

Presentación general: los mercados anticipan una desaceleración ordenada

Aunque a veces parecieron enviar señales contradictorias, los mercados se mostraron optimistas sobre las previsiones para la economía mundial y sobre la probabilidad de un aterrizaje suave de la economía estadounidense. Entre septiembre y finales de noviembre, los precios de los activos de riesgo crecieron en la mayoría de mercados. En cambio, la rentabilidad de la deuda pública no lograba encontrar su rumbo según reaccionaban los inversionistas a noticias contradictorias sobre las perspectivas de crecimiento y la previsión de la política monetaria, especialmente en Estados Unidos.

Esta confianza generalizada también pudo observarse en el comportamiento de una serie de indicadores de mercado. A mediados de noviembre, las volatilidades implícitas en los mercados de renta fija y variable llegaron a sus niveles más bajos en años, mientras que las medidas de tolerancia al riesgo indicaban que el repliegue inversor tras el episodio de ventas en mayo y junio prácticamente había tocado a su fin. Ni siquiera acontecimientos como la pérdida de 6.000 millones de dólares atribuida a un gran fondo de alto riesgo (*hedge fund*) ni los episodios en septiembre de inestabilidad política en mercados emergentes lograron socavar la confianza de los inversionistas.

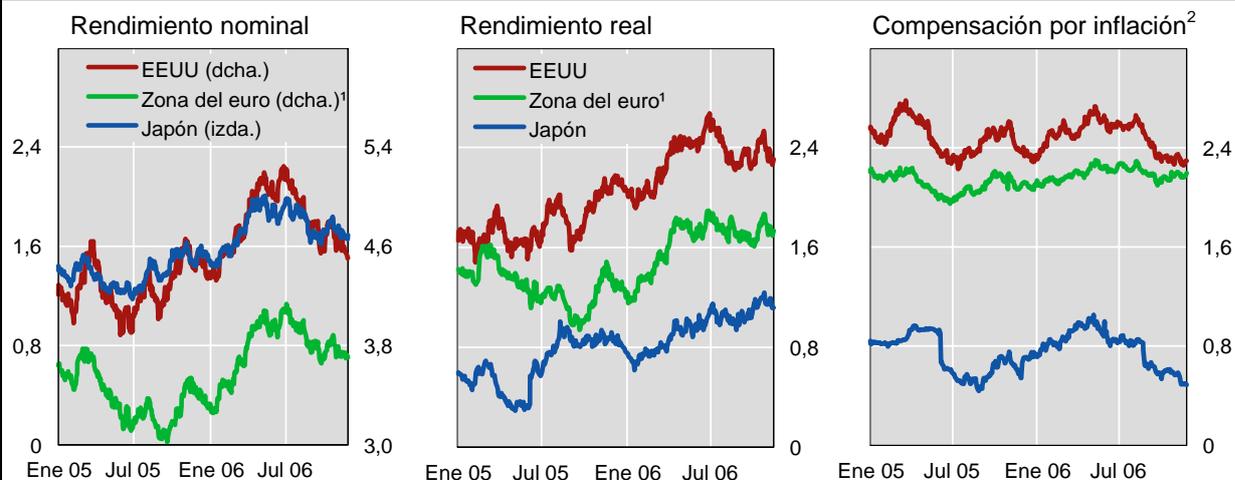
Este clima positivo entre los participantes del mercado se puso a prueba brevemente a finales de noviembre, cuando oscilaciones bruscas en el mercado de divisas y una serie de datos inesperados hicieron caer de forma abrupta el precio de numerosos activos de riesgo. Aunque muchos mercados recuperaron en gran medida dichas pérdidas, las volatilidades implícitas en el mercado bursátil seguían a finales de noviembre por encima de sus niveles anteriores, aunque todavía bajas en términos históricos.

Los rendimientos de la deuda tuvieron difícil fijar su rumbo

Tras un periodo caracterizado por el descenso de los rendimientos en los mercados de deuda pública de Estados Unidos, la zona del euro y Japón, los tipos de interés a largo plazo parecieron tocar fondo en septiembre de 2006, permaneciendo dentro de intervalos acotados desde entonces. A finales de noviembre, el rendimiento del bono estadounidense a 10 años era del 4,5%,

Mercados de deuda pública

Rendimientos a 10 años, en porcentaje



¹ Bonos del Estado francés indexados a la inflación en la zona del euro. ² Rendimientos nominales menos reales de la deuda pública a 10 años.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

Gráfico 1

aproximadamente 20 puntos básicos menos que al término de agosto, mientras los correspondientes rendimientos en la zona del euro y Japón apenas experimentaron variaciones, situándose en el 3,7% y el 1,7%, respectivamente (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). Al mantenerse los tipos de interés oficiales a corto plazo, la caída de los rendimientos de la deuda pública estadounidense a largo plazo produjo una inversión aún más pronunciada de la curva de rendimientos en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro permanecía horizontal y continuaba exhibiendo una pendiente positiva en el mercado japonés. El descenso de los rendimientos nominales en Estados Unidos se tradujo casi por completo en una disminución de las tasas de inflación neutrales, mientras los rendimientos reales permanecían prácticamente inmóviles pese a cierta volatilidad observada durante el periodo (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 1). En Japón, la estabilidad de los rendimientos nominales encubrió un incremento de los tipos de interés reales a largo plazo y la consiguiente caída compensatoria de la inflación neutral, mientras que en la zona del euro los rendimientos reales y las tasas de inflación neutrales permanecieron bastante estables.

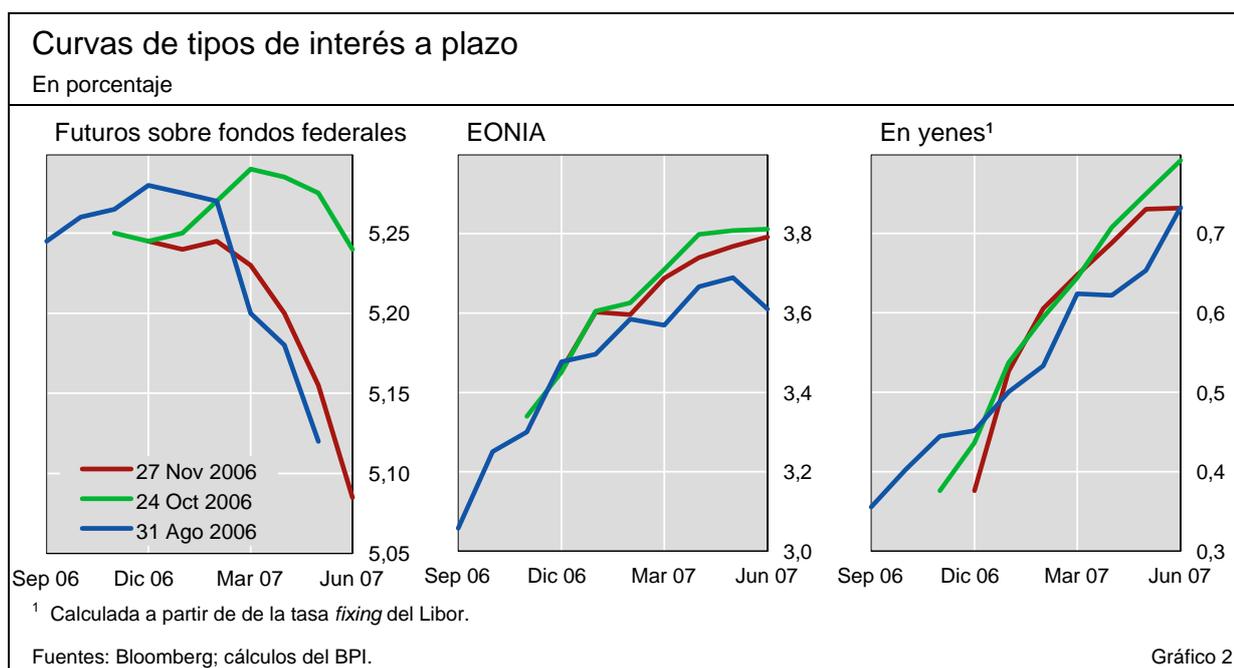
Al igual que durante gran parte del año, las perspectivas de crecimiento mundial y la orientación prevista de la política monetaria influyeron en la evolución de los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo. Así ocurrió especialmente en los mercados estadounidenses, donde los datos económicos dados a conocer parecieron reforzar en ocasiones la idea de una relajación relativamente rápida de los tipos de interés oficiales y otras veces la percepción de un prolongado mantenimiento de éstos por parte de la Reserva Federal. La curva de tipos de interés de los futuros sobre fondos federales, que a finales de agosto presentaba una pronunciada pendiente negativa, se desplazó considerablemente hacia arriba durante la segunda mitad de octubre,

