

## Presentación general: el repliegue del mercado de crédito provoca una contracción de liquidez

La inquietud por la exposición a los préstamos hipotecarios estadounidenses ensombreció los mercados financieros mundiales entre finales de mayo y finales de agosto de 2007, a medida que las fuertes pérdidas de los productos relacionados con hipotecas se transmitían a otros activos de riesgo. Al propagarse por el sistema financiero la incertidumbre sobre el grado y alcance de dichas pérdidas, los inversionistas comenzaron a refugiarse en valores más seguros y la demanda de liquidez se disparó, produciendo un marcado estrangulamiento en los principales mercados financieros que llevó a numerosos bancos centrales a inyectar grandes volúmenes de liquidez.

Ante la pérdida de confianza en la valoración de los productos relacionados con hipotecas y los de crédito estructurado, todos los diferenciales de rendimiento experimentaron fuertes subidas, afectando progresivamente a los instrumentos con mayor calificación y a los activos distintos de deuda. El precio del riesgo de crédito, que mide la preferencia de los inversionistas por los mercados de deuda, se disparó, lo que sugiere que el actual reajuste de los precios obedece en gran medida a un cambio de la actitud inversora frente al riesgo.

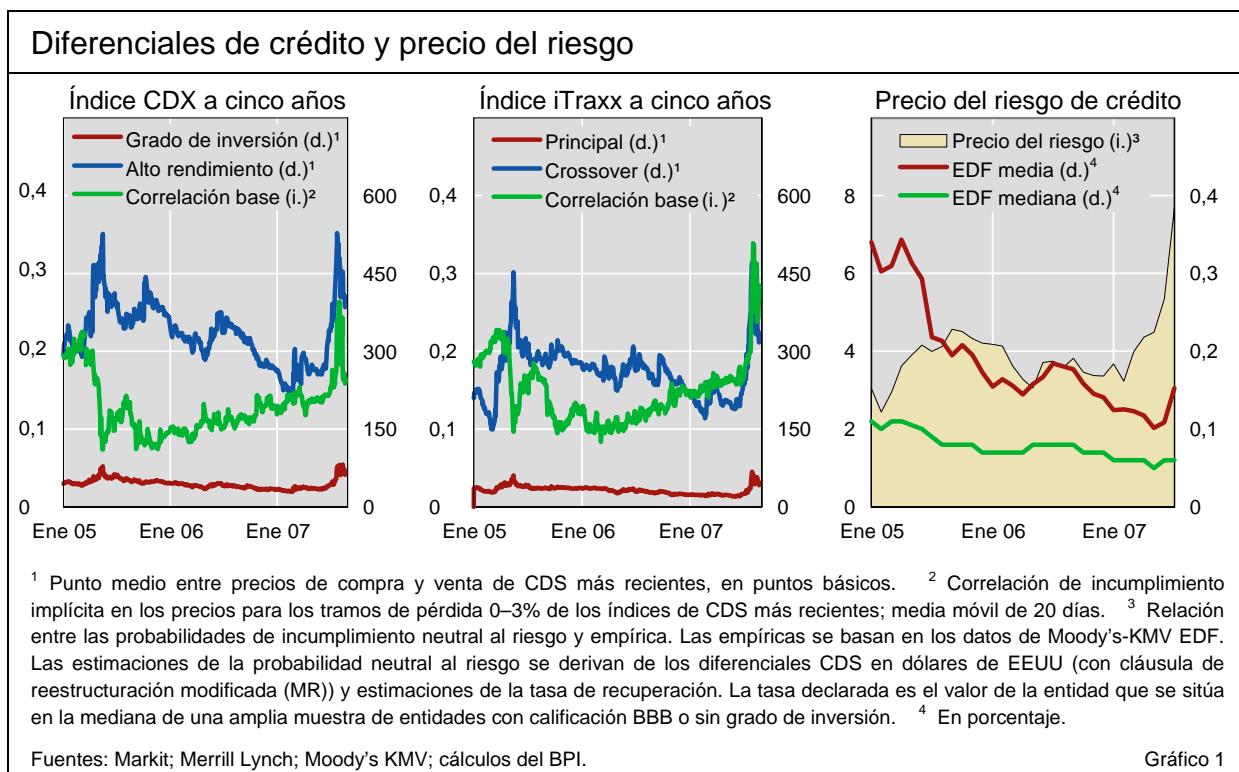
Los rendimientos de la deuda pública cayeron a medida que los inversionistas abandonaban los activos de riesgo para refugiarse en la relativa seguridad que ofrecen los títulos soberanos. Esta presión a la baja sobre los rendimientos también pareció reflejar en parte una reevaluación de los riesgos para el crecimiento en vista del deterioro de la situación en el mercado inmobiliario residencial de Estados Unidos y el creciente temor a una contracción crediticia a raíz de las turbulencias en los mercados de crédito. Además de este impacto en los rendimientos de los bonos, la combinación de una huida hacia activos más seguros y una mayor demanda de liquidez se reflejó en el considerable descenso de las tasas de interés de las letras del Tesoro estadounidenses pese a la notable subida de las tasas del mercado monetario interbancario.

Los mercados bursátiles sufrieron un nuevo episodio de ventas generalizadas ante las crecientes pérdidas provocadas por la reevaluación del riesgo de crédito, resultando especialmente afectadas las acciones de los sectores inmobiliario y financiero. Ante el marcado repliegue del apetito por el riesgo, las estimaciones de tolerancia al riesgo implícitas en el mercado de

acciones se redujeron drásticamente. Los mercados de divisas también registraron brotes de volatilidad a causa del rápido cierre de posiciones *carry trade*. En cambio, los mercados emergentes de renta fija y variable aguantaron relativamente bien las turbulencias durante la mayor parte del periodo analizado, como reflejo de un entorno económico básicamente favorable.

## Ventas generalizadas en los mercados de deuda ante la reevaluación del riesgo hipotecario

Todos los mercados internacionales de deuda registraron una considerable volatilidad y fuertes aumentos de los diferenciales, conforme la incertidumbre sobre el grado y alcance de las pérdidas en el mercado hipotecario estadounidense de baja calidad crediticia (*subprime*) inducía un ajuste de las posiciones de los inversionistas. Entre finales de mayo y los últimos días de julio de 2007, el índice CDX de alta rentabilidad a cinco años aumentó en Estados Unidos unos 270 puntos básicos para situarse alrededor de 525, mientras el correspondiente índice estadounidense de grado de inversión subía unos 45 puntos básicos, hasta alcanzar un máximo de 81 a primeros de agosto. En Europa, el índice de CDS a cinco años iTraxx Crossover se elevó 280 puntos básicos, hasta 471, a finales de julio, mientras que el índice general de grado de inversión iTraxx Europe ascendía 48 puntos básicos hasta un máximo de 68. Durante el proceso, los cuatro índices superaron los niveles registrados durante el episodio de ventas generalizadas de la primavera de 2005. Para el 24 de agosto, los diferenciales de rendimiento ya habían abandonado sus cotas máximas, pero aún se situaban más de un 70% por encima de los niveles mínimos observados a comienzos de junio (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 1).



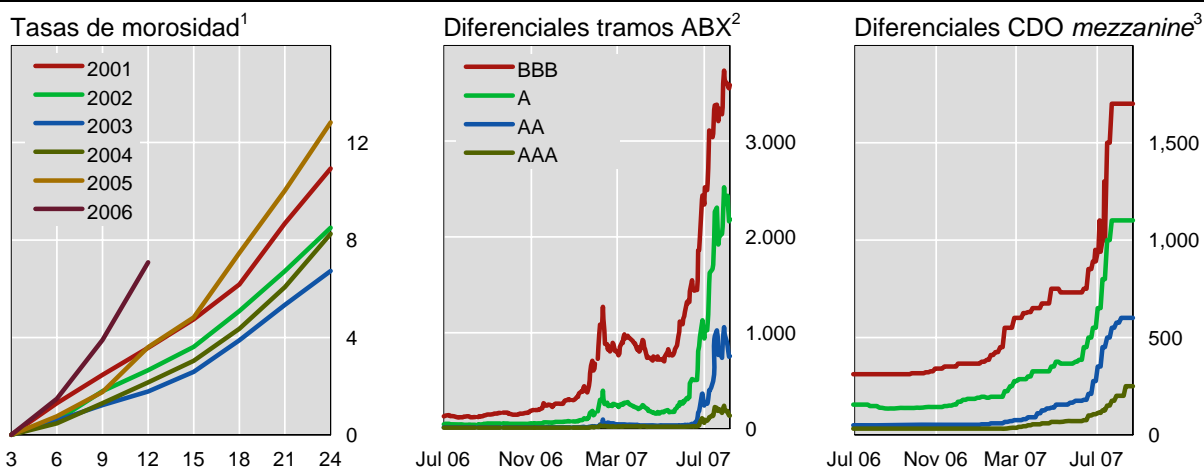
Las señales de tensión en los mercados hipotecarios de baja calidad crediticia...

... provocan un gran reajuste de los precios de los MBS

Estos aumentos de los diferenciales de rendimiento coincidieron con una notable reducción de la tolerancia al riesgo de los inversionistas. El precio del riesgo de crédito, calculado a partir de las probabilidades de incumplimiento empíricas y neutrales al riesgo de las empresas sin grado de inversión, registró fuertes subidas (véase el panel derecho del Gráfico 1). Al mismo tiempo, las correlaciones de incumplimiento implícitas en los productos por tramos sobre índices sobrepasaron los máximos alcanzados en febrero. En la medida en que este hecho refleje un aumento de la ponderación asignada por los inversionistas a factores de riesgo sistemático —en contraposición a factores específicos de los instrumentos de deuda—, vendría a sugerir una intensificación de las expectativas de cambio de tendencia del ciclo crediticio.

