura temporal nominal y para inferir una estructura temporal real implícita, que a su vez les permita estimar primas de riesgo reales y primas por riesgo de inflación[®].

Esta técnica también les permite calibrar el volumen de las primas por riesgo de inflación a plazo, como las que influirían en las tasas neutrales a futuro que se muestran más abajo. A decir verdad, este método no tiene en cuenta la información de los bonos indicados, por lo que sus resultados sólo deben considerarse orientativos con respecto a los datos para las tasas neutrales recogidos en el gráfico. Además, hay otros factores como la liquidez y los efectos institucionales que también pueden influir en las tasas de inflación neutrales. Aun así, en la medida en que dichos factores son razonablemente estables, los cambios recientes en las tasas de inflación neutrales aún deberían obedecer principalmente a cambios en las expectativas de inflación y/o a cambios en las primas por riesgo de inflación.

Las estimaciones realizadas con dicha técnica sugieren que la prima por riesgo de inflación a plazo a cinco años para un horizonte de cinco años en Estados Unidos ha permanecido bastante estable durante el último año, por lo que la prima por riesgo de inflación parece no haber tenido mucho que ver con la reciente fluctuación de la tasa neutral a futuro. Partiendo de esta base, el aumento gradual de las tasas de inflación neutrales a plazo registrado en Estados Unidos el año pasado es probable que se deba en gran medida a las expectativas de inflación moderadamente más alta a largo plazo.

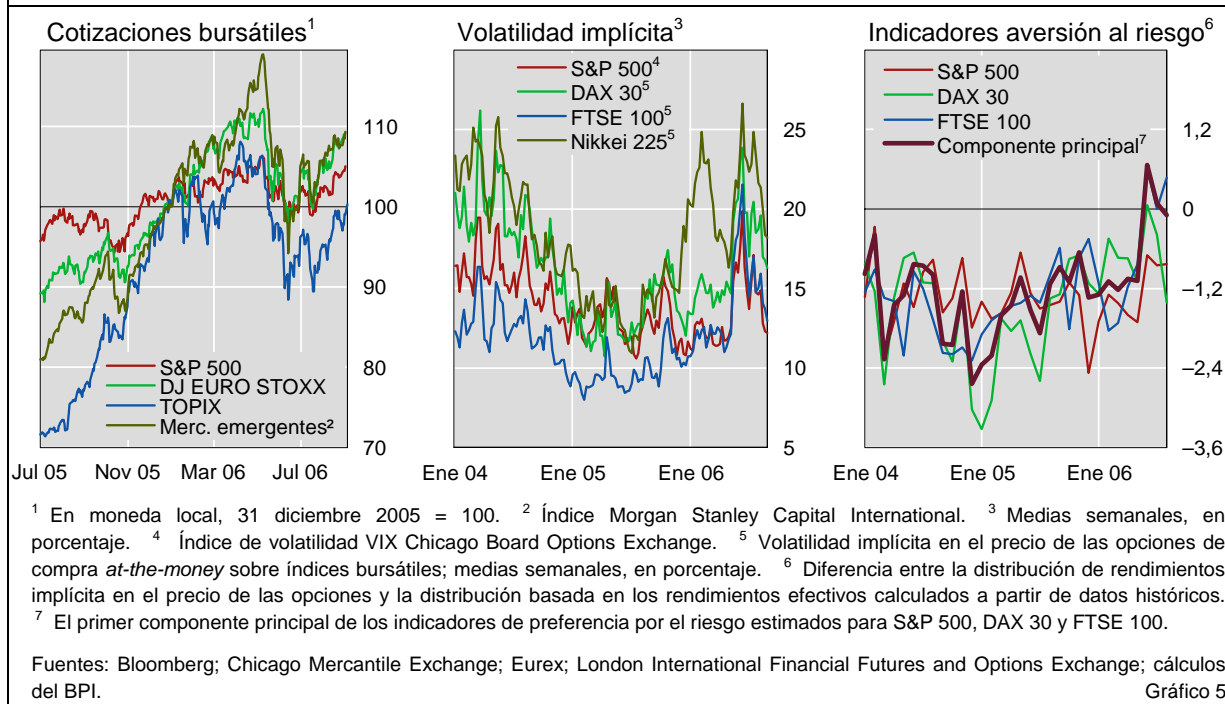
[®]Veáse D Kim y J Wright, "An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates," *International Finance Discussion Paper* 2005-33, Federal Reserve Board, agosto de 2005. Otros trabajos recientes que incluyen estimaciones de las primas por riesgo de inflación son: A Ang y G Bekaert, "The term structure of real rates and expected inflation," working paper, Columbia University, Graduate School of Business, 2005; A Buraschi y A Jiltsov, "Inflation risk premia and the expectations hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 2005, vol 75, pp 429-90; y P Hördahl, O Tristani y D Vestin, "The term structure of inflation risk premia and macroeconomic dynamics," documento no publicado, BCE y BPI, 2006.