Mayor inversión de la curva de rendimientos en EEUU

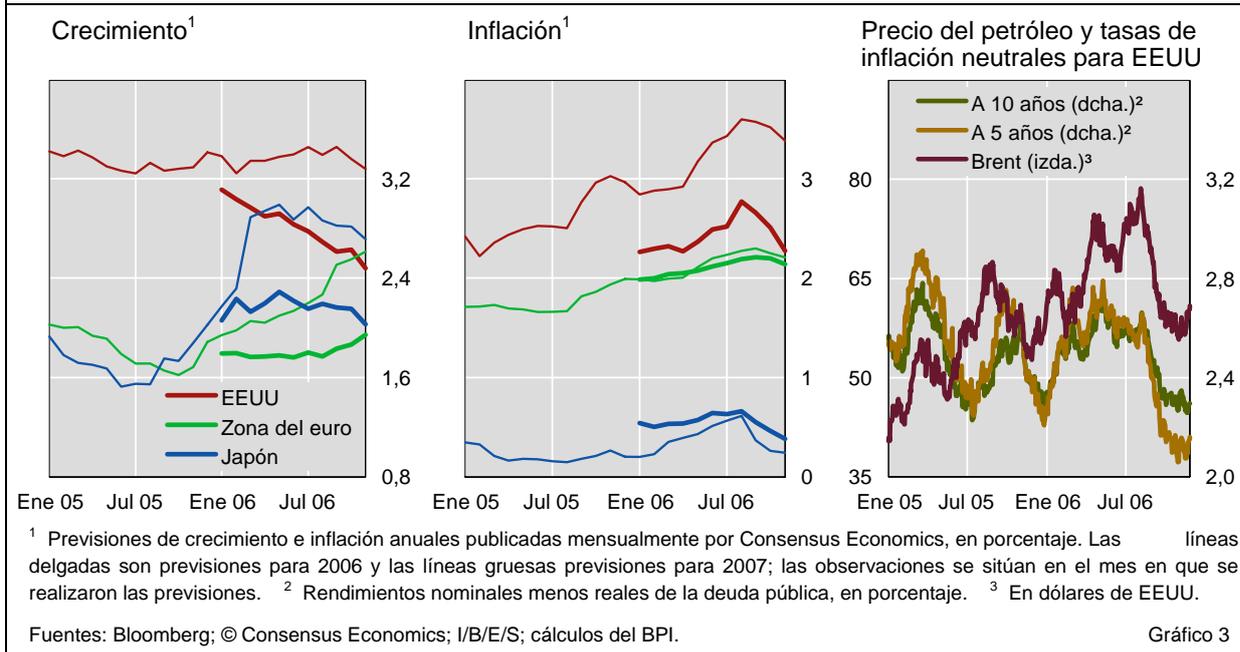
Informaciones contradictorias sobre las perspectivas de crecimiento en EEUU

con una subida en paralelo de los rendimientos de la deuda, ante la publicación de datos de empleo favorables (véase el panel izquierdo del Gráfico 2). Más tarde, la decisión del FOMC el 25 de octubre de mantener intactos los tipos de interés oficiales presionó de nuevo a la baja los tipos de interés de los futuros sobre fondos federales y los rendimientos de la deuda. Aunque la decisión finalmente adoptada por el FOMC fue bastante previsible, el tono del comunicado emitido resultó menos contractivo de lo esperado por numerosos inversionistas.

Los rendimientos reales a largo plazo de los bonos estadounidenses indexados a la inflación también sufrieron un vaivén similar entre septiembre y noviembre, al reevaluar constantemente los inversionistas la probabilidad de una desaceleración económica severa en Estados Unidos. En particular, la brusca contracción del mercado de la vivienda hizo temer una posible recesión en la economía estadounidense. La inversión de la curva de rendimientos —un indicador tradicionalmente fiable de una recesión en ciernes— pareció reforzar esta opinión, junto con las informaciones publicadas de un crecimiento del PIB en el tercer trimestre inferior al previsto y de un descenso de la confianza de los consumidores. Otras señales, en cambio, fomentaron la sensación de un aterrizaje suave de la economía estadounidense, es decir, de una desaceleración gradual sin entrar en recesión. Esta impresión se vio favorecida por la repercusión al parecer contenida que tuvo la repentina desaceleración del sector de la vivienda en el consumo y en la confianza de los consumidores. Asimismo, se esperaba que la caída de los precios del petróleo, la pujanza de las bolsas y la fortaleza del sector empresarial logran insuflar nuevos bríos a la economía en caso de producirse un deterioro adicional en el mercado de la vivienda. Reforzando esta opinión, aunque las encuestas han venido revisando a la baja las expectativas de crecimiento del PIB para 2007, éstas han permanecido notablemente alejadas del territorio recesivo (véase el panel izquierdo del Gráfico 3).



Perspectivas macroeconómicas, precio del petróleo y tasa de inflación neutral



En la zona del euro, los rendimientos reales a largo plazo apenas variaron entre finales de agosto y finales de noviembre, mientras que la curva de tipos de interés EONIA implícitos en los *swaps* a plazo se desplazaba ligeramente hacia arriba. El aumento de los tipos de interés a plazo en la zona del euro se produjo en un entorno de sorpresas positivas en los datos anunciados que llevó a los mercados a elevar sus expectativas de crecimiento del PIB para 2007 (véase el panel izquierdo del Gráfico 3). El crecimiento del PIB en la zona del euro en el segundo trimestre, de un 2,7% en tasa interanual, superó las expectativas de los inversionistas, mientras una serie de anuncios mostraron que la economía alemana en concreto hacía gala de un vigor sorprendente. Este panorama positivo quedó en cierto modo nublado por la preocupación suscitada por una serie de factores que podrían deslucir el crecimiento en 2007, entre ellos el aumento programado del IVA en Alemania, la consolidación fiscal prevista en una serie de países de la zona del euro y los efectos retardados de subidas anteriores de los tipos de interés oficiales por el BCE. Al mismo tiempo, los datos publicados a comienzos de noviembre, indicativos de un inesperado crecimiento cero de la economía francesa en el tercer trimestre y de un ritmo de crecimiento del PIB en la zona del euro inferior al previsto, se interpretaron como un aviso de posibles sorpresas negativas en las tasas de crecimiento futuro, aunque de nuevo, su impacto en los rendimientos fue escaso.