El reajuste generalizado del precio del riesgo de crédito se ha desarrollado en tres etapas, iniciándose la primera a mediados de junio. La aparición de nuevos indicios de tensión en el mercado hipotecario estadounidense de baja calidad crediticia fue el desencadenante inmediato de esa etapa inicial. El 15 de junio, Moody's rebajó la calificación de 131 bonos de titulización hipotecaria garantizados por préstamos de baja calidad para la compra de vivienda, ante el aumento de las tasas de morosidad de las hipotecas subyacentes (véase el panel izquierdo del Gráfico 2). Moody's también anunció la revisión de unos 250 bonos de titulización hipotecaria (MBS) para una posible rebaja de su calificación. Posteriormente, el 20 de junio, se conoció que dos importantes *hedge funds* gestionados por Bear Stearns estaban a punto de ser clausurados como resultado de sus fuertes posiciones (aproximadamente 20.000 millones de dólares) en bonos de titulización hipotecaria garantizados por préstamos de baja calidad crediticia. La combinación de estos hechos y la preocupación existente en torno a las ventas forzosas de bonos de titulización de activos (ABS) basados en

### El mercado de hipotecas de baja calidad crediticia en EEUU



<sup>1</sup> Tasas de mora superior a 60 días para préstamos hipotecarios concedidos a prestatarios de baja calidad crediticia (*subprime*) por año de concesión, en porcentaje. El eje de abscisas refleja el número de meses transcurridos desde la firma del crédito. <sup>2</sup> Diferenciales al cierre del índice más reciente *Home Equity* de JPMorgan Chase (ABX.HE 2006-2) a interés variable, en puntos básicos. <sup>3</sup> Diferenciales sobre el Libor de los tramos de CDO respaldados por tramos *mezzanine* de ABS, en puntos básicos. Cotizaciones obsoletas reflejan liquidez de mercado limitada.

Fuentes: JPMorgan Chase; LoanPerformance.

Gráfico 2

préstamos hipotecarios, incluidos bonos de titulización de deuda (CDO) que incorporan tramos de ABS respaldados por hipotecas de baja calidad crediticia, alentaron una subida de los diferenciales de rendimiento de estos productos (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 2). En cambio, las subidas de los diferenciales de la deuda corporativa fueron mucho más moderadas.

Las pérdidas en las posiciones hipotecarias se agravaron a mediados de julio, cuando una sucesión de noticias adversas relacionadas con el mercado de la vivienda en Estados Unidos indujo una segunda etapa de ajustes más generalizados y pronunciados en los mercados de deuda. El 10 de julio, S&P puso en vigilancia, de cara a una posible rebaja de calificación, ABS emitidos en 2006 garantizados por préstamos hipotecarios personales, por un importe de 12.000 millones de dólares. El mismo día, Moody's comunicaba la rebaja de la calificación de bonos de titulización hipotecaria garantizados por hipotecas de baja calidad crediticia por un importe de 5.000 millones de dólares y la revisión de 184 CDO por tramos. Un día después, se conoció que la cifra de ejecuciones hipotecarias en Estados Unidos durante el mes de junio había sido un 87% superior a la del año anterior. Como resultado, en apenas dos días (10–11 de julio) los diferenciales de rendimiento de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de alta rentabilidad se ampliaron 44 puntos básicos en Estados Unidos, mientras que el índice Crossover para Europa aumentaba 49 puntos básicos. Más tarde, el 26 de julio, el índice de la Asociación Nacional de Constructores de Viviendas (NAHB) correspondiente al mes de junio mostró una caída del 6,6% en las ventas de nuevas viviendas, mientras la principal empresa constructora del segmento residencial estadounidense experimentaba pérdidas trimestrales. De nuevo en el intervalo de dos días (26–27 julio), los principales índices de rendimiento registraron enormes fluctuaciones, con aumentos de 59 y 71 puntos básicos de los índices de alta rentabilidad estadounidense y Crossover europeo, respectivamente. Las nuevas informaciones sobre los problemas de los prestamistas hipotecarios, el aumento de los descuentos realizados por los intermediarios financieros a las garantías aportadas por los *hedge funds* y el consiguiente temor a inminentes solicitudes de garantías adicionales contribuyeron al desfavorable clima de opinión (véase el Cuadro 1).

Ante el torrente de noticias negativas, la liquidez de los mercados de títulos relacionados con hipotecas y de productos de crédito estructurado se evaporó con rapidez, suscitando dudas sobre los supuestos subyacentes en las valoraciones basadas en modelos. Ante la preocupación por las ventas forzosas de activos de mayor calidad, las pérdidas valoradas a precios de mercado crecieron, afectando cada vez más a los activos situados en los niveles de mayor preferencia de la estructura de capital y a los ajenos al sector hipotecario residencial. Las señales de propagación a los mercados inmobiliarios comerciales fueron especialmente palpables, tal vez por el temor a que la laxitud de las condiciones crediticias se hubiera transmitido en gran medida desde el segmento residencial del negocio hipotecario al segmento comercial. La familia de índices CMBX, que ofrece una medida del coste del seguro frente a impagos en los bonos de titulización garantizados por

Al agravarse las pérdidas relacionadas con hipotecas...

... los efectos sobre los precios se propagan a otros mercados...

... incluidos los MBS comerciales...

## Calendario: principales acontecimientos del periodo

Fecha	Acontecimiento
15 de junio	Moody's rebaja la calificación de 131 ABS garantizados por préstamos de baja calidad crediticia para la compra de vivienda y anuncia la revisión de unos 250 bonos de cara a una posible rebaja.
20 de junio	Hay noticias de que dos <i>hedge funds</i> gestionados por Bear Stearns e invertidos en bonos de titulización hipotecaria garantizados por préstamos de baja calidad están a punto de ser clausurados.
22 de junio	Uno de los <i>hedge funds</i> en apuros es rescatado mediante la inyección de un crédito de 3.200 millones de dólares.
10 de julio	S&P anuncia la revisión, de cara a una posible rebaja de su calificación, de ABS emitidos en 2006 y garantizados por préstamos hipotecarios para la compra de vivienda por un importe de 7.300 millones de dólares, así como de las operaciones de CDO expuestas a dichas garantías; Moody's rebaja la calificación de bonos de titulización hipotecaria garantizados por préstamos de baja calidad crediticia por un importe de 5.000 millones de dólares.
11 de julio	Moody's anuncia la revisión, de cara a una posible rebaja de su calificación, de 184 CDO por tramos garantizados por hipotecas; durante los días posteriores, las principales agencias anuncian nuevas revisiones y rebajas de calificación.
24 de julio	La financiera estadounidense especializada en préstamos para la compra de vivienda Countrywide Financial Corp anuncia una caída de sus beneficios y alerta de futuras dificultades.
26 de julio	El índice NAHB registra un descenso interanual de las ventas de nuevas viviendas de un 6,6% durante el mes de junio; DR Horton, la principal empresa constructora del segmento residencial estadounidense, anuncia pérdidas en el trimestre abril-junio.
30 de julio	El banco alemán IKB anuncia pérdidas relacionadas con la crisis del mercado hipotecario estadounidense de baja calidad crediticia y revela que su principal accionista, Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), ha asumido sus obligaciones financieras aportando liquidez a un programa de pagarés de empresa titulizados (ABCP) expuesto a préstamos de baja calidad crediticia.
31 de julio	American Home Mortgage Investment Corp anuncia su incapacidad para hacer frente a sus obligaciones de préstamo; Moody's informa de un ajuste de las expectativas de pérdidas que afectan a la calificación de las titulizaciones garantizadas por préstamos Alt-A.
1 de agosto	Nuevas pérdidas afloran en IKB, activando un fondo de rescate de 3.500 millones de euros aportado conjuntamente por KfW y un grupo de bancos públicos y privados.
6 de agosto	American Home Mortgage Investment Corp solicita acogerse al Capítulo 11 de la legislación concursal, logrando que una de sus estructuras de financiación prorrogue el plazo de vencimiento de un programa de ABCP en circulación.
9 de agosto	BNP Paribas congela la amortización de tres fondos de inversión, ante su incapacidad para valorarlos adecuadamente en la situación actual del mercado; el BCE inyecta liquidez en el mercado interbancario por importe de 95.000 millones de euros; otros bancos centrales adoptan medidas similares.
17 de agosto	El Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal señala en un comunicado un apreciable incremento de los riesgos a la baja para el crecimiento; la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal aprueba una reducción de 50 puntos básicos en la tasa de descuento y anuncia la provisión de financiación para periodos de hasta 30 días.

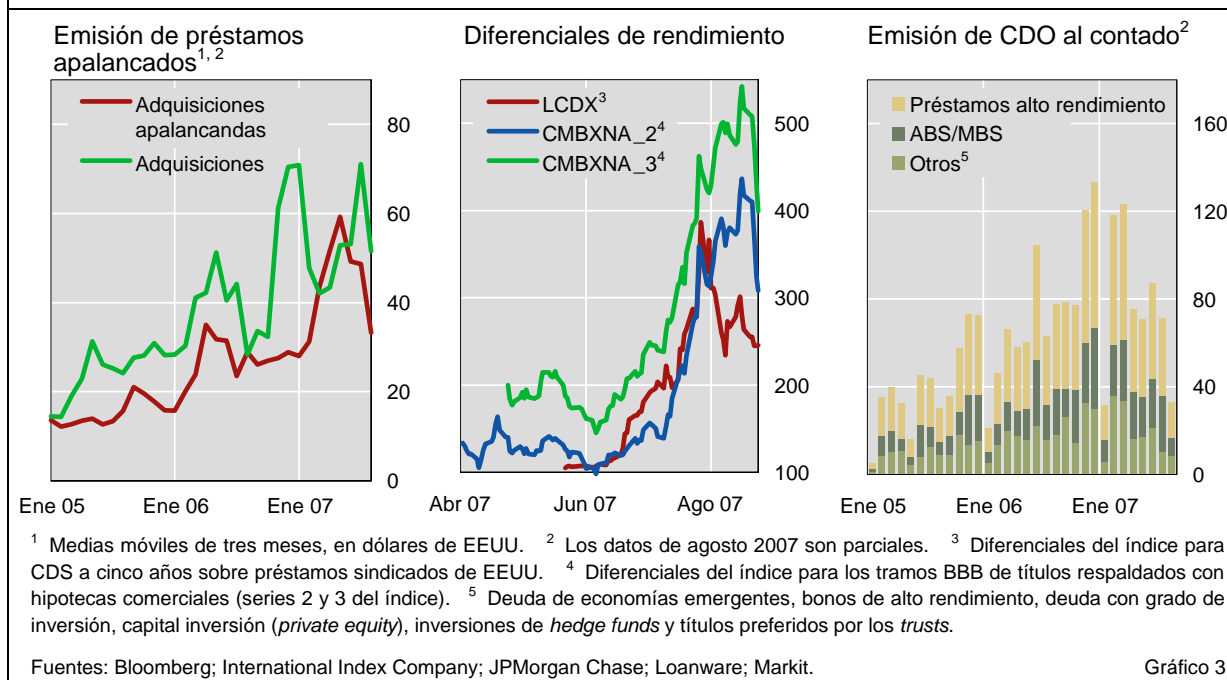
Fuentes: Bloomberg; *Financial Times*; *The Wall Street Journal*; comunicados de prensa de empresas.