Síntomas de
remisión de las
presiones
inflacionistas

inflación en todo el espectro (véase el panel central del Gráfico 2). Sin embargo, los datos publicados en agosto sugerían un posible retroceso de estas presiones en Estados Unidos y, en menor medida, en la zona del euro y Japón. Comparado con un año antes, los precios industriales subyacentes crecieron en Estados Unidos un 4,2% en julio, por debajo de las expectativas del mercado y de la cifra del mes anterior, que rozó el 5%. Asimismo, la inflación del IPC en este país durante el mes de julio se quedó en el 4,1% interanual, ligeramente por debajo de lo previsto. Ambos anuncios provocaron sustanciales caídas en los rendimientos de la renta fija estadounidense. En cuanto a la zona del euro, los datos de inflación medida por el IAPC para el mes de julio mostraron un aumento de precios del 2,4% con respecto a su nivel un año antes, un ritmo algo inferior al del mes anterior y también por debajo de lo previsto. Al mismo tiempo, el anuncio de que los precios de consumo japoneses habían crecido en julio muy por debajo de lo esperado hizo repuntar los mercados de deuda de aquel país a finales de agosto.

Las oscilaciones de los rendimientos nominales y reales de la deuda en los últimos dos meses fueron en gran medida reflejo de la evolución macroeconómica antes mencionada. Ante las perspectivas de menor crecimiento en Estados Unidos, los rendimientos de los bonos en términos reales se redujeron en julio y agosto, lo que explica la casi totalidad del

Volatilidad y preferencia por el riesgo en los mercados bursátiles



descenso de los rendimientos nominales durante ese mismo periodo (véase el Gráfico 4). Esto hizo que la compensación por inflación que exigen los inversionistas por mantener bonos nominales durante los próximos 10 años apenas cambiara (véase también el Recuadro de la página 6). Esta evolución contrasta con lo ocurrido en la primera mitad del año, cuando los rendimientos nominales se vieron impulsados no sólo por los mayores rendimientos reales sino también por la creciente compensación por inflación. En la zona del euro, los rendimientos reales se redujeron bastante menos que en Estados Unidos, en línea con las expectativas de los mercados de trayectorias de crecimiento en cierta medida divergentes en ambas economías. La tasa de inflación neutra para el euro a 10 años permaneció relativamente invariable, lo que sugiere expectativas de inflación estables a largo plazo. En Japón, tanto los rendimientos reales como las tasas de inflación neutrales apenas han oscilado en los últimos tres meses. Sin embargo, hacia finales de agosto, la compensación por inflación a 10 años en ese país se redujo casi 20 puntos básicos, al darse a conocer datos de inflación inferior a lo previsto.

Los mercados bursátiles se recuperan pero permanecen volátiles

Las principales bolsas se recuperaron gradualmente del amplio episodio de ventas de mayo y finales de junio, si bien la volatilidad permaneció por encima de su nivel anterior (véase el panel izquierdo del Gráfico 5). Desde que comenzara la oleada de ventas el 10 de mayo hasta tocar fondo el 13 de junio, el S&P 500 perdió el 7,7%, mientras el DJ EURO STOXX lo hacía el 13,3% y

Las cotizaciones se reponen del episodio de ventas

el TOPIX el 16,5%. Sin embargo, en las semanas siguientes estas pérdidas se recuperaron casi en su totalidad.

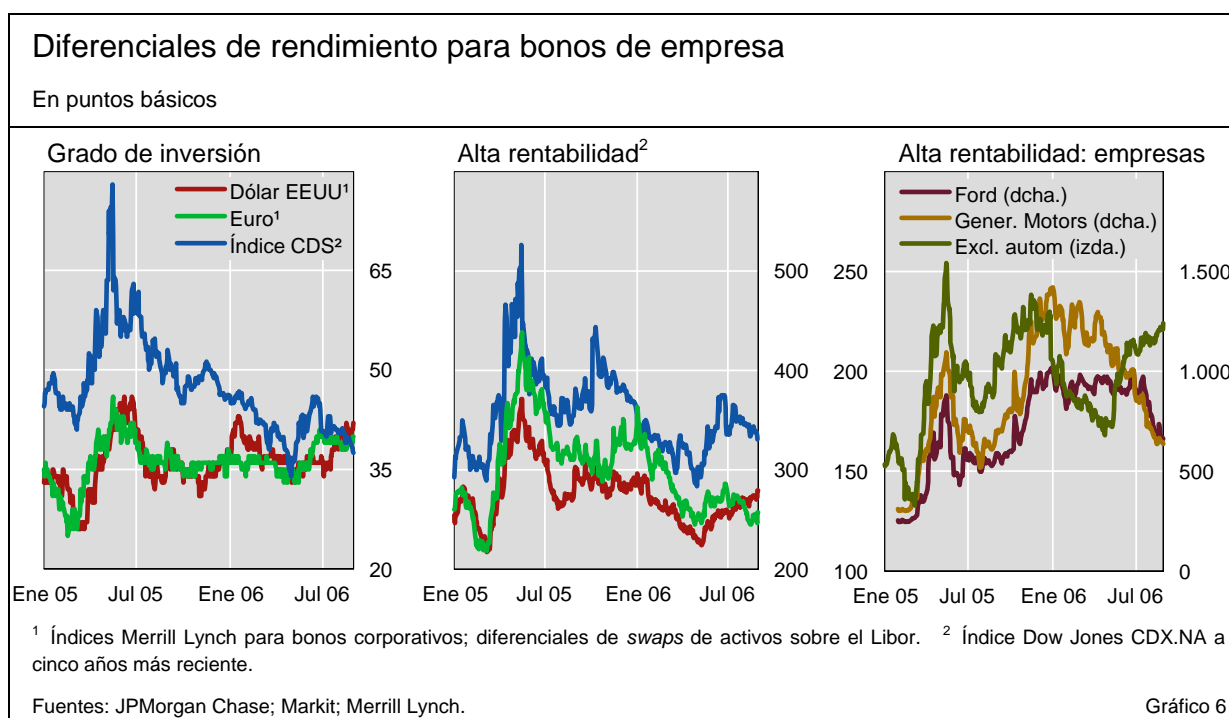
Aun así, este breve episodio pareció dejar a los inversionistas algo más nerviosos que a comienzos de año, como indica la mayor volatilidad de las cotizaciones. Las volatilidades implícitas, que habían aumentado durante el periodo de turbulencias, tampoco se recuperaron del todo, lo que hace pensar que los inversionistas aún dudaban sobre la evolución de las cotizaciones a corto plazo (véase el panel central del Gráfico 5). Por analogía, el apetito por el riesgo entre los inversionistas, que se había moderado durante las pérdidas en las bolsas, pareció seguir contenido en cierta medida frente a los niveles observados en el pasado reciente (véase el panel derecho del Gráfico 5).