En Japón, el rendimiento nominal del bono a 10 años se mantuvo básicamente estable entre finales de agosto y finales de noviembre, como resultado de un aumento del rendimiento real y de un descenso compensatorio de la tasa de inflación neutral. Esta evolución tuvo lugar en un entorno caracterizado por la publicación reciente de datos oficiales sobre la actividad

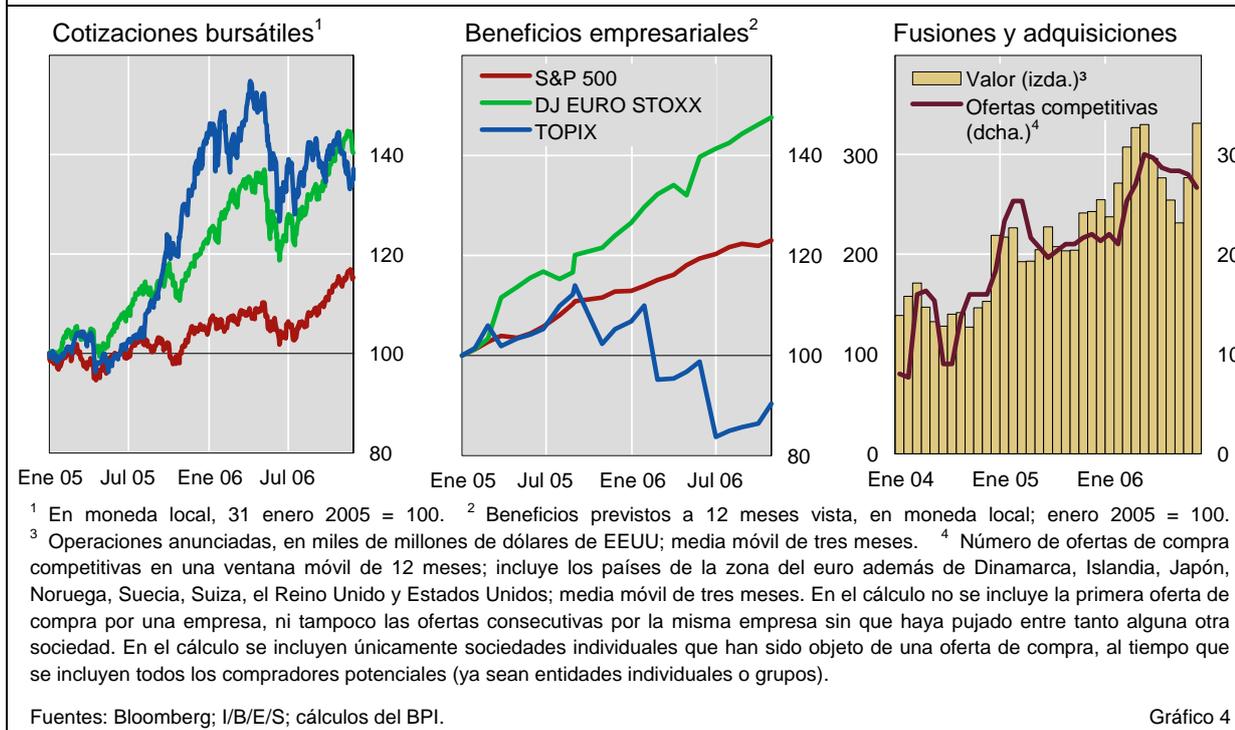
Suben los tipos de interés EONIA a medida que mejoran las perspectivas de crecimiento para la zona del euro

económica de valoración dispar y por ligeras revisiones a la baja de las encuestas sobre crecimiento para el año próximo durante septiembre y octubre. La curva japonesa de tipos de interés a corto plazo implícitos apenas se trasladó, puesto que los inversionistas parecieron mantener su actitud de atenta espera con respecto al siguiente movimiento del Banco de Japón (véase el panel derecho del Gráfico 2). Los comentarios efectuados a comienzos de noviembre por el Gobernador del Banco de Japón, que se interpretaron como una posible segunda subida del tipo de interés oficial antes de fin de año, apenas tuvieron efectos sobre los tipos de interés a corto plazo. En cambio, los inversionistas identificaron como favorable la inesperada solidez de las cifras del PIB del tercer trimestre publicadas a mediados de noviembre, con la consiguiente subida de los tipos de interés japoneses el mismo día de su publicación.

Las tasas de inflación neutrales se reducen a medida que cae el precio del petróleo...

La pronunciada caída de los precios del petróleo en septiembre y octubre parece haber influido en la evolución de las tasas de inflación neutrales en los principales mercados, quizás más claramente en el caso de Estados Unidos. Como estaba previsto, el efecto del abaratamiento del petróleo resultó especialmente notable en los horizontes de corto a medio plazo; así, la tasa de inflación neutral estadounidense a cinco años disminuyó casi 50 puntos básicos desde mediados de agosto, cuando los precios del petróleo tocaron techo y comenzaron su rápido descenso (véase el panel derecho del Gráfico 3). Las tasas de inflación neutrales a 10 años de Estados Unidos y Japón también advirtieron cierto efecto de la caída de los precios del petróleo, que sin embargo fue bastante menor en la zona del euro. Pese a ello, las tasas

Cotizaciones bursátiles, beneficios empresariales y fusiones/adquisiciones



de inflación neutrales a plazos más cortos disminuyeron considerablemente en la zona del euro; por ejemplo, la tasa a cinco años cayó casi 20 puntos básicos entre mediados de agosto y finales de noviembre.

Al margen de los precios del petróleo, el descenso de las tasas de inflación neutrales en Estados Unidos y Japón podría haber obedecido a la percepción entre los inversionistas de una reducción más generalizada de las presiones alcistas sobre los precios. En el caso de Estados Unidos, la serie de subidas de los tipos de interés oficiales por la Reserva Federal y la desaceleración gradual de la economía cada vez se consideraron más como factores proclives a contener cualquier aumento de los precios de consumo. Los datos que iban conociéndose avalaban en gran medida esta interpretación, con las cifras de inflación general deparando sorpresas a la baja. Sin embargo, las medidas de inflación subyacente exhibieron menos tendencia bajista, lo que indica una persistencia de las presiones inflacionistas subyacentes. Las encuestas a inversionistas publicadas en septiembre, octubre y noviembre mostraron una revisión a la baja de las expectativas de inflación medida por el IPC para 2007 en Estados Unidos, lo que contrasta con la orientación alcista de dichas revisiones durante la mayor parte de 2006 (véase el panel central del Gráfico 3). En Japón, el descenso de la tasa de inflación neutral en parte pareció reflejar un ajuste de las expectativas de inflación de los inversionistas, tras la revisión a la baja a finales de agosto de las estadísticas del IPC japonés.