Cuadro 1

préstamos hipotecarios comerciales, ha registrado un aumento de sus diferenciales BBB superior a los 200 puntos básicos desde sus mínimos (véase el panel central del Gráfico 3).

En respuesta a este entorno más difícil, las emisiones en los mercados de deuda experimentaron importantes retrocesos. El valor de las operaciones anunciadas en el mercado de LBO, que contribuye a financiar las adquisiciones apalancadas de empresas cotizadas, alcanzó nuevos máximos durante el primer semestre de 2007 (véase el panel izquierdo del Gráfico 3). Según S&P, esta actividad exigía de los bancos fondos por un importe cercano

## Diferenciales de rendimiento y emisiones



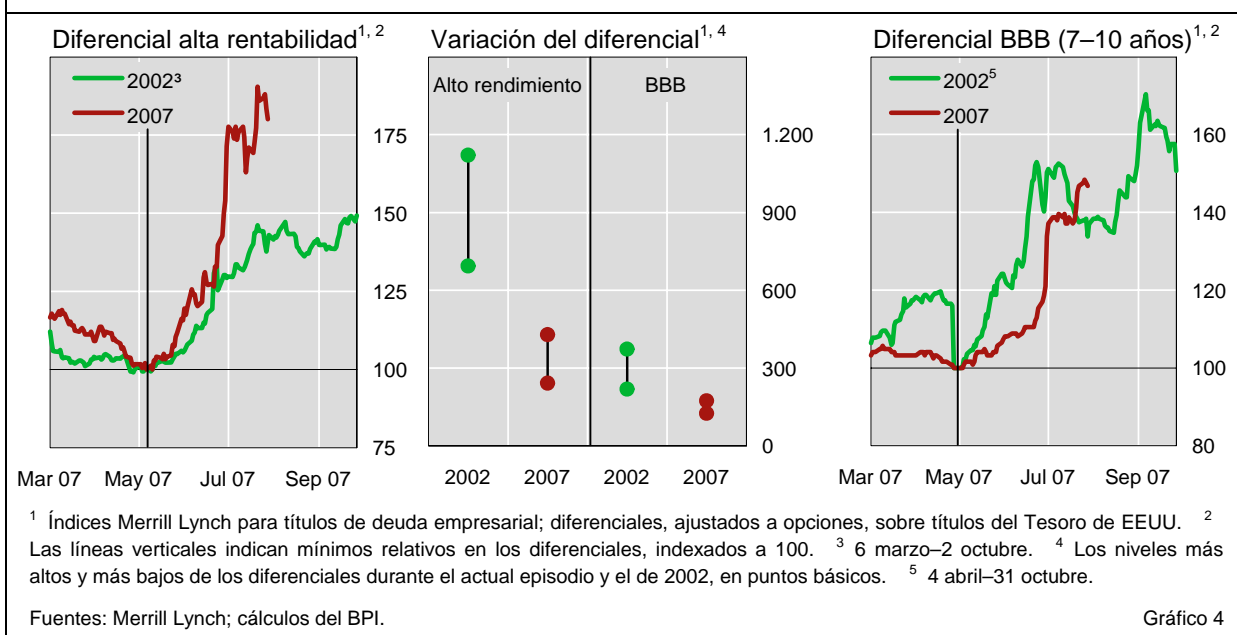
a los 230.000 millones de dólares para financiar las compras anunciadas, lo que les hacía vulnerables al descenso brusco del apetito por el riesgo de crédito. Ante la contracción del mercado de bonos de titulización de préstamos bancarios (CLO) —el principal vehículo de demanda institucional de los mercados de préstamos estadounidenses y europeos— y de otros productos similares, el mercado de LBO comenzó a sufrir tensiones. Al mismo tiempo, el nuevo índice LCDX, que referencia CDS a cinco años sobre 100 préstamos sindicados estadounidenses con idéntica ponderación, subió desde unos 120 puntos básicos en mayo hasta más de 350 puntos a finales de julio, antes de caer nuevamente para situarse en torno a 250 puntos básicos a finales de agosto (véase el panel central del Gráfico 3)<sup>1</sup>. Como resultado, varias operaciones en curso parecen haberse pospuesto, reestructurado o retirado del mercado, como en el caso de Alliance Boots. El mercado primario de bonos y las emisiones de ABS han experimentado análogas tensiones.

... y las adquisiciones apalancadas de empresas

El episodio de ventas generalizadas sobrevenido durante junio y julio mostró ciertas similitudes con el de 2002, el más importante de los acaecidos recientemente en los mercados de deuda corporativa. En aquel entonces, tras conocerse las irregularidades contables de una serie de firmas de renombre, los diferenciales de la deuda corporativa estadounidense BBB y de alta rentabilidad aumentaron más de un 50%, al igual que los bonos emitidos por prestatarios europeos con la misma calificación. Sin embargo, en contraste con los acontecimientos de 2002, el actual periodo de ventas generalizadas se ha caracterizado por una subida de los diferenciales relativamente más rápida

<sup>1</sup> También aumentaron los diferenciales de su índice homólogo europeo, el LevX, operativo desde octubre de 2006; ambos cotizan con unos diferenciales inferiores a los de los índices de alta rentabilidad CDX e iTraxx, dadas las garantías de sus carteras de préstamos subyacentes.

## Ajustes de los diferenciales de rendimiento: 2002 vs. 2007



y acusada en el segmento de alta rentabilidad (véanse los paneles izquierdo y derecho del Gráfico 4). Si bien los distintos niveles de los diferenciales explican una parte de esta discrepancia, otra parte podría haber obedecido a una utilización más generalizada de operaciones apalancadas y posiciones cortas en CDS en periodos recientes, en comparación con el episodio anterior (véase el panel central del Gráfico 4).

La incertidumbre sobre las pérdidas relacionadas con los mercados de deuda...

El actual proceso de reajuste de los precios comenzó su tercera etapa a finales de julio, al desplazarse la atención hacia la incertidumbre sobre los riesgos del sistema financiero fuera de Estados Unidos. Aunque el flujo de noticias desfavorables procedentes del mercado hipotecario estadounidense pareció amainar, persistía la incertidumbre sobre el grado y alcance de las exposiciones al riesgo de crédito y de las pérdidas a raíz del actual proceso de ajuste de los diferenciales de rendimiento. Además, mientras que las inquietudes previas se habían centrado en los *hedge funds* y en las instituciones financieras estadounidenses directamente implicadas en el origen y distribución de hipotecas, hacia finales de julio las noticias sobre pérdidas se habían extendido como la pólvora. Estas inquietudes cristalizaron el 30 de julio, cuando el banco alemán IKB reveló que su principal accionista había asumido sus obligaciones financieras aportando liquidez a un programa de ABCP expuesto a préstamos de baja calidad crediticia. Esta noticia cayó por sorpresa, al haber transcurrido sólo 10 días desde el anuncio de un resultado de explotación preliminar de 63 millones de euros en el trimestre abril-junio. A principios de agosto afloraron nuevas pérdidas en IKB y en otras instituciones financieras, seguidas el día 9 de noticias sobre la suspensión de amortizaciones por parte de una serie de fondos de inversión ante la falta de liquidez de los mercados. Asimismo, se supo que, unos días antes, algunos emisores del mercado de ABCP habían hecho uso de la opción de prórroga del vencimiento de bonos en circulación. En este entorno, la actividad de los

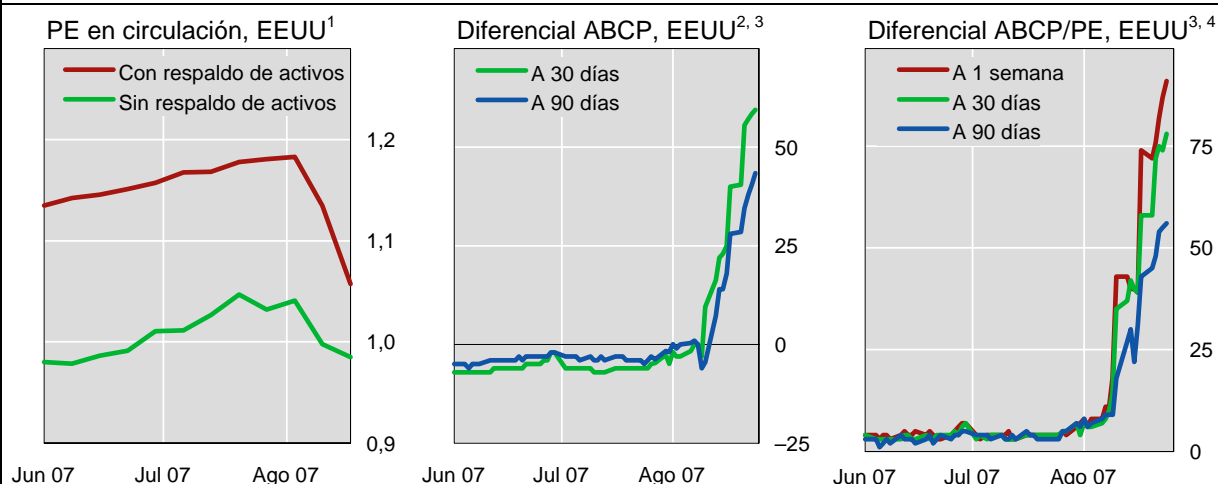
...inquietan sobre el riesgo de contraparte...

## Riesgo de liquidez y mecánica de los ABCP

Uno de los mercados hacia donde se han propagado los efectos del actual reajuste del precio del riesgo de crédito ha sido el de los instrumentos de titulización a corto plazo. Conforme crecía la incertidumbre sobre las pérdidas asociadas a posiciones de baja calidad crediticia (*subprime*), los inversionistas comenzaron a rehuir cualquier instrumento susceptible de provocar pérdidas, incluidos los pagarés de empresa titulizados (ABCP), que son instrumentos de titulización a corto plazo continuamente renovados a fin de financiar un programa de emisiones. La exposición de los ABCP a activos hipotecarios se estima que aumentó hasta 300.000 millones de dólares —un tercio de ellos mediante programas basados en entidades instrumentales para la titulización de activos (SIV)<sup>®</sup>—, mientras crecía la incertidumbre entre los inversionistas en torno a la verdadera naturaleza y calidad de esos activos<sup>®</sup>. Dado que los principales bancos vienen proporcionando liquidez de apoyo a los programas de ABCP, los riesgos de refinanciación resultantes rápidamente generaron inquietud sobre los pasivos contingentes de las entidades bancarias. Esta inquietud, junto con la incertidumbre en torno a la exposición de los bancos al reajuste generalizado de los precios de los activos de riesgo, contribuyó a elevar la demanda de liquidez en el mercado interbancario. Por tanto, el consiguiente aumento del riesgo de contraparte y atesoramiento de liquidez ocasionaron el 9 de agosto una brusca subida de las tasas de interés interbancarias a corto plazo, que los bancos centrales contrarrestaron mediante fuertes inyecciones de liquidez.