A esta incertidumbre inversionista contribuyeron los interrogantes sobre el grado y la velocidad de desaceleración de la economía estadounidense, así como el cambio de percepción sobre la evolución de la política monetaria de la Reserva Federal en el futuro. A ello se unieron tensiones geopolíticas por el brote de nuevas hostilidades en oriente medio, la persistente violencia en Iraq, las pruebas con misiles por parte de Corea del Norte y la aprehensión ante los planes nucleares de Irán. Además, la relación entre las previsiones de resultados positivas y las negativas se redujo en el último trimestre en Estados Unidos, Europa y Japón (véase el panel derecho del Gráfico 2).

No obstante, las cotizaciones bursátiles se vieron reforzadas por una serie de factores. Los datos sobre beneficios obtenidos siguieron siendo positivos: los anuncios para el segundo trimestre indicaron, por decimoséptimo trimestre consecutivo, un ritmo de crecimiento en términos interanuales de dos dígitos para las ganancias del S&P 500. Las perspectivas de crecimiento para la zona del euro y Japón fueron en general positivas y tendieron a compensar las previsiones menos favorables para la economía estadounidense. Las

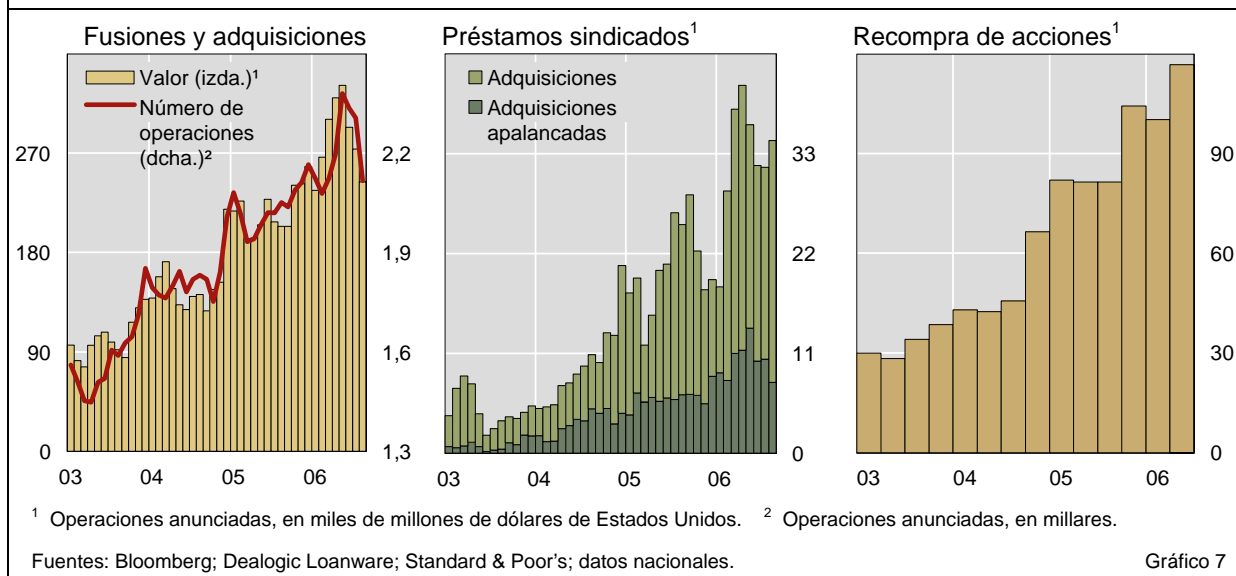
Mientras permanece la incertidumbre...