... y se suavizan las presiones sobre los precios

La fortaleza de los beneficios estimula los mercados bursátiles

Los altibajos de los mercados de deuda apenas guardaron relación con las ganancias registradas en los mercados bursátiles de numerosos países desde mediados de año. A finales de noviembre, el índice EURO STOXX había experimentado un avance de casi el 20% desde su mínimo de junio de 2006, tras las ventas generalizadas de la primavera, mientras que el S&P 500 había subido un 13% (véase el panel izquierdo del Gráfico 4). El mercado japonés presentó una evolución más dispar, fluctuando ampliamente las cotizaciones bursátiles durante el periodo analizado pero permaneciendo muy por debajo de su máximo previo al episodio de ventas.

Al contrario que en la zona del euro y Japón, donde los precios de la renta variable básicamente reflejaron los cambios en las perspectivas de crecimiento económico, los índices bursátiles estadounidenses subieron en un contexto de expectativas de menor crecimiento. Las cotizaciones bursátiles no fueron insensibles a los datos macroeconómicos publicados, aunque había indicios de que los operadores les estaban concediendo cada vez menos importancia. Por ejemplo, el índice S&P 500 cayó casi un 1% durante las dos horas que siguieron al anuncio el 17 de octubre de un descenso de la producción industrial estadounidense superior a lo esperado. En cambio, dos semanas después, el mismo índice únicamente perdió un tercio de punto porcentual tras la publicación de datos indicativos de un aumento de la productividad en el sector no agrícola muy inferior al previsto y de un avance

Las bolsas de EEUU subieron pese a las perspectivas de menor crecimiento...

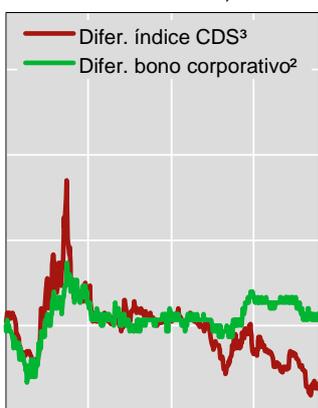
Mercados de deuda corporativa

En puntos básicos

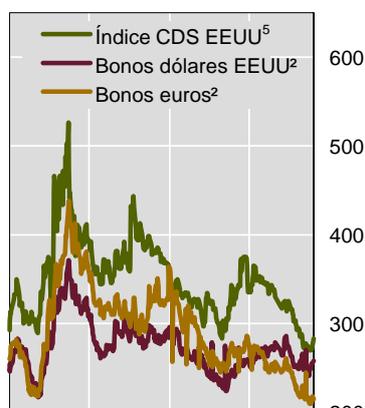
Grado de inversión, dólar EEUU



Grado de inversión, euro



Alta rentabilidad⁴



Ene 05 Jul 05 Ene 06 Jul 06

Ene 05 Jul 05 Ene 06 Jul 06

Ene 05 Jul 05 Ene 06 Jul 06

¹ Índice DJ.CDX.NA.IG, cinco años, más reciente. ² Índices Merrill Lynch para bonos corporativos; diferenciales de swaps de activos sobre el Libor. ³ Índice iTraxx Europe, cinco años, más reciente. ⁴ Media móvil de cinco días. ⁵ Índice DJ.CDX.NA.HY, cinco años, más reciente.

Fuentes: JPMorgan Chase; Markit; Merrill Lynch.

Gráfico 5

de los costes laborales unitarios a un ritmo muy superior al esperado por los analistas.

... dada la fortaleza de los beneficios empresariales

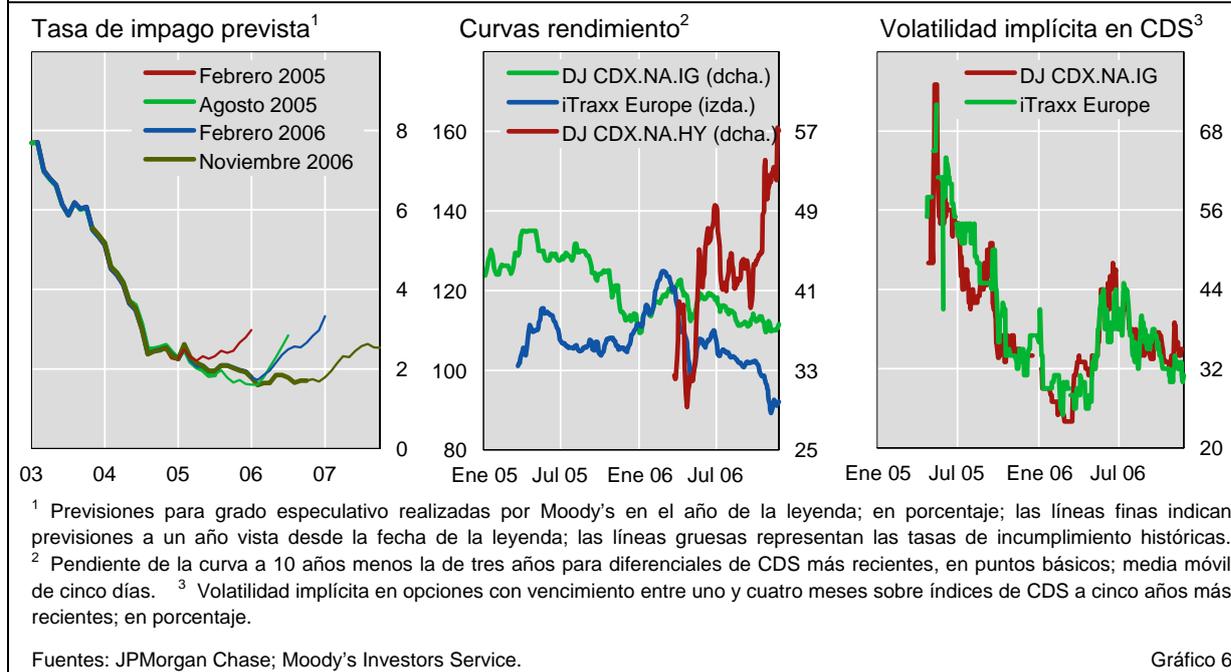
En términos generales, las bolsas estadounidenses se consolaron con el hecho de que la desaceleración del crecimiento del PIB tuviera un efecto sobre los beneficios empresariales muy inferior al previsto (véase el panel central del Gráfico 4). Aunque los analistas bursátiles apenas rebajaron sus previsiones de beneficios para las empresas estadounidenses en octubre, las cifras de beneficios mejor de lo habitual correspondientes al tercer trimestre les llevaron a mejorar sus predicciones al mes siguiente.