Los ABCP, al igual que otras estructuras de titulización, agrupan importantes volúmenes de activos homogéneos con flujos de caja predecibles o de valores negociables en una entidad instrumental que emite valores a corto plazo contra esta garantía<sup>®</sup>. Los fondos comunes de activos se dividen en tramos con distintos niveles de preferencia y con vencimientos que suelen oscilar entre un día y nueve meses. Los activos que respaldan los ABCP incluyen préstamos para la compra de vehículos, derechos de cobro procedentes de la utilización de tarjetas de crédito y tramos preferentes de CDO. Según estimaciones del mercado, el volumen total de ABCP en circulación ascendía a 1,5 billones de dólares a finales de marzo de 2007. Los programas de ABCP estadounidenses suponían un 75% de esa cifra, aportando el mercado europeo —con unos 260.000 millones de dólares— buena parte del volumen restante. En Estados Unidos, el mercado de ABCP representa, a su vez, en torno a un 55% del mercado total de pagarés de empresa (PE) (véase el panel izquierdo del Gráfico A).

### Mercados de ABCP



<sup>1</sup> En billones de dólares de EE.UU. <sup>2</sup> Rendimiento de ABCP menos la correspondiente tasa Libor, en puntos básicos. <sup>3</sup> Rendimientos de ABCP y PE (pagarés de empresa) para emisiones con calificación A1+. <sup>4</sup> Rendimiento ABCP menos rendimiento del correspondiente PE, en puntos básicos.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de Nueva York; Bloomberg; cálculos del BPI.

Gráfico A

El grueso de los tramos de ABCP recibe calificaciones crediticias altas (A1 o P1), las mejores a corto plazo que otorgan las agencias de calificación. Para obtener estas calificaciones, el riesgo de crédito asumido por los inversionistas en ABCP se reduce a través de diversas mejoras crediticias estructurales y procedentes de terceros, incluidas la sobrecolateralización (emisión de



activos de menor valor agregado que la garantía subyacente), la subordinación (inclusión de tramos que absorben las primeras pérdidas por impago) y las cartas de crédito. Además, como los activos de garantía suelen poseer menor liquidez y vencimientos más dilatados que los valores emitidos contra ellos, es necesario disponer de facilidades de liquidez de apoyo a fin de proteger a los ABCP de los desajustes de vencimientos y del riesgo de refinanciación<sup>®</sup>. Estas facilidades suelen ofrecerlas instituciones financieras con elevada calificación mediante préstamos o acuerdos de compra de activos que proporcionan una cobertura total de los bonos de titulización conforme van venciendo. Los programas de ABCP también pueden utilizar una estrategia alternativa que consiste en ofrecer al patrocinador la opción de prorrogar el plazo de los valores emitidos hasta un periodo máximo. Estos pagarés prorrogables transfieren a los inversionistas parte del riesgo de liquidez, a cambio de una compensación en términos de rentabilidad adicional. A finales de marzo, el volumen de pagarés prorrogables rondaba los 147.000 millones de dólares, es decir, un 13% de los ABCP estadounidenses en circulación. De esa cifra, unos 60.000 millones estaban respaldados por hipotecas y unos 58.000 millones contaban con respaldo externo inferior al 100%, por lo que sus amortizaciones dependían básicamente de la venta de los activos de garantía subyacentes.

Las tensiones en el mercado de ABCP hicieron su aparición a finales de julio en forma de aumento de sus diferenciales respecto al Libor (véase el panel central del Gráfico A). El 30 de julio se observó uno de los primeros indicios concretos de que las dificultades en el mercado de deuda se estaban propagando a los ABCP. Rhineland Funding, una estructura financiera gestionada por el banco alemán IKB y expuesta a MBS, había sido incapaz de encontrar inversionistas dispuestos a refinanciar el papel que vencía, propiciando la intervención del principal accionista de IKB con una línea de liquidez de emergencia. Ante esta situación, el aumento de la incertidumbre sobre la calidad crediticia de las cestas de activos subyacentes hizo que ciertas estructuras financieras, especialmente los denominados programas de vendedor único —que compran activos hipotecarios de un único originador—, experimentaran crecientes problemas de refinanciación conforme los fondos iban venciendo.

Estas dificultades salieron a la palestra el 6 de agosto, al conocerse que una estructura financiera denominada Broadhollow Funding había ejercido la opción de prorrogar el vencimiento de estos pagarés en circulación por importe de 1.600 millones de dólares, que financiaban fondos comunes de préstamos hipotecarios. Esta misma semana, otras estructuras financieras, con un volumen total de ABCP en circulación cercano a 5.000 millones de dólares, prorrogaron también sus plazos de pago. Estos acontecimientos generaron inquietud en torno a las consecuencias de la liquidación de los activos en un mercado ya debilitado y acerca de los pasivos contingentes de los proveedores de liquidez, quienes tendrían que cubrir cualquier pérdida resultante de la diferencia entre el precio de los activos liquidados y sus correspondientes valores a la par. Tras las mencionadas prórrogas de plazos, se observó un aumento de los diferenciales de los ABCP a lo largo de toda la curva de vencimientos, un descenso de los volúmenes en circulación y una reducción de los plazos en las emisiones refinanciadas con éxito.

Las dificultades se propagaron con rapidez desde los principales mercados estadounidenses y europeos. Coventree, un patrocinador de ABCP canadiense, experimentó problemas de refinanciación, debiendo prorrogar el plazo de vencimiento de pagarés en circulación por importe de 238 millones de dólares estadounidenses y activar líneas de liquidez de apoyo por otros 660 millones. Los días posteriores fueron testigo de nuevas prórrogas de plazos y de solicitudes de financiación de emergencia, al recurrir Coventree y otros patrocinadores a líneas de liquidez apelando a cláusulas de “evento perturbador de los mercados”. Aunque ciertos proveedores de liquidez rechazaron inicialmente la aplicación de estas cláusulas, un grupo de bancos accedió más tarde a refinanciar el papel que iba venciendo convirtiéndolo en pagarés a interés variable, con el fin de relajar las tensiones de liquidez existentes en el mercado. Del mismo modo, el emisor australiano RAMS Home Loans Group prorrogó el vencimiento de ABCP estadounidenses en circulación por un importe de 4.900 millones de dólares.

En comparación con la convulsión del mercado de ABCP, especialmente en los programas garantizados mediante hipotecas o la emisión de pagarés prorrogables, la evolución del conjunto del mercado de PE fue algo más positiva. Pese a los sustanciales efectos de propagación procedentes del mercado de ABCP, los diferenciales entre los PE no titulizados y el Libor aumentaron mucho menos que los de los ABCP y gran parte de la volatilidad observada obedeció a bruscas fluctuaciones de las tasas Libor ante la preocupación generalizada por la liquidez de los mercados (véase el panel derecho del Gráfico A). Dicha evolución avalaba las evaluaciones

relativamente positivas de la calidad crediticia de los emisores corporativos, en contraposición con la inquietud existente en torno a las pérdidas sufridas por las cestas de garantías de los ABCP. Esa trayectoria también contrastó con la evolución del mercado en 2001–02, cuando las incógnitas sobre el riesgo empresarial tras una rebaja de las calificaciones crediticias y el escándalo Worldcom ocasionaron problemas a los emisores de PE, mientras los mercados de ABCP continuaban ofreciendo una fuente fiable de financiación a corto plazo.

① Mientras que las estructuras tradicionales de ABCP se financian exclusivamente mediante la emisión de pagarés de empresa (PE), los programas basados en SIV suelen combinar la emisión de ABCP con financiación a medio plazo. Las SIV y otras estructuras financieras semejantes han crecido hasta alcanzar un tamaño total estimado de 395.000 millones de dólares y tienden a invertir en valores negociables con calificación de grado de inversión, como los tramos preferentes de CDO. Al contrario que las estructuras tradicionales, las SIV se valoran a precios de mercado. ② Análisis de pánicos bancarios de similar naturaleza pueden encontrarse en "A depositor run in securities markets: the Korean experience", *BIS Quarterly Review*, junio de 2003, y Borio, "Market distress and vanishing liquidity: anatomy and policy options", *BIS Working Paper* nº 158, julio de 2004. ③ Los activos agrupados en ABCP suelen proceder de mercados primarios o secundarios o de diversos originadores, al contrario que las modalidades tradicionales de PE, garantizadas por una única empresa emisora. ④ Las líneas de liquidez de apoyo (*backstop*) se crearon en los primeros años 70, cuando la quiebra de Penn Central evaporó la liquidez en el mercado de PE, y permiten a los emisores recurrir a préstamos bancarios a corto plazo en caso de tensiones en los mercados o imposibilidad de refinanciar los pagarés a su vencimiento.

mercados de ABCP se paralizó casi por completo, mientras que la posibilidad de que los bancos se vieran obligados a trasladar sus posiciones en ABCP a los balances de situación acentuaba el temor a una inminente crisis crediticia (véase el recuadro).

Conforme aumentaba el nerviosismo sobre las necesidades de financiación y los pasivos contingentes de los bancos, una creciente demanda de liquidez comenzó a propagarse por los mercados monetarios a corto plazo, ocasionando subidas de las tasas de interés a un día. En este entorno, el 9 de agosto el BCE realizó una inyección de liquidez en el mercado interbancario por importe de 94.800 millones de euros, tras anunciar que se realizaría una operación extraordinaria de ajuste que proporcionaría los fondos solicitados a la tasa de refinanciación corriente (4%) con aportación de las habituales garantías. Ese mismo día, la Reserva Federal de Estados Unidos inyectó 24.000 millones de dólares en sus operaciones de mercado abierto, mientras otros bancos centrales adoptaban medidas similares, que continuaron en semanas posteriores, incluida una reducción de 50 puntos básicos de la tasa de descuento estadounidense, lo que contribuyó a aliviar las presiones inmediatas en los mercados a un día. No obstante, ante los persistentes temores sobre la situación de liquidez a más largo plazo, la volatilidad de las tasas de interés de los mercados monetarios permaneció anormalmente elevada hasta finales de agosto.