... las bolsas se refuerzan por los beneficios y la caída de los rendimientos de los bonos



Iniciativas favorables al accionista

Medias móviles de tres meses



bolsas también se vieron reforzadas por la caída de los rendimientos de los bonos y por la creciente percepción entre los inversionistas del posible fin del ciclo de endurecimiento monetario por parte de la Reserva Federal. De hecho, los datos sobre crecimiento peor de lo esperado en Estados Unidos a menudo provocaron ganancias en las bolsas, al revisar los mercados a la baja sus expectativas sobre el ritmo e intensidad de futuras subidas de los tipos de interés, y con ello menor probabilidad de que el endurecimiento monetario lastrara sustancialmente el crecimiento. Al conocerse en agosto datos que señalaban una cierta remisión de las presiones inflacionistas en Estados Unidos, los mercados parecieron comenzar a dar por sentado que la economía de aquel país se preparaba para un "aterrizaje suave", enfriándose sólo lo necesario para mantener contenidas las presiones alcistas sobre los precios.

Las bolsas de EEUU dan por sentado un "aterrizaje suave"

En los mercados emergentes, las acciones se vieron seriamente afectadas por las ventas de mayo y junio, perdiendo las bolsas del MSCI más del 20%. Sin embargo, como ocurriera con los mercados principales, los emergentes también se repusieron progresivamente (véase el panel izquierdo del Gráfico 5) y para el 1 de septiembre ya se había recuperado más de la mitad de las pérdidas acumuladas durante dicho episodio. En general, en los tres últimos meses los mercados bursátiles emergentes han solido seguir la evolución de sus homólogos en economías avanzadas, aunque parecieron responder más ante determinados eventos geopolíticos. También hubo factores locales que contribuyeron a una marcada oscilación de precios en determinados mercados. Así, la bolsa de Turquía se tambaleó en junio cuando la aceleración de la inflación y la rápida caída de la lira llevaron al banco central a subir pronunciadamente sus tipos de interés. Especial incidencia tuvo en las acciones de aquel país la escalada de violencia en oriente medio. La bolsa de México, por su parte, osciló de forma abrupta en julio cuando los inversionistas reconsideraron la probabilidad de que alguno de los dos

principales candidatos electorales fuera declarado ganador en las reñidas elecciones presidenciales celebradas el 2 de julio.

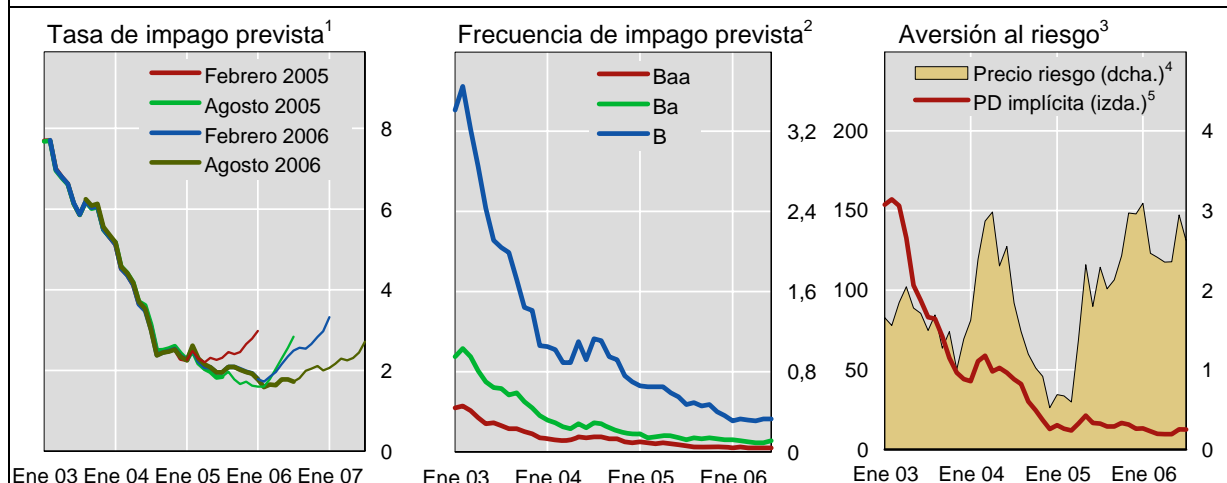
Los diferenciales de los bonos de empresas estadounidenses oscilan en un intervalo más alto

Los mercados de deuda de los países desarrollados evolucionaron de forma dispar tras las ventas generalizadas de mayo y principios de junio (véase el Gráfico 6). El 1 de septiembre, los diferenciales con respecto al Libor de los *swaps* de activos con bonos corporativos en dólares estadounidenses con grado de inversión y de alta rentabilidad se situaban en 42 y 279 puntos básicos respectivamente, ambos todavía por encima de sus mínimos del año alcanzados en mayo. Los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) norteamericanos, que habían oscilado de forma mucho más drástica durante la oleada de ventas del segundo trimestre, se contrajeron apenas una mínima parte de lo que se habían ampliado antes. La evolución para la zona del euro, aunque volátil, fue algo mejor: los diferenciales para la deuda de alta rentabilidad volvieron a finales de agosto a sus niveles previos al citado episodio, tal vez por los síntomas de crecimiento más positivos antes descritos.