Estímulo de las fusiones y adquisiciones

La intensa actividad en el ámbito de las fusiones y adquisiciones también continuó espoleando las cotizaciones bursátiles. Tras una pausa veraniega, el volumen de los anuncios de adquisición volvió a alcanzar su máximo anterior (véase el panel derecho del Gráfico 4). El auge en la fusión y adquisición de empresas obedeció, en parte, a una serie de importantes operaciones realizadas por fondos de capital inversión. De llegar a buen puerto, la oferta de compra efectuada a mediados de noviembre por Blackstone Group sobre la sociedad estadounidense de gestión de inmuebles comerciales Equity Office Property Trust podría convertirse en la mayor adquisición apalancada de la historia. El número de ofertas de compra competitivas, es decir, ofertas rivales que pugnan por el mismo objetivo, disminuyó en Estados Unidos, pero se mantuvo próximo a sus niveles previos en Europa y Japón. Este tipo de compras parecen influir en los precios de las acciones más que las ofertas sin rival.

A diferencia de otros mercados avanzados, las bolsas japonesas no han logrado recuperarse plenamente de las pérdidas registradas a comienzos del verano, cuando los analistas redujeron bruscamente sus previsiones de

Tasas de impago, pendiente de las curvas de rendimiento y volatilidad implícitas



beneficios. En Japón, el avance de las cotizaciones de la mayoría de sectores empresariales fue más modesto que en Estados Unidos y la zona del euro, aunque la peor evolución bursátil relativa correspondió al sector financiero, cuyas acciones a finales de noviembre cotizaban un 30% por debajo de sus máximos de mayo. En concreto, las acciones bancarias niponas fueron calificadas por numerosos operadores como muy sensibles a las condiciones económicas cíclicas, beneficiándose desproporcionadamente del elevado crecimiento económico registrado este año, pero cayendo también más que las de otros sectores cuando se puso en duda la sostenibilidad de tales tasas de crecimiento. Su alta sensibilidad a las condiciones macroeconómicas volvió a ponerse de manifiesto el 14 de noviembre, cuando las acciones de los bancos japoneses ganaron más del 3%, casi el doble que el conjunto del mercado, tras conocerse la cifra del PIB del tercer trimestre superior a la prevista. Sin embargo, estas ganancias se evaporaron en apenas una semana, al anunciar un gran banco beneficios peor de lo esperado en el segundo trimestre del ejercicio financiero.

La debilidad de las acciones bancarias contribuye a los peores resultados relativos de la renta variable japonesa

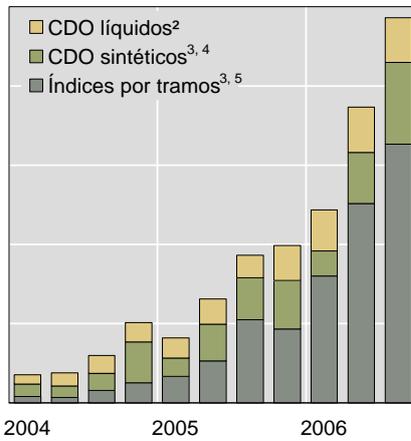
La emisión de productos estructurados reduce los diferenciales de los CDS

Durante los meses de verano y otoño, la pujanza de los mercados de deuda privada en Estados Unidos y Europa fue inferior a la de las bolsas. Los diferenciales de los bonos se contrajeron, si bien, a excepción de la deuda de alto rendimiento denominada en euros, permanecieron en general por encima de los niveles previos al episodio de ventas generalizadas de mayo y junio (véase el Gráfico 5). Los diferenciales de los swaps de incumplimiento

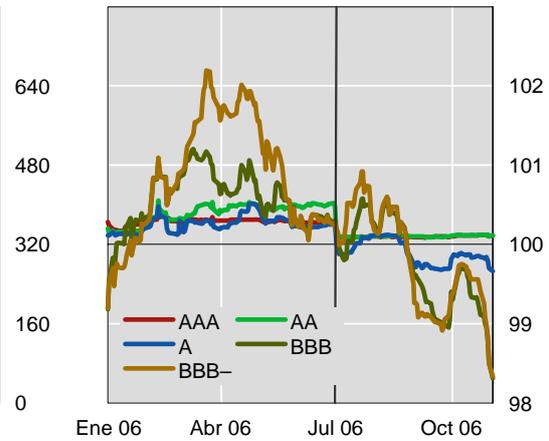
Los diferenciales de los bonos de empresa se reducen...

Emisión de CDO e índices de ABS sobre préstamos personales con garantía hipotecaria de Estados Unidos

Emisión de CDO¹



Precios de cierre ABX.HE⁶



¹ Bonos de titulización de deuda garantizada (CDO), en miles de millones de dólares de EEUU. ² CDO sobre préstamos (*Cash flow CDO*). 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 Carteras de CDS referidos a índices de CDS. ⁶ Contrato de emisión más reciente. La línea vertical marca el punto de transición del ABX.HE.06-1 al ABX.HE.06-2.

Fuentes: Bond Market Association; CreditFlux; JPMorgan Chase.

Gráfico 7

crediticio (CDS) se redujeron más que los de los bonos, sobre todo por la presión de las emisiones de instrumentos estructurados.

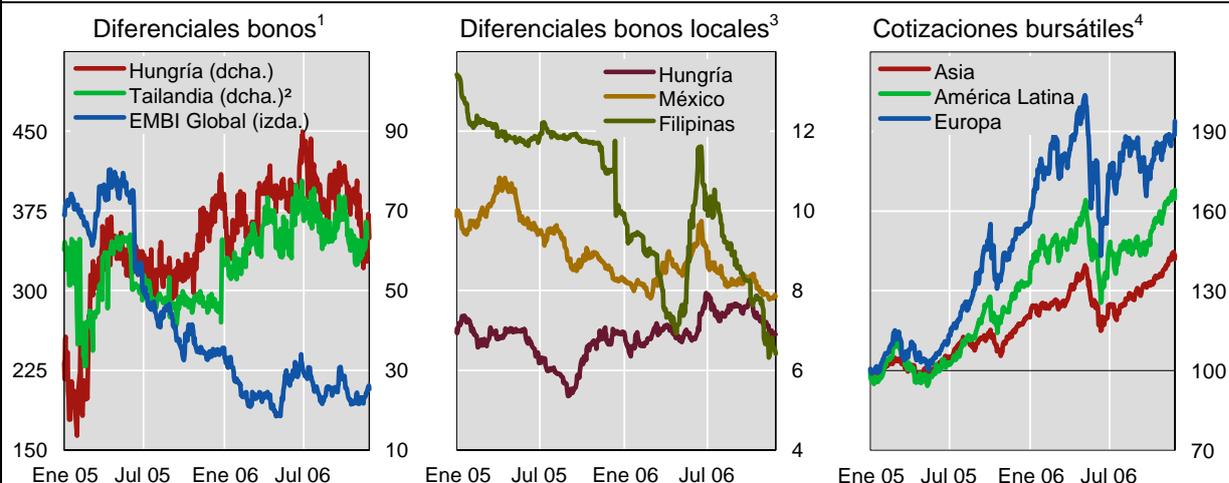
... ante la solidez de los beneficios empresariales

La escasa contracción de los diferenciales de los bonos corporativos guardó cierta consonancia con la solidez de los indicadores macroeconómicos fundamentales. Conforme se señaló antes, los beneficios empresariales previstos continuaron mejorando en la zona del euro y permanecieron estables en Estados Unidos, lo que podría explicar el mayor estrechamiento de los diferenciales de la deuda empresarial europea frente a la estadounidense. La fortaleza del sector empresarial se reflejó asimismo en la cifra de impagos, que según datos de Standard & Poor's se situó en el tercer trimestre en su nivel más bajo desde 1997. Además, pese a que tanto Moody's como S&P esperaban un aumento de la morosidad, ambas agencias de calificación continuaron revisando a la baja sus previsiones (véase el panel izquierdo del Gráfico 6).

