

David Cano Martínez*

MÁS ALLÁ DEL RIESGO DE MERCADO: CRISIS DE CRÉDITO Y DE LIQUIDEZ. IMPACTO DIFERENCIAL EN LOS MERCADOS BURSÁTILES Y DE CRÉDITO

En la mayor crisis financiera de la historia estamos asistiendo a una clásica huída hacia la calidad de los inversores, con un aumento de la demanda de renta fija emitida por los tesoros y una intensa presión vendedora en renta variable. Sin embargo, y aún siendo negativo, el comportamiento de los mercados bursátiles no ha sido peor al observado en otros episodios correctivos. Está siendo el mercado de renta fija privada el más castigado por el intenso aumento de las expectativas de *default*. Patrones comunes a otras crisis los encontramos en el aumento de la volatilidad en el mercado bursátil y en la mayor dispersión sectorial de los rendimientos, pero no en el comportamiento relativo de las bolsas de países emergentes, que muestran una evolución similar (al menos en el agregado) a la de los más desarrollados.

Palabras clave: crisis financiera, prima por riesgo, volatilidad implícita, beta, análisis sectorial, países emergentes, materias primas.

Clasificación JEL: G15, E44, E58.

1. Introducción

Hace unos meses tuve la oportunidad de exponer mi visión sobre los mercados bursátiles¹. Resalté algunos de los factores que permitían pensar que, si bien se descartaba un mercado alcista, no parecía probable, aún en un contexto de desaceleración económica, una corrección de los índices. Y, muchos menos, tan intensa como la que se ha sufrido. El recrudecimiento de la crisis financiera, con hitos tan poco esperables hace unos meses como la quiebra de Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Lehman Brothers y Washington Mutual, junto con el desconocimiento de las implicaciones,

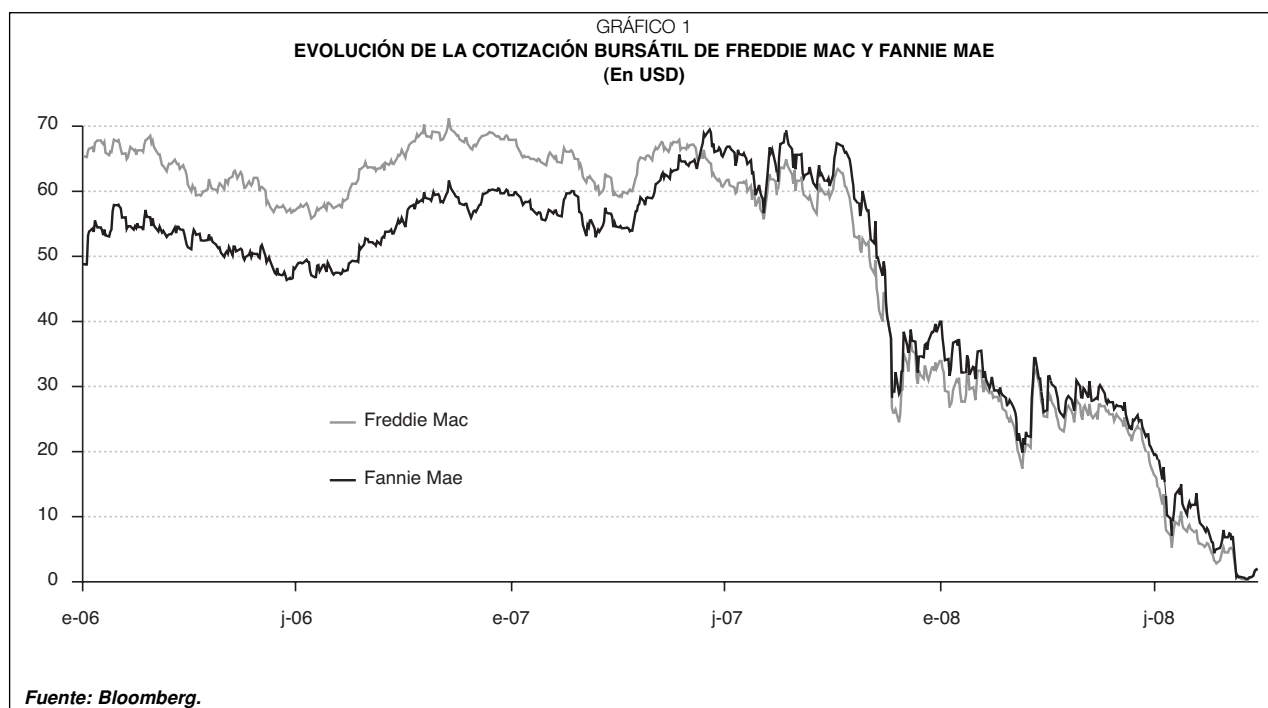
tanto en términos de nuevas bancarrotas como de efectos sobre la economía, han llevado a los inversores a prescindir de cualquier modelo de valoración y preocuparse, exclusivamente, por «salvar su dinero». Estamos inmersos, por tanto, en un pánico vendedor en el que el análisis parece que pierde su utilidad y, en consecuencia, su interés. No es mi opinión, por lo que a continuación expongo algunos de los aspectos más relevantes de la actual situación, y que considero que se configuran como claves para poder anticipar una futura resolución.