Similar a lo ocurrido en los mercados bursátiles, los diferenciales en los mercados de deuda privada se vieron impulsados en direcciones opuestas por los mayores precios energéticos ante los crecientes riesgos geopolíticos y por los cambios de perspectivas a medio plazo sobre la actuación de la Reserva Federal. La semana del 10 al 14 de julio, cuando los precios del petróleo se dispararon por la intensificación del conflicto en oriente medio, se registró un

El conflicto en Oriente Medio contribuye a ampliar los diferenciales

Tasas de impago y mercados de CDS



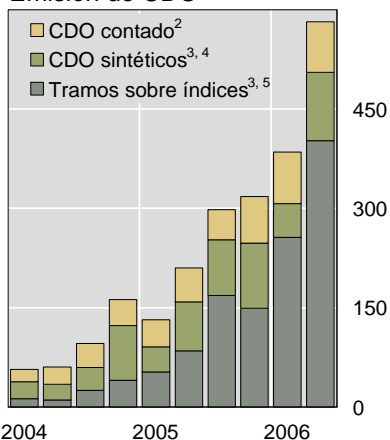
¹ Previsiones de la tasa de incumplimiento para grado especulativo realizadas por Moody's Investors Services en el momento indicado en la leyenda (líneas gruesas: tasas de incumplimiento históricas; líneas finas: previsiones para un horizonte de 1 año con respecto a la fecha de leyenda). ² Frecuencia de impago prevista (EDFTM) para un horizonte de 1 año; mediana para sociedades no financieras, en porcentaje. ³ A partir de los diferenciales y las probabilidades de impago a 1 año para los componentes del índice DJ.CDX.NA.IG.4. ⁴ Relación entre la probabilidad de impago neutral al riesgo y la probabilidad física estimada. ⁵ Probabilidad de impago o incumplimiento (PD) implícita en los diferenciales de los CDS a 1 año, suponiendo una tasa de recuperación del 40%, en puntos básicos.

Fuentes: JPMorgan Chase; Markit; Merrill Lynch; Moody's; Moody's KMV; cálculos del BPI.

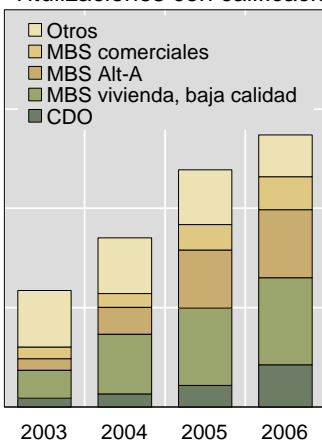
Gráfico 8

Financiación estructurada

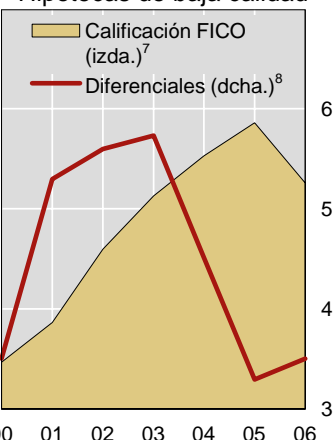
Emisión de CDO¹



Titulaciones con calificación^{1,6}



Hipotecas de baja calidad



¹ Bonos de titulización de deuda garantizada (CDO), en miles de millones de dólares de EEUU. ² CDO basados en efectivo. ³ Cantidades nominales, no ajustadas por el nivel de riesgo de cada tramo. ⁴ Swaps de incumplimiento crediticio (CDS) referidos a carteras de bonos de empresa, deuda soberana y bonos de titulización de activos (ABS). ⁵ CDS con referencia a índices CDS. ⁶ Emisiones de bonos titulizados con calificación de Moody's; para 2006, cantidades anualizadas a partir de los siete primeros meses del año; en miles de millones de dólares de Estados Unidos. Los préstamos de baja calidad son aquellos que se conceden a prestatarios con historiales crediticios deteriorados. Los préstamos Alt-A son (otros) préstamos concedidos a prestatarios que no cumplen todas las condiciones de suscripción impuestas por las agencias federales de financiación de la vivienda de Estados Unidos. La categoría "Otros" incluye bonos de titulización hipotecaria (MBS) para vivienda de elevada cuantía, así como bonos de titulización de derechos de cobro de tarjetas de crédito y de préstamos para la adquisición de vehículo ⁷ Calificación FICO para hipotecas a interés variable (ARM) por fecha de creación. Las puntuaciones FICO corresponden al riesgo relativo de incumplimiento o mora grave. Cuanta más alta sea la puntuación, más bajo será el riesgo. ⁸ Diferencial entre el tipo de interés medio ponderado para hipotecas 2/28 ARM (a interés variable, fijo para los dos primeros años y ajustable después anualmente) que se utilizan en titulaciones de baja calidad y el tipo de interés de los swaps a dos años, en porcentaje.

Fuentes: Bond Market Association; CreditFlux; LoanPerformance; Moody's Investors Service; UBS.

Gráfico 9

aumento de 22 puntos básicos en el índice de CDS norteamericanos de alta rentabilidad (el índice para grado de inversión creció 3 puntos básicos). En cambio, tanto los diferenciales de los CDS con grado de inversión como los de alta rentabilidad se redujeron con fuerza tras el anuncio del FMOC el 29 de junio y tras la comparecencia del Presidente de la Reserva Federal ante el Congreso estadounidense el 19 de julio. Incluso las cifras de PIB peores de lo previsto dadas a conocer a finales de julio se interpretaron de manera positiva para el sector de alta rentabilidad, lo que indica que el mercado estaba menos preocupado por la desaceleración del crecimiento actual que por la posibilidad de que la Reserva Federal subiera sus tipos de interés demasiado rápido e intensificara con ello la desaceleración.