La evolución de la deuda de alta rentabilidad mejoró la de la deuda con grado de inversión a ambas orillas del Atlántico, lo que podría explicarse en parte por la mayor sensibilidad de los diferenciales de los bonos emitidos por prestatarios de baja calificación ante las ganancias bursátiles y el descenso de la volatilidad. Otro factor que podría haber contribuido a estos peores resultados de la deuda con grado de inversión fue la inquietud por el riesgo derivado de las adquisiciones apalancadas (LBO) y de las operaciones de fusión y adquisición, puesto que las empresas bien capitalizadas suelen resultar más atractivas para las LBO que las firmas lastradas por fuertes

Los riesgos de las LBO siguen preocupando

Economías emergentes



¹ Índices JPMorgan Chase EMBI Global Diversified; diferencial neto de garantías sobre los rendimientos de la deuda pública; en puntos básicos; el reajuste del índice en junio de 2005, tras la reestructuración de la deuda argentina, produjo una ruptura estructural en los datos para América Latina. ² Diferencia con respecto al bono de referencia de EEUU representativo. ³ Rendimientos de la deuda pública a 10 años, en porcentaje. ⁴ Índices Morgan Stanley Capital International; en moneda local, 31 diciembre 2004 = 100.

Fuentes: Datastream; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

Gráfico 8

volúmenes de deuda. Según cálculos de los bancos de inversión, las cinco mayores LBO de empresas cotizadas en el transcurso de 2006 generaron pérdidas a sus tenedores de bonos de aproximadamente 2.000 millones de dólares. En líneas más generales, S&P indicó que el cociente deuda/flujo de efectivo de las empresas adquiridas por fondos de capital inversión alcanzó un valor récord de 5,4 en 2006. Mientras tanto, el sector de capital inversión continuó captando fondos históricamente elevados con los que financiar sus adquisiciones, al tiempo que seguía creciendo el reapalancamiento de las empresas estadounidenses a través de operaciones de recompra de acciones.

A pesar de la aparente solidez de los indicadores macroeconómicos fundamentales, un examen más atento de los datos revela posibles señales de aviso. En primer lugar, pese a la estabilidad relativa en los últimos meses de la curva de diferenciales de rendimiento para la deuda empresarial estadounidense con grado de inversión y pese a su leve disminución en el caso europeo, la pendiente de la curva de la deuda de alta rentabilidad estadounidense de hecho aumentó bruscamente (véase el panel central del Gráfico 6). Esta evolución podría indicar mayor preocupación por las perspectivas para la deuda de baja calificación en el largo plazo que en el corto plazo. En segundo lugar, las volatilidades implícitas en las opciones sobre índices de CDS no se recuperaron plenamente del episodio de ventas generalizadas de mayo y junio, lo que podría indicar mayor incertidumbre sobre la evolución a corto plazo de los diferenciales de rendimiento (véase el panel derecho del Gráfico 6).

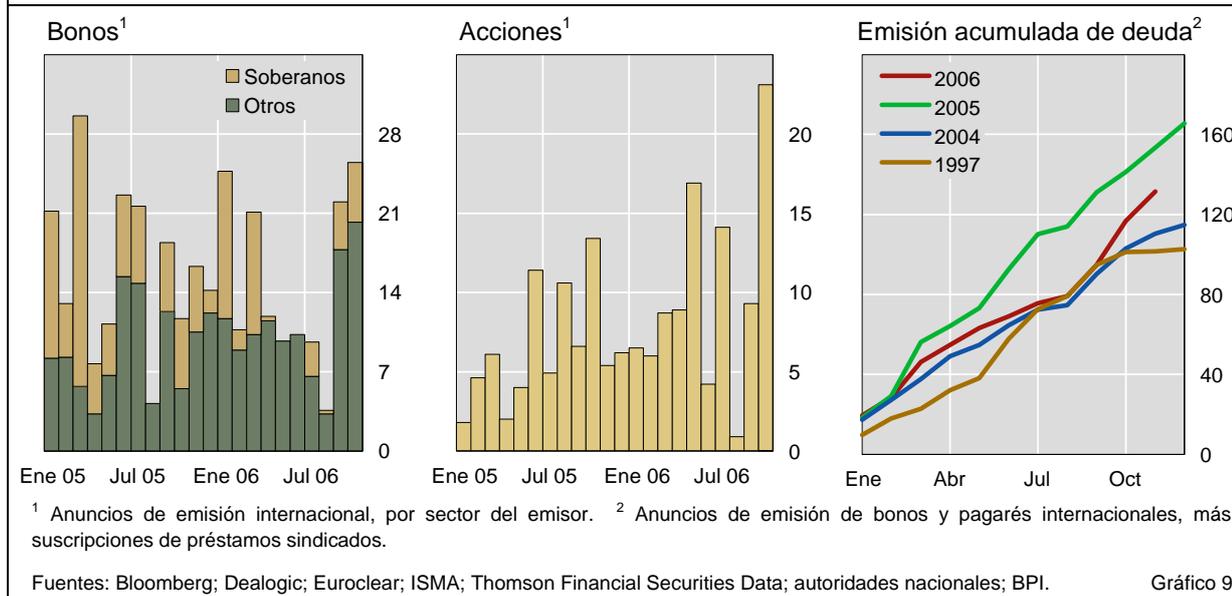
En los últimos meses, los diferenciales de los CDS han solido reducirse en mayor medida que los de los bonos corporativos (véase el Gráfico 5). A comienzos de noviembre de 2006, el índice CDS de grado de inversión a cinco

Señales de aviso

Caen los diferenciales de los CDS...

Emisión internacional en mercados emergentes

En miles de millones de dólares de EEUU



años utilizado como referencia en Estados Unidos (DJ CDX.NA.IG) cayó a su nivel más bajo del año, justo por debajo de los 35 puntos básicos, mientras que el correspondiente índice iTraxx Europe descendía por debajo de los 25 puntos básicos. Los diferenciales de los CDS de alta rentabilidad también se contrajeron en mayor medida que los correspondientes a los bonos líquidos, con lo que el margen CDS-liquidez, es decir la diferencia entre los diferenciales de CDS y los de bonos corporativos similares se internó aún más en territorio negativo.

... por la elevada emisión de CDO sintéticos...

Esta ampliación del margen negativo CDS-liquidez parece haber obedecido en buena medida a la mayor emisión de bonos de titulización de deuda garantizada (CDO) y de otros productos crediticios estructurados (véase el panel izquierdo del Gráfico 7). Los CDO sintéticos replican los CDO basados en efectivo mediante la utilización de CDS, ofreciendo así protección crediticia sin necesidad de adquirir activos líquidos. Una elevada emisión de CDO sintéticos suele conllevar abultadas ventas de protección crediticia, lo que presiona a la baja los diferenciales de los CDS. En el tercer trimestre de 2006, la emisión de CDO en el conjunto de los mercados mundiales alcanzó un nuevo máximo por sexto trimestre consecutivo, con una participación creciente de los CDO sintéticos (véase el panel izquierdo del Gráfico 7).