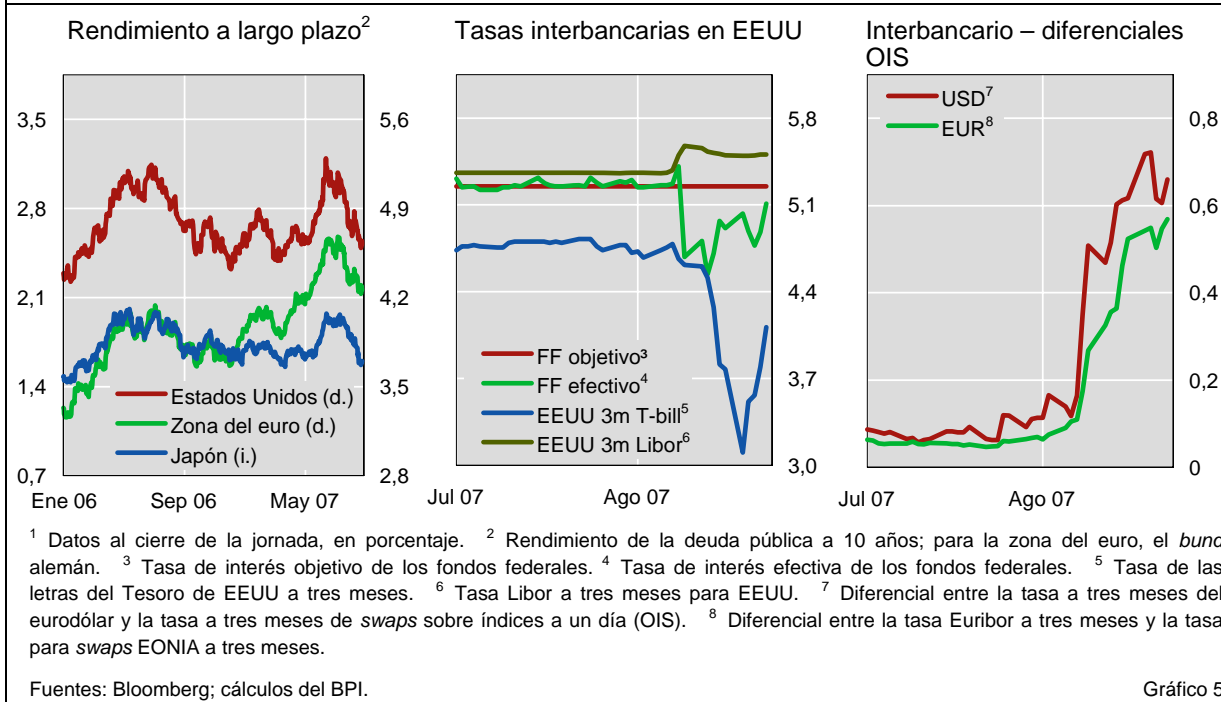
...y disparan la demanda de liquidez

## Caen los rendimientos de la deuda por el abandono de los activos de riesgo

El periodo analizado registró un brusco descenso de los rendimientos de la deuda pública en los países industrializados ante el episodio de ventas generalizadas y el abandono de los activos de riesgo por parte de los inversionistas (véase el panel izquierdo del Gráfico 5). Esta caída neutralizó con creces la pronunciada subida de los rendimientos de la deuda acaecida en

Caen los rendimientos de la deuda...

## Tasas de interés<sup>1</sup>



las dos primeras semanas de junio. Por tanto, pese al aumento de unos 40 puntos básicos del rendimiento de la deuda estadounidense a 10 años durante la primera quincena de junio, hacia finales de agosto dicho rendimiento había retrocedido alrededor de 65 puntos básicos. Oscilaciones semejantes, si bien algo menos acusadas, se observaron en otros países. Desde sus mínimos locales de mediados de junio, los rendimientos de la deuda pública a 10 años de la zona del euro y de Japón cayeron unos 40 puntos básicos, hasta niveles algo inferiores a los registrados a finales de mayo.

La pronunciada subida de los rendimientos de la deuda a comienzos de junio, complementaria de los aumentos observados en mayo, obedeció básicamente a la percepción entre los inversionistas de una mejora de las perspectivas de crecimiento, particularmente en Estados Unidos. Esta percepción moderó también las expectativas de un recorte de las tasas de interés de la Reserva Federal, lo que unido a las crecientes primas por plazo introdujo una notable presión al alza sobre los rendimientos.

Conforme se iniciaba el episodio de ventas generalizadas en los mercados de deuda durante la segunda quincena de junio, los rendimientos de la deuda comenzaron a caer por dos motivos. En primer lugar, las turbulencias en los mercados de deuda, pronto propagadas a otros mercados, indujeron un repliegue hacia la relativa seguridad de la deuda pública, a medida que los inversionistas reducían sus carteras de activos de riesgo. Este proceso se manifestó en una reversión de la subida de las primas por plazo estimadas que había tenido lugar en mayo y principios de junio. El repliegue hacia activos más seguros fue especialmente notorio en el mercado de letras del Tesoro estadounidense, con fuertes caídas de sus tasas de interés en agosto (véase

... al abandonar los inversionistas los activos de riesgo...

el panel central del Gráfico 5). En segundo lugar, las informaciones sobre el deterioro de la situación del mercado de la vivienda en Estados Unidos plantearon a los inversionistas la necesidad de reevaluar los riesgos de la economía en su conjunto, acentuada por la intensidad de las ventas generalizadas en los mercados de deuda distintos del segmento de alto riesgo, que alentó el temor a una inminente crisis crediticia. En este entorno, los inversionistas parecieron encontrar escaso alivio en las noticias económicas favorables, como el anuncio, el 27 de julio, de una tasa de crecimiento del PIB estadounidense del 3,4% —superior a la esperada— durante el segundo trimestre.

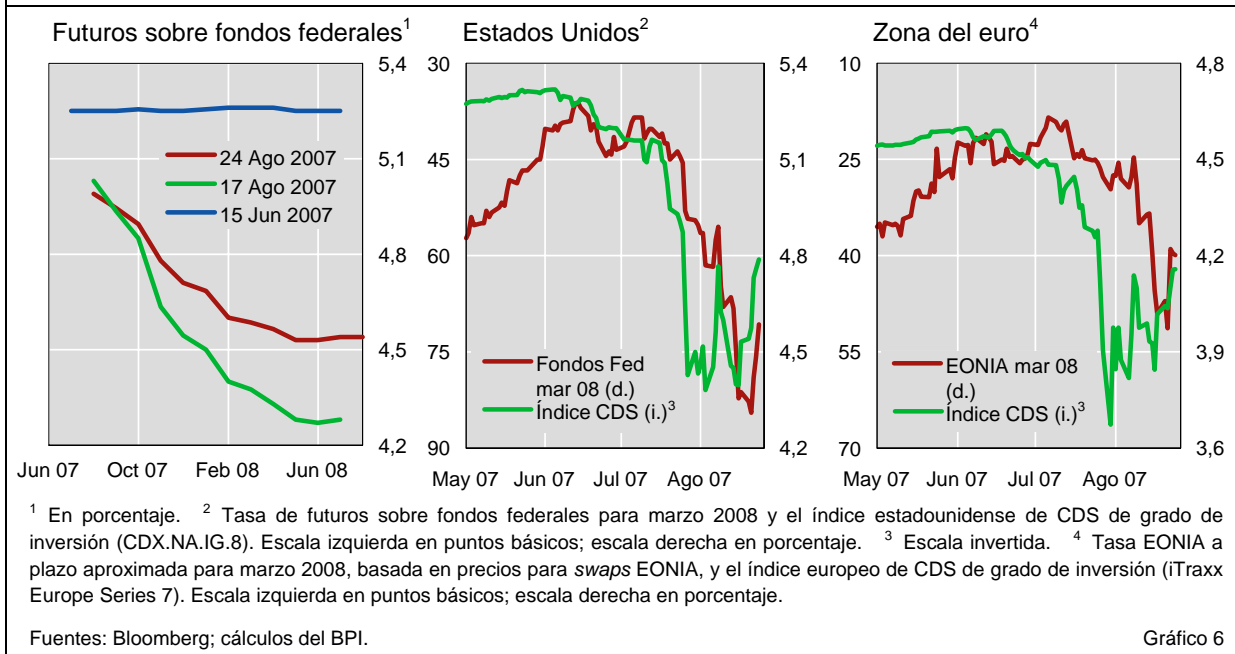
Aunque la agitación en los mercados comenzó como un episodio de ventas generalizadas en los mercados de deuda, más tarde se transformó en un grave estrangulamiento de la liquidez en diferentes mercados. El mercado de ABCP fue uno de los primeros en mostrar claros indicios de falta de liquidez (véase el recuadro), que pronto se propagaron al mercado monetario interbancario. Como resultado de este estrangulamiento, las tasas de interés repuntaron a comienzos de agosto en los mercados monetarios (véase el panel central del Gráfico 5). Aunque las inyecciones de liquidez de los bancos centrales aliviaron parte de la tensión en estos mercados, especialmente a muy corto plazo, en otros segmentos persistía una considerable falta de liquidez. El aumento sostenido de los diferenciales entre las tasas de interés interbancarias y las tasas de los *swaps* sobre índices a un día señaló la tensión en los mercados monetarios, como reflejo de la percepción de un mayor riesgo de contraparte y de una creciente preferencia por la liquidez en los plazos superiores a un día (véase el panel derecho del Gráfico 5). Estas tensiones acentuaron los temores de los inversionistas por los efectos de las turbulencias financieras sobre las perspectivas de crecimiento. La mayor preferencia por la liquidez, junto con el creciente repliegue hacia activos seguros, se notó también en el fuerte incremento de los flujos hacia fondos del mercado monetario que únicamente invierten en deuda pública a corto plazo, lo que a su vez acentuó la fuerte presión bajista sobre la rentabilidad de las letras del Tesoro. El 20 de agosto, su rentabilidad a tres meses cayó hasta casi el 3%, más de 200 puntos básicos por debajo de la tasa de interés oficial de la Reserva Federal, el menor nivel relativo entre ambas desde 1982.