Si se excluye el sector de la automoción, los diferenciales para títulos de alta rentabilidad habrían crecido en junio y julio bastante más (véase el panel derecho del Gráfico 6), y es que dos de los mayores emisores en estos índices, las empresas automovilísticas estadounidenses General Motors y Ford, vieron contraerse sus diferenciales durante el periodo analizado. Los diferenciales de los CDS a cinco años para títulos de Ford cayeron hasta rondar los 660 puntos básicos a finales de agosto, 330 menos que el 28 de junio, mientras que los de GM se situaron entonces en torno a los 640 puntos básicos, 360 puntos menos en ese mismo periodo. Los factores que desataron esta reacción probablemente fueron idiosincrásicos en ambos casos; para GM

concretamente, la negociación de un nuevo plan de reestructuración, así como la revisión al alza de sus beneficios en julio.

El riesgo por LBO y el mayor apalancamiento afectan a los mercados de deuda...

Es probable que la creciente inquietud por el riesgo de adquisiciones apalancadas (LBO) y por el elevado nivel de apalancamiento empresarial haya afectado a los bonos corporativos, especialmente en Estados Unidos. De hecho, el 24 de julio se anunció una operación de LBO sobre la cadena estadounidense de hospitales HCA por valor de 33.000 millones de dólares, la mayor realizada hasta ahora. Este anuncio provocó no sólo un incremento de 150 puntos básicos en los diferenciales de los títulos de deuda de HCA, sino también un marcado aumento de los mismos para todo el sector de operadores hospitalarios. En los últimos tiempos, hemos asistido al auge mundial de fusiones y adquisiciones financiadas en gran medida mediante mayor apalancamiento (véase el Gráfico 7). Al mismo tiempo, el sector empresarial también ha incrementado su ritmo de desapalancamiento a través de la recompra de acciones, cuyos anuncios crecieron hasta rondar los 117.000 millones de dólares en el segundo trimestre de 2006, frente a los 100.000 millones del trimestre anterior y los 87.000 millones de media trimestral en 2005.

... aunque los indicadores de solvencia crediticia no dan muestra de deterioro

Los principales índices de diferenciales corporativos permanecieron muy por encima de sus últimos mínimos en Estados Unidos, a pesar de las pocas muestras de deterioro que daban los indicadores de solvencia. En agosto de 2006, Moody's revisó a la baja sus previsiones para enero de 2007 de la tasa de impago de títulos con grado especulativo en los 12 meses siguientes, que pasó al 2% desde más del 3% registrado seis meses antes, siguiendo así la tendencia de revisiones a la baja observada en los últimos años (véase el panel de la izquierda del Gráfico 8). Las frecuencias de impago previstas, calculadas por Moody's KMV a partir de cifras de balance y de la volatilidad del precio de los activos, también se estabilizaron en niveles bajos para empresas con calificación (véase el panel central del Gráfico 8). La persistencia de mayores diferenciales a pesar de los pocos cambios en la solvencia prevista es congruente con los indicios de que la preferencia por el riesgo de crédito no llegó a recuperarse del todo tras la agitación en los mercados de bonos corporativos y de CDS en el segundo trimestre de 2005 (véase el panel derecho del Gráfico 8).

La demanda de productos financieros estructurados sigue siendo intensa. Un tipo de emisión especialmente popular son los bonos de titulización de deuda garantizada (CDO), en los que la deuda se reestructura y se reagrupa en títulos con mayor calificación (véase el panel izquierdo del Gráfico 9). La emisión de CDO basados en efectivo creció a más del doble de lo que lo hacía un año antes, llegando a los 76.200 millones de dólares en el segundo trimestre, al tiempo que la de CDO sintéticos (respaldados por CDS e índices de CDS) también creció con fuerza.