... y de otros productos estructurados

Los nuevos productos estructurados, como los bonos de titulización de deuda de proporción constante (CPDO), también podrían haber contribuido a reducir los diferenciales de los CDS. Un CPDO es un producto con calificación AAA que reporta un elevado diferencial por encima del Libor mediante su exposición apalancada a índices de incumplimiento crediticio. Por su notable apalancamiento, estos productos requieren la venta de considerables volúmenes de protección crediticia. Las estimaciones del mercado sugieren que aunque la emisión de CPDO en términos nominales representa por ahora sólo en torno a 2.000 millones de dólares, esta cifra corresponde a

aproximadamente 30.000 millones de dólares de protección crediticia relativa a los índices de CDS. Asimismo, los bancos parecen haber estado vendiendo este tipo de protección anticipándose a emisiones planeadas de CPDO, presionando así aún más sobre los diferenciales.

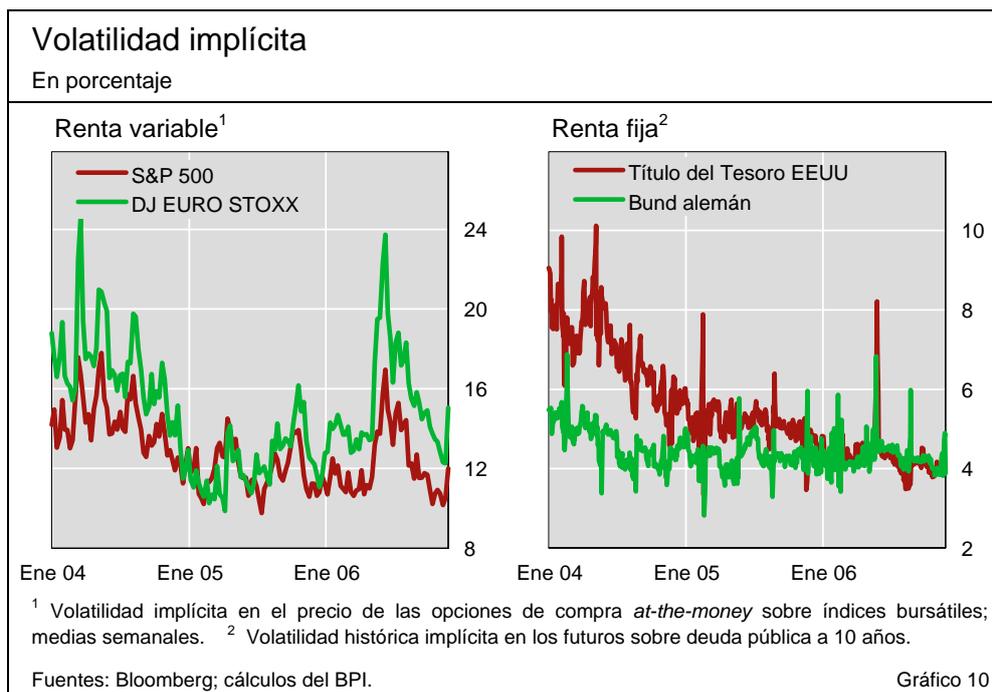
El rápido enfriamiento del mercado de la vivienda en Estados Unidos pareció tener escaso efecto sobre los diferenciales de la mayoría de los bonos de titulización hipotecaria (MBS) de ese país, pese al continuo aumento de la proporción de préstamos hipotecarios a prestatarios de baja calidad crediticia incluida en el colateral subyacente de dichos bonos. Sin embargo, un panorama algo distinto se deriva de los precios del ABX.HE, un nuevo grupo de índices sintéticos de bonos de titulización de activos (ABS) basados en préstamos personales con garantía hipotecaria. Los índices ABX.HE replican los flujos de caja de tramos de titulización de préstamos personales con garantía hipotecaria concedidos a prestatarios de baja calidad crediticia en Estados Unidos. En los tres últimos meses, los precios de los índices ABX de menor calificación disminuyeron considerablemente, lo que sugiere una mayor percepción del riesgo asociado a los préstamos personales con garantía hipotecaria otorgados a prestatarios con historiales crediticios deteriorados (véase el panel derecho del Gráfico 7).

Los MBS capean bien la desaceleración del mercado de la vivienda en EEUU...

... pero de nuevo hay señales de aviso

Renovado optimismo en los mercados emergentes

Entre septiembre y finales de noviembre, se contrajeron los diferenciales de la deuda de los mercados emergentes y sus índices bursátiles remontaron (véase el Gráfico 8). Los cambios en las perspectivas de la economía estadounidense parecieron afectar más a los precios de los activos en los mercados emergentes que los propios acontecimientos locales. Incluso en el caso del aumento generalizado de los diferenciales a mediados de septiembre,



se desconoce en qué medida obedeció a eventos de ámbito local, como el golpe de Estado en Tailandia y los disturbios en Hungría, o bien a informaciones sobre la actividad económica en Estados Unidos. En aquel momento, los analistas concedieron mayor importancia a estas últimas, como avala el hecho de que la deuda en moneda nacional y las cotizaciones bursátiles se vieran en general poco afectadas por las ventas generalizadas en los mercados locales de deuda, así como por la rápida reversión de los diferenciales a sus niveles previos tras las favorables noticias económicas de Estados Unidos publicadas posteriormente aquel mes.

Escaso impacto de la inestabilidad política

El predominio de los factores de ámbito mundial podría sorprender, dado que en septiembre se produjo un inusual cúmulo de episodios de inestabilidad política, y no sólo en Hungría y Tailandia. El aumento relativamente escaso y breve de los diferenciales de la deuda de estos países indica que los participantes en los mercados no parecieron dudar de la disposición y capacidad de éstos para atender el servicio de su deuda externa. Ecuador, que celebró elecciones presidenciales el 26 de noviembre, fue de los pocos países que experimentaron un aumento prolongado de sus diferenciales, que se ampliaron a finales de agosto coincidiendo con el inicio de la caída de los precios del petróleo y se dispararon en septiembre tras la publicación de encuestas que otorgaban ventaja a un candidato que no descartaba una suspensión de pagos al estilo argentino si las negociaciones con los acreedores no conducían a una reducción sustancial de la carga de la deuda. Tras contraerse transitoriamente en octubre, los diferenciales remontaron por encima de los 600 puntos básicos después de las elecciones, pese a la rectificación por parte del candidato vencedor de sus declaraciones previas sobre la posibilidad del impago.

Percepción de fortaleza de los indicadores macroeconómicos fundamentales

La confianza en un aterrizaje suave de la economía estadounidense fue en paralelo a la percepción de fortaleza de los indicadores macroeconómicos fundamentales en numerosos mercados emergentes. Las previsiones de consenso siguieron indicando un crecimiento económico fuerte en estas economías, al tiempo que sus calificaciones crediticias permanecieron estables. Otro indicio de la creciente confianza en las perspectivas para estas economías fue el regreso de los inversionistas a los fondos de inversión especializados en mercados emergentes, si bien las cantidades invertidas en estos fondos continuaron siendo muy inferiores a las registradas a comienzos de año. Aun así, el mero hecho de que los flujos netos se tornaran nuevamente positivos supuso un cambio de tendencia significativo con respecto a las salidas netas observadas durante el verano.