Ante la creciente inquietud sobre los riesgos para la economía estadounidense y el temor a perturbaciones generalizadas en los mercados, las expectativas de los agentes apuntaron hacia una relajación de la política monetaria de la Reserva Federal (véase el panel izquierdo del Gráfico 6). Pese a que el precio de los contratos de futuros sobre fondos federales observado a mediados de junio sugería estabilidad de la política monetaria estadounidense en el futuro previsible, los inversionistas comenzaron a descontar paulatinamente una política monetaria más laxa conforme las ventas generalizadas tenían lugar en los mercados de activos de riesgo (véase el panel central del Gráfico 6). Aunque parte de la inflexión a la baja observada en la curva de rendimientos de los futuros sobre fondos federales reflejaba una cotización efectiva de los fondos federales notablemente inferior al objetivo durante la segunda quincena de agosto (véase el panel central del Gráfico 5),

... y crece la  
demanda de  
liquidez

Los inversionistas  
prevén recortes de  
la tasa de interés  
de la Fed...

## Expectativas sobre la política monetaria y diferenciales de rendimiento



los precios de los futuros sugerían asimismo una consolidación de las expectativas de recorte de las tasas de interés conforme la falta de liquidez se acentuaba en los mercados monetarios. La decisión de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal el 17 de agosto de reducir la tasa de descuento y el comunicado del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto señalando un apreciable incremento de los riesgos a la baja para el crecimiento se interpretaron como la confirmación de una rebaja relativamente pronta de la tasa de interés objetivo de los fondos federales.

... mientras se moderan las expectativas de subidas por el BCE

Dado que los inversionistas consideraban la economía europea menos vulnerable que la estadounidense, gran parte del descenso de los rendimientos de la deuda en euros se interpretó en un primer momento como un repliegue generalizado hacia activos seguros, más que como una significativa reevaluación de la situación macroeconómica. Sin embargo, al intensificarse la agitación en los mercados, los inversionistas comenzaron a preocuparse por los riesgos del sector bancario europeo y las perspectivas de crecimiento económico. En consecuencia, las expectativas de nuevas subidas de las tasas de interés del BCE se atenuaron conforme se intensificaba el episodio de ventas generalizadas y se acentuaba el temor a una falta de liquidez en los mercados (véase el panel derecho del Gráfico 6).

En Japón, como en otros mercados, los rendimientos de la deuda experimentaron presiones a la baja durante julio y agosto a medida que los inversionistas buscaban refugios más seguros. La volátil situación de los mercados contribuyó asimismo a una cierta moderación del ritmo de endurecimiento de la política monetaria previsto por los analistas. Al mismo tiempo, la interpretación de los datos macroeconómicos publicados apuntaba a unas perspectivas económicas menos favorables de lo esperado. En este entorno, la preocupación de los inversionistas por los efectos de las

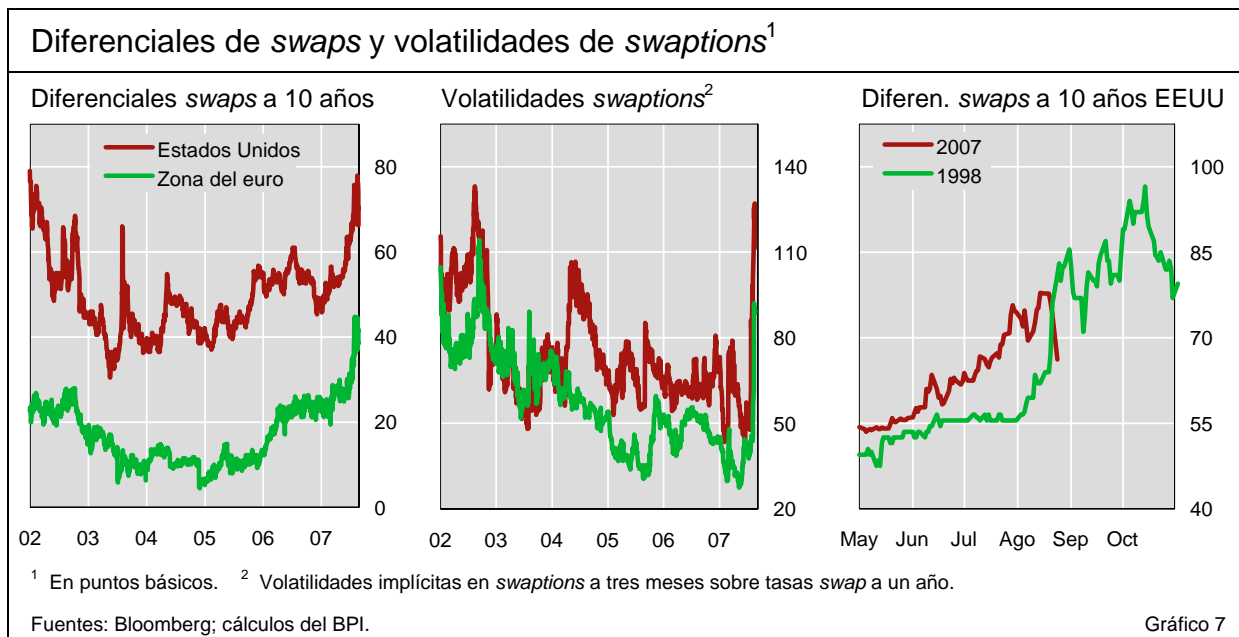
turbulencias en los mercados, junto con la notable apreciación del yen, podría haber contribuido a la caída de los rendimientos de la deuda japonesa.

El abandono de los activos de riesgo para buscar refugio en la deuda pública conllevó un notable aumento de los diferenciales de los *swaps* (véase el panel izquierdo del Gráfico 7). Entre finales de mayo y mediados de agosto, el diferencial de los *swaps* a 10 años creció unos 20 puntos básicos en Estados Unidos, para terminar cerca de los 80 puntos básicos, un nivel sin precedentes en más de cinco años. Los mercados de *swaps* denominados en otras divisas registraron evoluciones similares. Aparte de los efectos del repliegue hacia activos más seguros, las crecientes operaciones de cobertura en un entorno de menor liquidez en los mercados presionaron también al alza los diferenciales de los *swaps*. Además, los comentarios de los agentes del mercado dejaban traslucir que una parte del aumento de los diferenciales podría obedecer a una mayor preocupación de los inversionistas por los riesgos sistémicos. Algunos analistas comenzaron a trazar paralelismos con el otoño de 1998, cuando la quiebra de LTCM acentuó el temor a una inestabilidad del conjunto del sistema bancario. Pese a ello, la reciente ampliación de los diferenciales de los *swaps* a 10 años en Estados Unidos ha sido menos pronunciada que durante la crisis de LTCM (véase el panel derecho del Gráfico 7). En la segunda quincena de agosto, y ante una ligera recuperación de los mercados, los diferenciales de los *swaps* experimentaron una cierta contracción.

Aumento de los diferenciales de los *swaps*...

Tras haber alcanzado mínimos históricos durante este mismo año, las volatilidades implícitas en las *swaptions* (opciones sobre *swaps* de tasas de interés) aumentaron notablemente en Estados Unidos y en la zona del euro conforme se desarrollaba el episodio de ventas generalizadas en los mercados de deuda (véase el panel central del Gráfico 7). Aunque las volatilidades implícitas crecieron a lo largo de toda la gama de vencimientos, las subidas más acusadas se observaron en los plazos más cortos, como posible reflejo de un aumento de la incertidumbre sobre la política monetaria futura. Aparte de

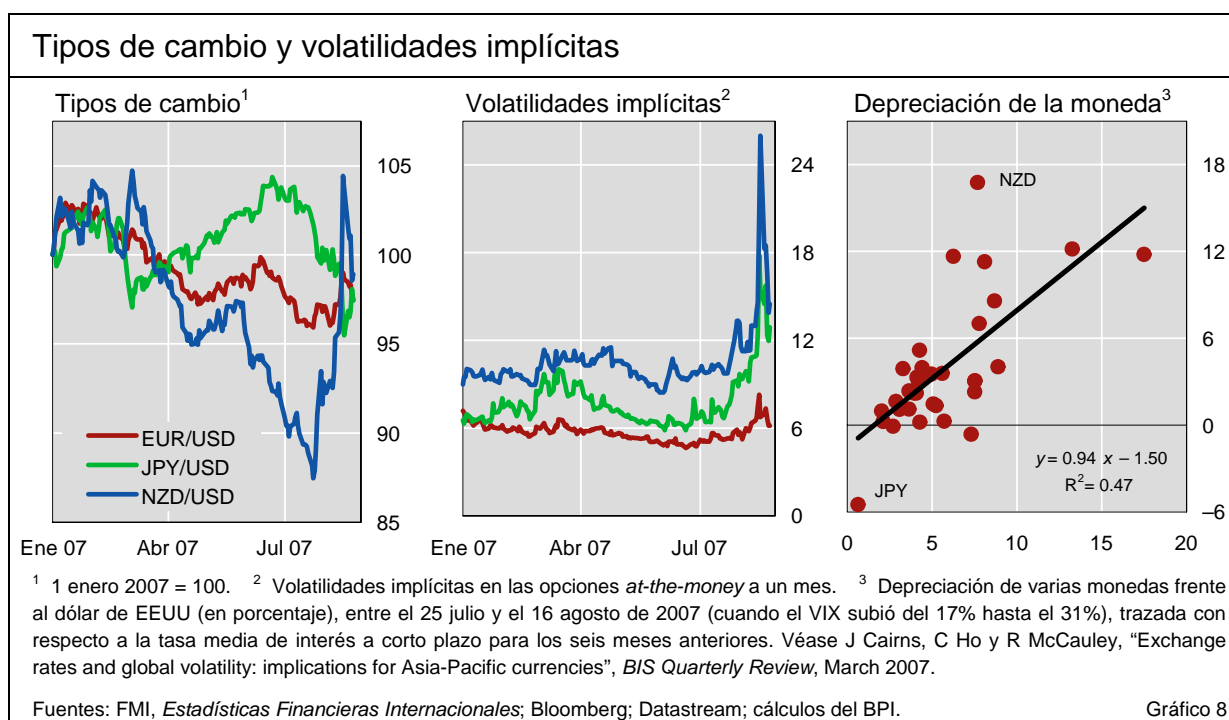
... repunte de las volatilidades de las *swaptions*...



esta mayor incertidumbre, el incremento de la prima exigida por asumir el riesgo de volatilidad de las tasas de interés también podría haber contribuido al aumento generalizado de las volatilidades de las *swaptions*.