Evolución positiva de los MBS pese al enfriamiento del mercado de la vivienda

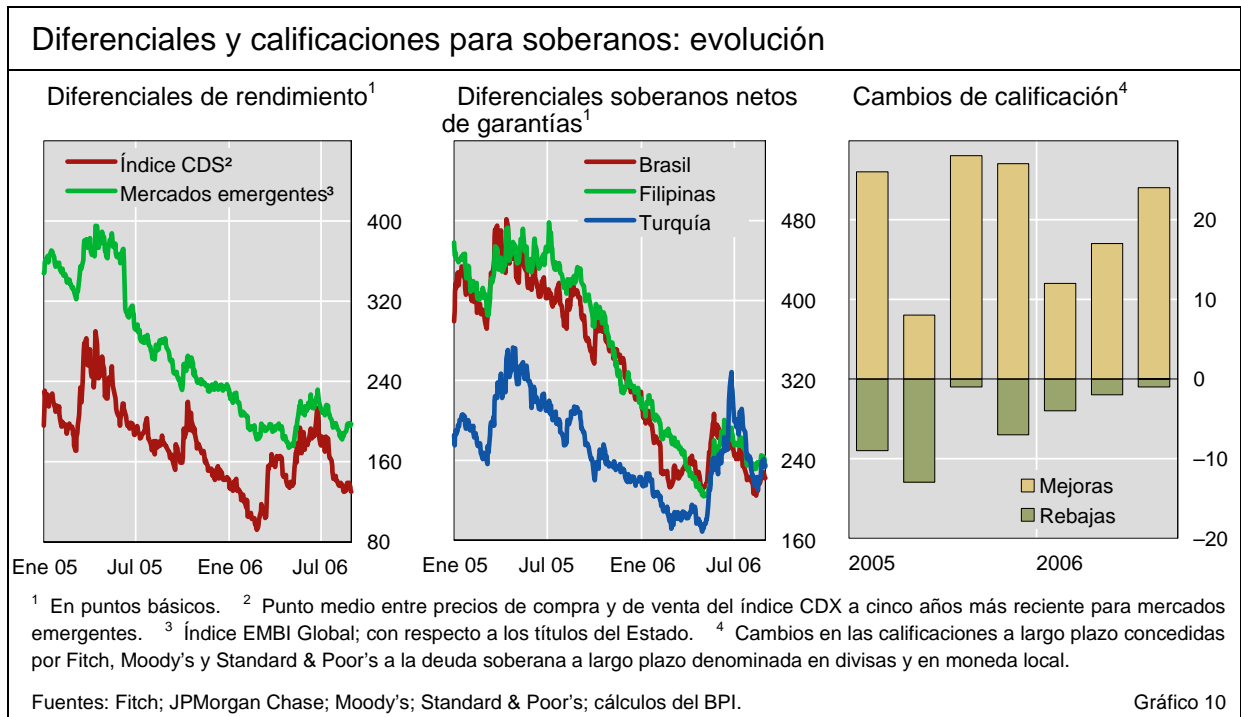
La confianza en el funcionamiento del mercado financiero estructurado puede haberse visto reforzada en parte por el buen comportamiento de los bonos de titulización hipotecaria (MBS) de Estados Unidos a pesar del enfriamiento de los mercados de la vivienda. Los síntomas de debilitamiento

en el sector inmobiliario no produjeron grandes cambios en la valoración de estos productos estructurados, incluso en el caso de las titulaciones de hipotecas a prestatarios de baja categoría. Estos préstamos, junto con los concedidos a prestatarios Alt-A (quienes tampoco cumplen los requisitos para ser considerados de primera categoría), han servido de colateral subyacente para una proporción cada vez mayor de bonos de titulización en los últimos años (véase el panel central del Gráfico 9). A pesar de que las calificaciones FICO para las garantías de este tipo de préstamos han ido reduciéndose y que la relación préstamo-valor ha ido aumentando, los diferenciales de las hipotecas que subyacen en este tipo de titulaciones de préstamos de baja calidad aumentaron sólo ligeramente (véase el panel derecho del Gráfico 9). Asimismo, las titulaciones hipotecarias con calificación A y Baa han reportado de hecho mayores rendimientos diferenciales con respecto a los títulos del Tesoro en 2006 que los MBS con mejor calificación.

Los diferenciales de los mercados emergentes reanudan su tendencia a la baja

Entre todos los activos de riesgo, la deuda de mercados emergentes fue la que recuperó en julio y agosto la mayor parte del vigor que había caracterizado el comienzo del año. Los diferenciales de estos títulos no sólo tocaron techo a finales de junio en niveles que resultaban bajos en términos históricos, sino que a continuación retomaron su tendencia a la baja (véase el panel izquierdo del Gráfico 10). Hacia mediados de agosto, el índice de diferenciales EMBI Global de JPMorgan Chase ya había caído hasta casi 180 puntos básicos, muy

Nuevo estrechamiento de diferenciales...



por debajo de los 232 puntos registrados siete semanas antes y cerca de su mínimo histórico de 174 alcanzado a comienzos de mayo.

... generalizado...

La mejora de los diferenciales se dejó sentir en todos los mercados emergentes. Por ejemplo, del 13 de junio al 1 de septiembre, el diferencial de la deuda soberana de Brasil se redujo casi 51 puntos básicos hasta llegar a los 222, mientras que la de Filipinas lo hizo 45 puntos básicos hasta situarse en los 235. En los mercados de CDS, que suelen ser más volátiles y responder en mayor medida a los mercados de efectivo, los diferenciales para prestatarios latinoamericanos como Brasil y México cayeron por debajo de los niveles que registraban cuando comenzó el abandono generalizado de los activos de riesgo en mayo. Hasta los diferenciales de la deuda pública de Turquía, que se habían ampliado en solitario a finales de junio a raíz de problemas fiscales y de una rebaja crediticia, se redujeron casi 100 puntos básicos con respecto a su máximo de finales de junio.

La intensificación del conflicto en Oriente Medio no ayudó en absoluto a frenar esta tendencia a la baja de los diferenciales en los mercados emergentes. Bien es cierto que cuando las hostilidades se trasladaron al Líbano a mediados de julio y el precio del petróleo se aproximó a los 80 dólares el barril por temor a alteraciones del suministro, se produjo la venta generalizada de numerosos bonos de mercados emergentes. Sin embargo, los principales índices se recuperaron en cuestión de días y siguieron estrechándose después. Igualmente, los mercados apenas respondieron al aviso de amenaza terrorista en Londres a mediados de agosto.