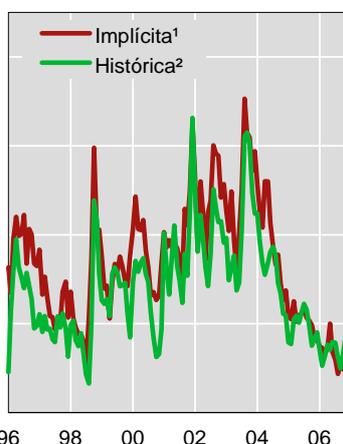
La reducida emisión de deuda soberana...

Los emisores de economías emergentes aprovecharon las benignas condiciones existentes en el mercado para poner en circulación mayores volúmenes de deuda y acciones en el exterior (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 9). Los emisores soberanos regresaron al mercado internacional, del que habían estado prácticamente ausentes desde abril, aunque sus emisiones fueron reducidas en comparación con las de 2005,

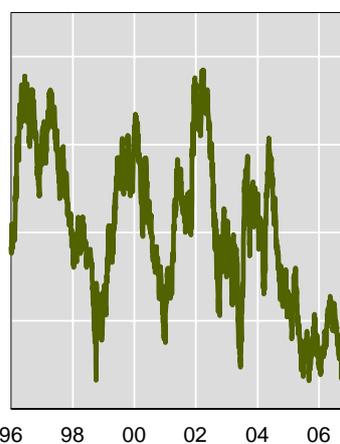
Confianza de los inversionistas

En porcentaje

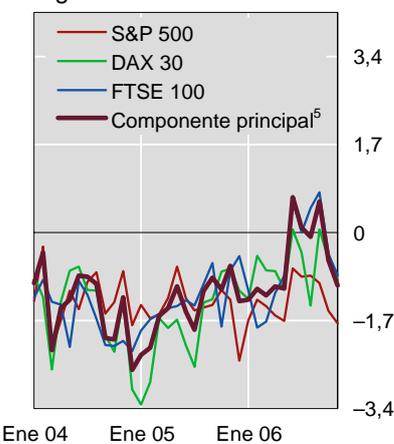
Volatilidad en el mercado de bonos de EEUU



Prima por plazo EEUU³



Indicadores de aversión al riesgo⁴



¹ Volatilidad implícita en el precio de los futuros sobre deuda pública de Estados Unidos a 10 años. ² Volatilidad condicional de los rendimientos diarios en el periodo enero 1996–noviembre 2006; se ha utilizado un modelo GARCH (1,1) asimétrico sobre los futuros de la deuda pública de Estados Unidos a 10 años. ³ Prima por plazo a 10 años para Estados Unidos, a partir de 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. ⁴ 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. ⁵ El primer componente principal de los indicadores de tolerancia al riesgo estimados para S&P 500, DAX 30 y FTSE 100.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Gráfico 11

cuando las emisiones de deuda pública se adelantaron para asegurarse unas condiciones favorables (véase el panel derecho del Gráfico 9). Una explicación a este reducido volumen emitido radica en la mejora en los últimos años de la situación fiscal en la mayoría de economías emergentes, lo que ha reducido la necesidad de nuevas emisiones. Otro factor sería el cambio de denominación de la deuda, de moneda extranjera a moneda nacional, por parte de algunas economías emergentes. El desplazamiento hacia bonos denominados en moneda nacional ha sido especialmente destacado en América Latina, con Brasil y México a la cabeza. Con la emisión a finales de octubre de un bono a 30 años denominado en pesos, México amplió 10 años la duración máxima de la curva de rendimientos del mercado local.

Durante el periodo analizado, la emisión de títulos privados excedió con creces la de deuda soberana, al aprovechar las empresas las favorables condiciones de financiación en el mercado. La emisión de renta variable en el mercado internacional por parte de sociedades radicadas en economías emergentes alcanzó en octubre un nuevo máximo histórico, con la venta por parte del gobierno chino de acciones del Industrial and Commercial Bank of China en las bolsas de Shanghai y Hong Kong. Esta emisión, cuya suscripción superó ampliamente la cantidad ofertada, captó 19.000 millones de dólares, convirtiéndose así en la mayor salida a bolsa realizada hasta la fecha en todo el mundo.

... contrasta con la elevada emisión de títulos privados

Volatilidades implícitas en niveles inusualmente bajos

La escasa volatilidad implícita...

Ante la persistencia de una notable incertidumbre sobre la evolución del crecimiento económico, la inflación y la política monetaria —especialmente en Estados Unidos—, los precios de las opciones sobre deuda pública y de los futuros sobre índices bursátiles continuaron implicando muy poca volatilidad a corto plazo (véase el Gráfico 10), reflejando así en buena medida la evolución de la volatilidad registrada (véase el panel izquierdo del Gráfico 11). Al mismo tiempo, las primas por plazo estimadas para Estados Unidos indicaban que los inversionistas casi no exigían compensación por soportar los riesgos asociados a la incertidumbre en torno a la inflación y los tipos de interés reales en el futuro (véase el panel central del Gráfico 11). La evolución en los mercados de deuda de la zona del euro arrojó un panorama similar. En circunstancias normales, volatilidades implícitas reducidas y primas de riesgo cercanas a cero tenderían a interpretarse como señales de elevada confianza de los inversionistas sobre la probable evolución de la política monetaria y los indicadores económicos fundamentales. La estrechez de los diferenciales observada en los mercados de deuda podría interpretarse de un modo similar. Sin embargo, dado que en buena medida los datos económicos publicados han sido incapaces de aclarar la dirección de la economía de Estados Unidos, es probable que el intenso apetito por el riesgo entre los inversionistas haya tenido algo que ver en la valoración de los activos financieros y de los instrumentos derivados asociados. De hecho, una medida de aversión al riesgo en el mercado bursátil basada en opciones llegó casi a su nivel anterior al episodio de ventas generalizadas de mayo y junio (véase el panel derecho del Gráfico 11).

... puede deberse a un gran apetito por el riesgo

Aumenta la volatilidad a medida que cae el dólar

En este entorno, los mercados experimentaron un brote repentino de volatilidad, tras la pronunciada caída de la divisa estadounidense el 24 de noviembre y en días posteriores. No quedó claro qué fue lo que desencadenó la venta masiva de dólares, aunque podría haberse debido a los comentarios de un banco central asiático sobre los efectos de la debilidad del dólar en el valor de las reservas de divisas. Al recelo de los inversionistas a finales de noviembre se unieron algunos datos inesperados sobre la economía estadounidense, como la cifra de ventas de vivienda nueva por debajo de lo esperado y la revisión al alza del crecimiento del PIB en el tercer trimestre. En total, las acciones estadounidenses y europeas perdieron un par de puntos porcentuales los días posteriores al 24 de noviembre, aunque posteriormente lograron recuperarse en gran medida. Con todo, a finales de noviembre la volatilidad implícita en el mercado bursátil no había regresado por completo a sus niveles de mediados de ese mes, aunque en términos históricos aún permanecía baja.