... y cierre de *carry trades*

En paralelo a la creciente volatilidad de los distintos mercados financieros, los mercados de divisas registraron fluctuaciones extraordinarias conforme los inversionistas deshacían operaciones de *carry trade*. Las divisas de baja rentabilidad, como el yen japonés, se apreciaron considerablemente, mientras que las monedas de alta rentabilidad, especialmente el dólar neozelandés, sufrían bruscas caídas (véase el panel izquierdo del Gráfico 8). El dólar australiano fue otra de las divisas que notó los efectos del cierre de *carry trades*. A mediados de agosto, el Banco de la Reserva de Australia intervino en los mercados cambiarios tras una caída de la moneda australiana, con respecto a sus cotizaciones máximas de julio, del 11% frente al dólar estadounidense y de un 18% frente al yen. Las volatilidades implícitas en las opciones sobre moneda extranjera aumentaron de forma generalizada, con subidas particularmente notables en el caso de las monedas utilizadas en estrategias de *carry trade* (véase el panel central del Gráfico 8). Dado que los operadores necesitan mercados de divisas en calma para poder obtener flujos de caja estables en sus *carry trades*, el repunte de la volatilidad introdujo un incentivo adicional para el cierre de esas posiciones. Así pues, las fluctuaciones de las tasas de cambio observadas en julio y agosto fueron plenamente coherentes con la experiencia histórica durante episodios de gran volatilidad, en los que las divisas de alta rentabilidad tienden a depreciarse y las monedas de baja rentabilidad suelen utilizarse como refugio (véase el panel derecho del Gráfico 8). En consonancia con estas tendencias, las oscilaciones cambiarias de finales de agosto sugieren el restablecimiento de ciertas posiciones *carry trade* a medida que los mercados se adentraban en una fase de menor volatilidad.



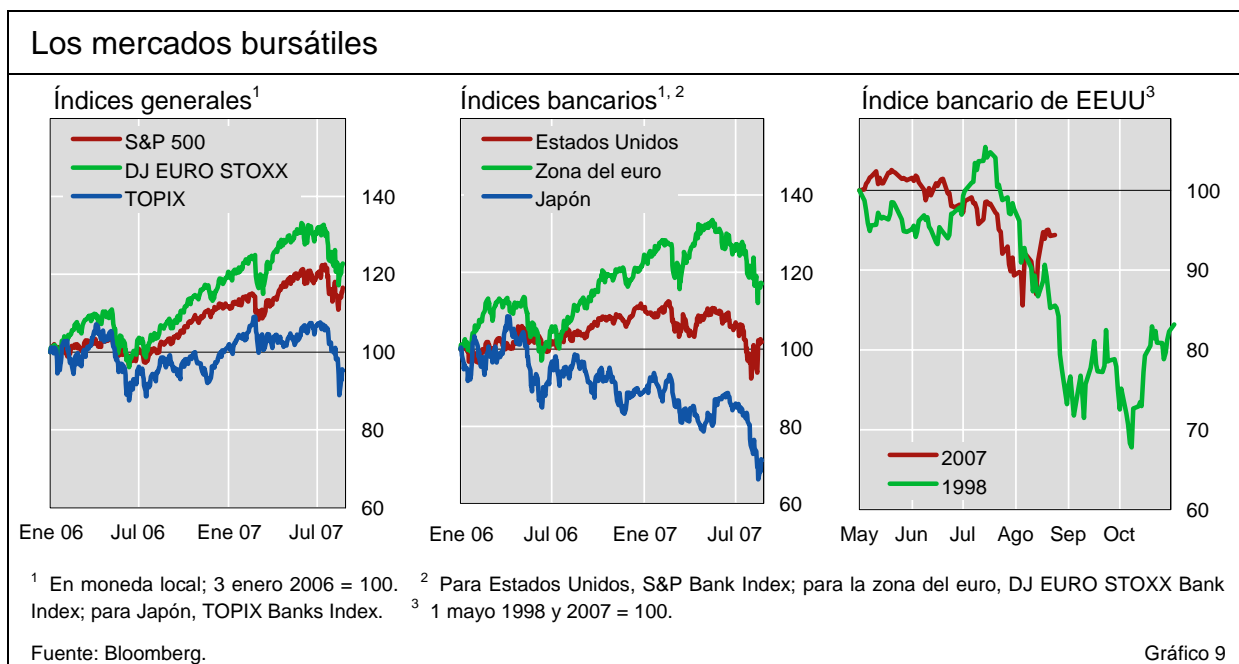
## La agitación de los mercados de deuda se propaga a las bolsas

Conforme se acentuaban las turbulencias en los mercados de deuda, el abandono de los activos de riesgo se propagó a otras categorías de activos— incluidos los mercados de renta variable, testigos de pérdidas generalizadas en la segunda quincena de julio y en agosto—. A mediados de agosto, el índice S&P 500 había perdido un 8% respecto al nivel observado a finales de mayo, para recuperarse después hasta cerrar el 24 de agosto cediendo un 3,3% (véase el panel izquierdo del Gráfico 9). El retroceso de la renta variable resultó incluso mayor fuera de Estados Unidos, con caídas del índice Dow Jones EURO STOXX de alrededor del 7% y del TOPIX de casi un 10% entre finales de mayo y el 24 de agosto. Estas pérdidas anularon gran parte de las ganancias acumuladas por las bolsas estadounidenses y europeas desde comienzos de año, al tiempo que situaban los índices japoneses muy por debajo de sus niveles al cierre de 2006.

La agitación de los mercados afecta a las bolsas...

Los descensos de las cotizaciones bursátiles obedecieron en parte al aumento de las primas de riesgo, pero también a las variables fundamentales, conforme los inversionistas reevaluaban los riesgos del deterioro del mercado inmobiliario residencial de Estados Unidos para los beneficios de las empresas de ese país y para el conjunto de su economía. La importancia de las noticias desfavorables relacionadas con el mercado de la vivienda se dejó notar durante la semana del 23 al 27 de julio, con una caída del 4,9% en el índice S&P 500 —el mayor retroceso semanal desde 2002—, al conocerse las pérdidas registradas durante el segundo trimestre por una serie de empresas constructoras. Simultáneamente, Countrywide Financial Corp, una de las principales financieras estadounidenses especializadas en préstamos para la compra de vivienda, anunciaba unos beneficios inferiores a lo esperado y advertía de posibles problemas futuros. Además, los inversionistas comenzaron a barajar la posibilidad de que el periodo de auge de las operaciones de fusión y adquisición de empresas (M&A) a escala mundial, que

... al aumentar las primas y reevaluarse los riesgos





había venido alentando las cotizaciones bursátiles durante algún tiempo, pudiera llegar a su fin.

Las acciones  
bancarias caen...

Las acciones de los sectores inmobiliario y bancario se vieron especialmente afectadas por las noticias adversas procedentes del mercado de la vivienda y por la consiguiente agitación de los mercados de deuda. Dentro del índice general S&P 500, la evolución más negativa desde mayo correspondió al subíndice de construcción de viviendas, con una caída, al cierre del 24 de agosto, superior al 33%. El índice S&P bancario también evolucionó mucho peor que el índice general, al ceder casi un 7% entre finales de mayo y el 24 de agosto, mientras que el subíndice de banca de inversión retrocedía un 17% durante el mismo periodo, después de haber llegado a perder más de un 25% a mediados de agosto. En Europa y Japón, los precios de las acciones bancarias registraron evoluciones análogas, con caídas del 11% y del 18%, respectivamente, entre finales de mayo y las postrimerías de agosto (véase el panel central del Gráfico 9). Estos descensos básicamente reflejaron el descuento por los inversionistas de las pérdidas asociadas a la especulación en el mercado de baja calidad crediticia y en otros instrumentos de deuda, así como la reducción prevista de los beneficios bancarios ante las menores comisiones generadas por la actividad de M&A. Pese a esas pérdidas, y hasta finales de agosto, el retroceso de las cotizaciones bancarias no ha sido en general tan acusado como en 1998, cuando el sector financiero sufrió una importante crisis tras la quiebra de LTMC y la suspensión de pagos rusa (véase el panel derecho del Gráfico 9).

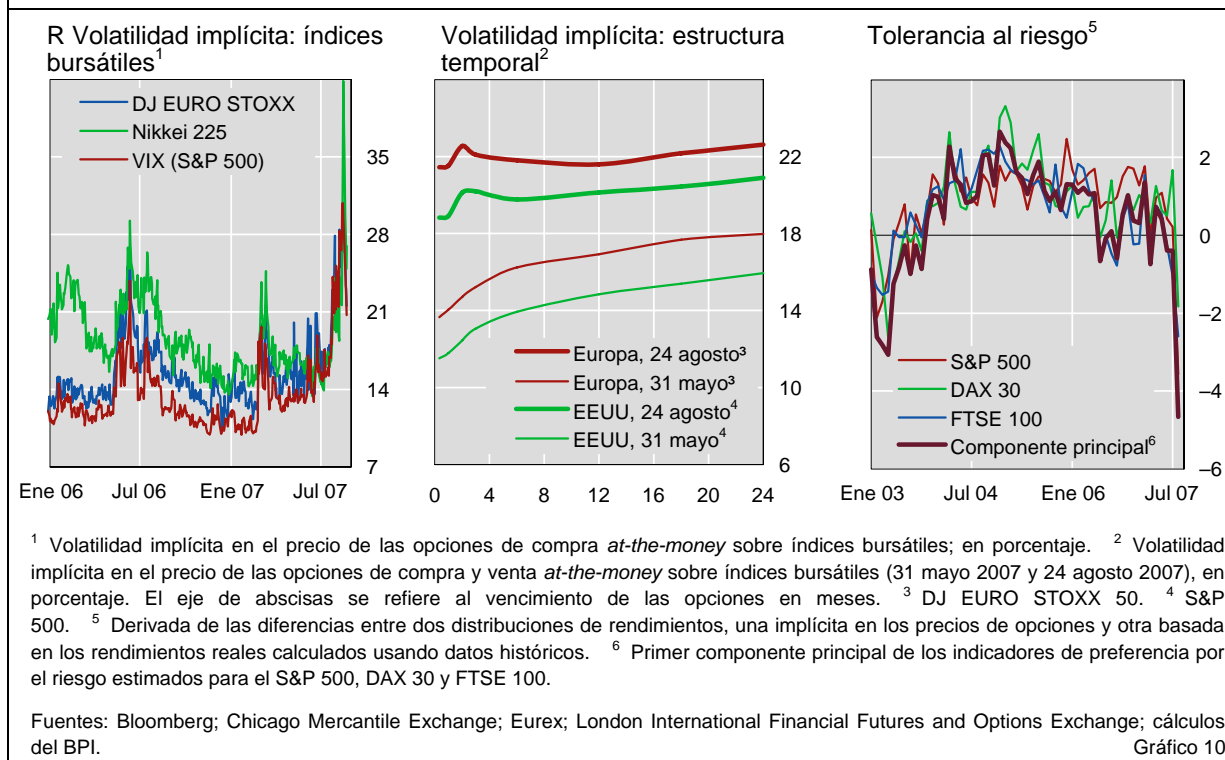
... por la inquietud  
sobre los beneficios  
futuros