... y favorecido por las mejoras de calificación...

La mejora de los indicadores macroeconómicos fundamentales reforzó el estrechamiento de los diferenciales. Un gran número de soberanos mejoraron sus calificaciones en el periodo analizado: tan sólo en julio y agosto se produjeron 24 mejoras por parte de alguna de las tres principales agencias de calificación para 12 países, incluidos China, la India, Indonesia y Rusia (véase el panel derecho del Gráfico 10). Estas decisiones solieron explicarse por la mejora de sus posiciones externas y/o de sus perspectivas fiscales. De hecho, sólo se produjo una rebaja de calificación entre julio y agosto, la de Belice.

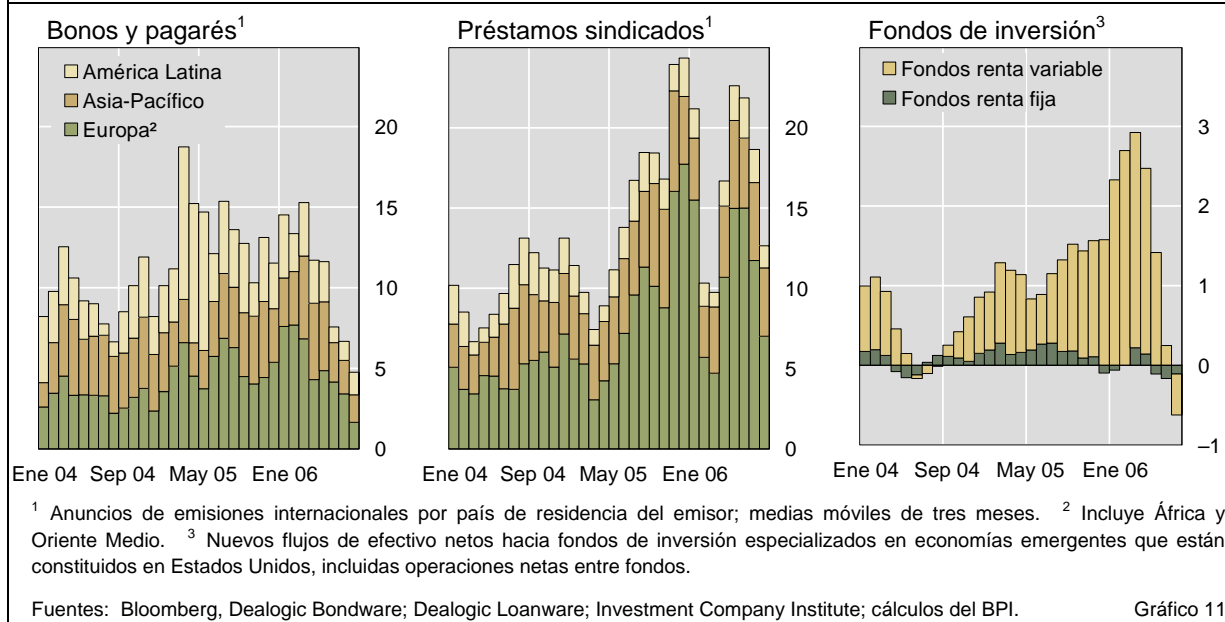
... y por la percepción de un máximo en el ciclo monetario de EEUU

Además, la deuda de los países emergentes se benefició más que la de alto rendimiento de la mayor percepción en los mercados del posible fin de la política de subidas constantes de los tipos de interés iniciada por la Reserva Federal en 2004. Por ejemplo, los diferenciales tanto para el índice de CDS de mercados emergentes como para el de CDS de alta rentabilidad norteamericanos se estrecharon cerca de 18 puntos básicos el 29 de junio, el día en que se hizo público el comunicado del FMOC, y 10 puntos básicos el 19 de julio, cuando el Presidente de la Reserva Federal compareció ante el Congreso. Ambos acontecimientos cambiaron las expectativas sobre la evolución de la política monetaria en Estados Unidos. Las cifras de inflación inferiores a lo esperado anunciadas a mediados de agosto también contribuyeron al descenso significativo de los diferenciales.

La mejora de la situación financiera de numerosos soberanos hizo disminuir la emisión de deuda internacional (véase la sección *Highlights* en la página 21 del *Informe Trimestral* en inglés). Con todo, diversas sociedades

Flujos de capital privado a mercados emergentes

En miles de millones de dólares de EEUU



financieras y no financieras siguieron captando grandes sumas de dinero en los mercados, especialmente en los de crédito (véase el Gráfico 11), y la demanda pareció mantener su robustez. Por ejemplo, la emisión de deuda pública en la República de Filipinas por valor de 750 millones de dólares a finales de julio tuvo una demanda 16 veces superior a la oferta. Además, se constataron mayores entradas netas de fondos a comienzos de agosto, así como una larga lista de emisores de mercados emergentes deseosos de aprovechar las favorables condiciones de financiación que ofrecían los mercados lanzando sus emisiones en septiembre.