Las ventas generalizadas de acciones tuvieron lugar en un entorno de sólidos beneficios empresariales y con una situación macroeconómica todavía relativamente favorable. En Estados Unidos, dos tercios de las empresas del S&P 500 que anunciaron resultados para el segundo trimestre superiores a sus expectativas. Además, sólo en algo más del 20% de los casos las ganancias fueron inferiores a las esperadas. Estas proporciones son acordes con la experiencia histórica reciente. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios ascendió en promedio (ponderado por la capitalización bursátil) a casi un 11%, sugiriendo una sólida rentabilidad del sector empresarial. El crecimiento de los beneficios de los bancos incluidos en el S&P 500 durante el segundo trimestre aún fue más dinámico, a una tasa anual de casi el 16%. No obstante, los mercados prestaron menor atención a los datos pasados (como las cifras de beneficios) que a los riesgos para el crecimiento económico y los resultados futuros derivados de la agitación de los mercados de deuda y de otros acontecimientos.

Aumentan las  
volatilidades  
implícitas...

Al igual que en anteriores episodios de ventas generalizadas, las volatilidades implícitas en los índices bursátiles se dispararon, conforme se acentuaba la retirada de los inversionistas de esos mercados. El índice de volatilidad implícita S&P 500 VIX, estabilizado en torno al 13% tras el episodio de ventas masivas de febrero-marzo, aumentó progresivamente en julio y agosto, alcanzando el día 16 de agosto un máximo intradía del 37,5% (véase el panel izquierdo del Gráfico 10). En Europa se registró una evolución similar, superando la volatilidad implícita a un mes del índice DJ EURO STOXX 50 el 30% a mediados de agosto. Las volatilidades implícitas retrocedieron más

## Volatilidad de los mercados bursátiles y tolerancia al riesgo



adelante, a finales de agosto, ante el cese parcial de la agitación en los mercados. Con todo, las estructuras temporales de la volatilidad implícita permanecían el 24 de agosto notablemente por encima de los niveles observados a finales de mayo (véase el panel central del Gráfico 10). El considerable aplanamiento de las curvas podría indicar que los mercados no esperan un pronto retorno de la volatilidad a sus niveles de comienzos de 2007. Es probable que las mayores primas de riesgo por volatilidad derivadas de un menor apetito por el riesgo también hayan contribuido a la escalada de las volatilidades implícitas. Un claro indicio de esta reducción del apetito de los inversionistas por el riesgo ha sido la brusca caída de la tolerancia al riesgo estimada a partir de los precios de las opciones sobre índices bursátiles y de los rendimientos de las acciones (véase el panel derecho del Gráfico 10).

... mientras cae el apetito por el riesgo

### Los mercados emergentes muestran un relativo aguante

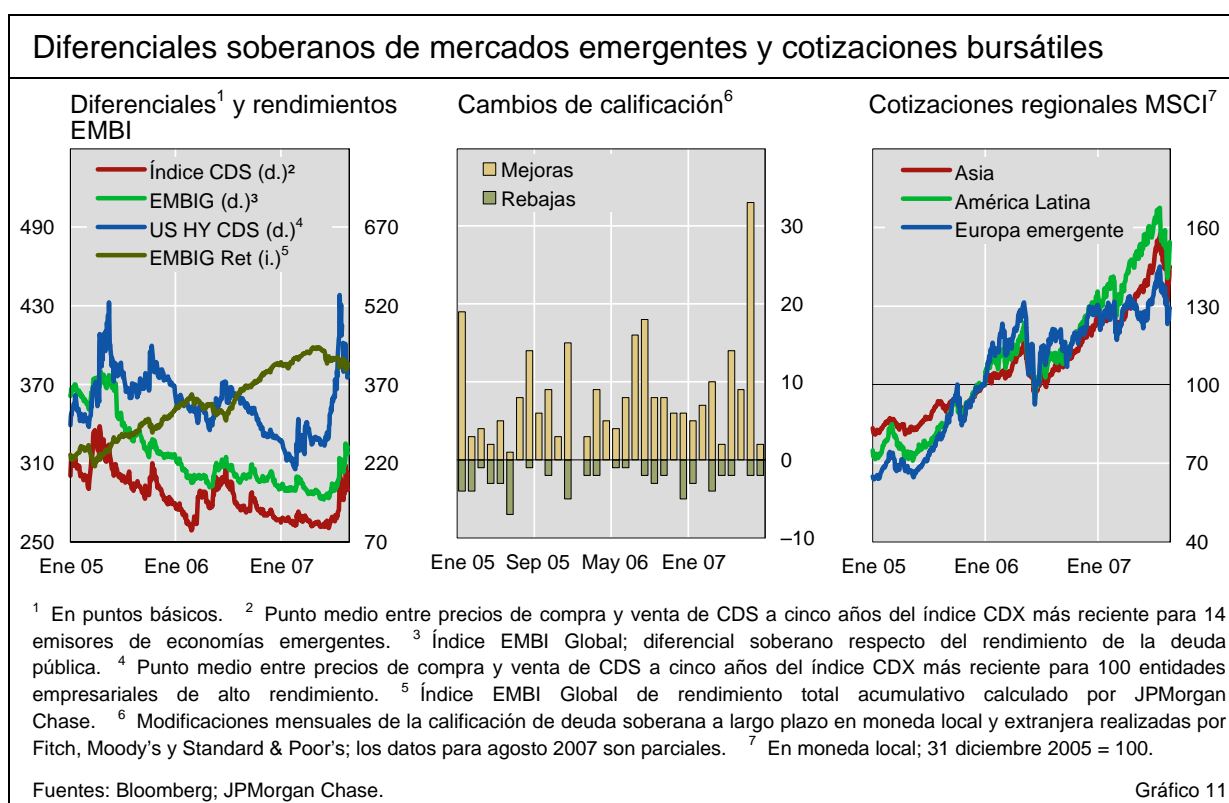
En consonancia con el reajuste generalizado del precio del riesgo, los diferenciales de los mercados emergentes experimentaron un notable aumento entre finales de junio y de agosto. Aun así, la subida no fue tan acusada como en los mercados de deuda de los países industrializados, llegando incluso a mostrar cierta resistencia inicial a la ampliación de los diferenciales observada en otros mercados. El índice EMBI Global de diferenciales aumentó desde su mínimo histórico de 151 puntos básicos a primeros de junio hasta un máximo cercano a 260 a mediados de agosto, su nivel más alto en ocho meses. Hacia finales de agosto, los diferenciales habían retrocedido hasta 238 puntos básicos. Aun perdiendo un 2,5% en términos de rentabilidad, su evolución fue

La deuda de mercados emergentes muestra una inicial resistencia...

más favorable que la de la mayoría de los índices de deuda corporativa con calificación similar. Durante el mismo periodo, el índice CDX a cinco años para mercados emergentes se amplió unos 70 puntos básicos para situarse en torno a 170, tras alcanzar un máximo cercano a 230 puntos básicos a comienzos de agosto. Este nivel ha sido, sin embargo, inferior a los observados durante el episodio de ventas generalizadas de 2005 (véase el panel izquierdo del Gráfico 11).

... pero los diferenciales aumentan ante el reajuste general del precio del riesgo

La menor apetencia por el riesgo únicamente afectó a la deuda emergente durante la segunda etapa de la corrección de los mercados de crédito, tras la reaparición a mediados de julio de temores relacionados con las hipotecas de baja calidad crediticia. Al retornar las correlaciones entre los diferenciales de la deuda de mercados emergentes y de los tramos ABX BBB a las cotas observadas por última vez en febrero, el índice EMBI Global ganó unos 50 puntos básicos en el periodo de cinco días hasta el 26 de julio. Los diferenciales experimentaron una nueva subida de similar cuantía a mediados de agosto, ante la propagación por los mercados financieros internacionales de temores sobre un repunte de la demanda de liquidez, para luego retroceder ligeramente conforme avanzaba el mes. En cuanto a la evolución por países, los diferenciales tendieron a reflejar básicamente las pautas establecidas, con la deuda de mayor riesgo, como la de Argentina y Ecuador, liderando el mercado en ambas direcciones. Pese a la mayor volatilidad del mercado, el número de revisiones positivas de la calificación crediticia continuó muy por encima de la cifra de revisiones negativas, ofreciendo un relativo estímulo al mercado (véase el panel central del Gráfico 11). Los analistas también han señalado ciertos factores técnicos positivos, como el pago de cupones y de amortizaciones de elevada cuantía, las expectativas de recompras de acciones



propias y los reducidos niveles de emisiones soberanas, con efectos favorables por el lado de la oferta.

La renta variable de mercados emergentes también se mostró relativamente resistente a las turbulencias de los mercados, aunque desde finales de julio se contagió del actual proceso de reajuste de los precios de los activos de riesgo. Tras la corrección posterior, el índice MSCI perdió alrededor de un 15% de su valor máximo alcanzado el 23 de julio, antes de recuperarse a finales de agosto. En líneas generales, el índice aún avanzó un 3,5% medido en moneda local (2,5% en dólares estadounidenses) entre finales de mayo y el 24 de agosto (véase el panel derecho del Gráfico 11). En cuanto a la evolución por regiones, el comportamiento de las bolsas asiáticas fue mejor que el de otros mercados emergentes de renta variable. Por ejemplo, el índice de la bolsa de Shangai registró repetidos máximos históricos, antes de experimentar un retroceso temporal. Este aguante podría obedecer, en parte, a una consolidación de las expectativas de resultados macroeconómicos favorables, en vista de los datos que apuntan a un sólido crecimiento de la economía y de los beneficios empresariales en los países emergentes asiáticos.

Las bolsas de mercados emergentes también se corrigen