2. Ante la mayor crisis financiera de la historia. Cuando lo «imposible» se hace realidad

Uno de los hitos destacados en el comportamiento reciente de los mercados bursátiles ha sido ▷

* Socio de Afi y Director General de Afiinet.

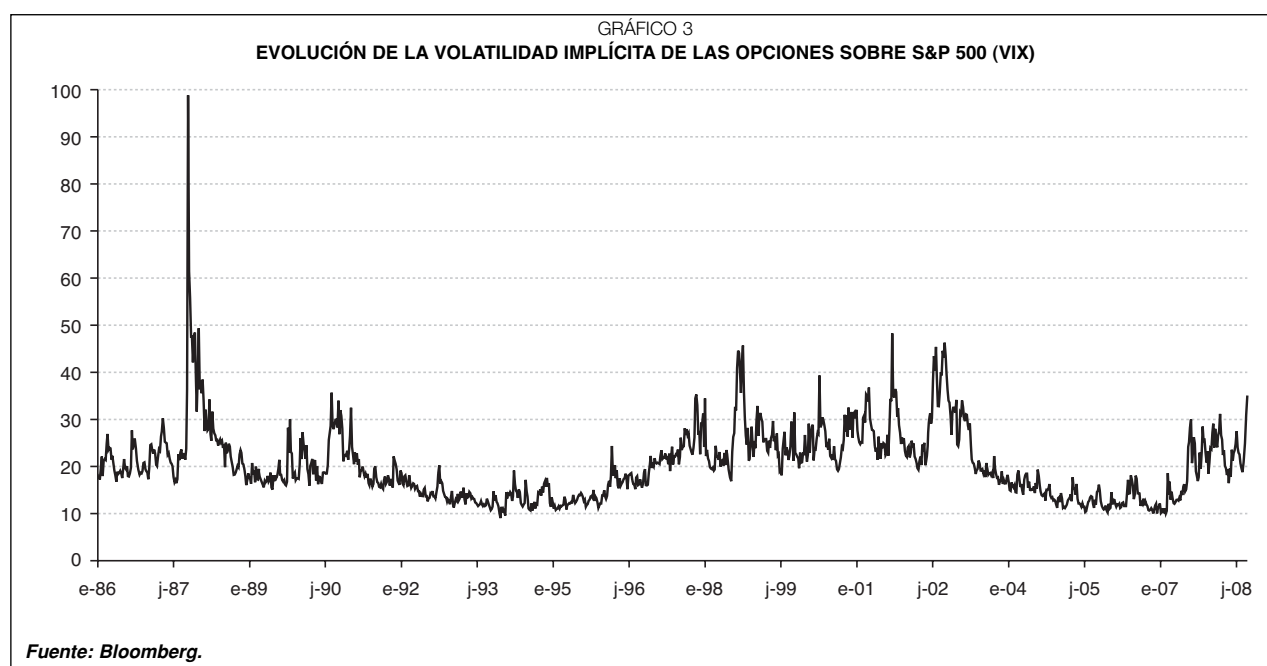
¹ «Análisis comparativo de las crisis bursátiles. ¿En qué se diferencia la actual?». *Boletín Económico*. nº 2.932, febrero de 2008.



la quiebra de varios valores cotizados. Tal vez desde un punto de vista jurídico «quiebra» no sea la definición exacta, pero sí lo es para un inversor en renta variable, ya que el hundimiento de la cotización ha sido prácticamente hasta 0 USD (Gráficos 1 y 2).

Así, en apenas seis meses hemos asistido a la

caída en compañías como Lehman Brothers, AIG, Fannie Mae o Freddie Mac, pero también los accionistas de Bear Stearns, Merrill Lynch, Washington Mutual o AIG han visto cómo les han comprado sus títulos a precios muy reducidos. La lista se amplía con las *monoline* como Ambanc o MBIA, que sólo han conseguido rebotar de forma ▷



muy ligera desde los mínimos². Es posible que este «inventario de caídos» no esté cerrado, y que en próximas semanas se extienda, pero ya es lo suficientemente grande, sobre todo porque incluye nombres que hace un año eran considerados tan seguros como el Tesoro, para tener una medida de la dimensión de la actual crisis financiera.

Éste es uno de sus principales rasgos definitivos: el carácter sorpresivo, ya que está afectando a compañías que no se podía esperar que fueran a ser tan sensibles a la evolución del mercado inmobiliario e hipotecario estadounidense. Y si «buques insignia» han caído, ¿por qué no lo van a hacer otras que sí se consideraban *a priori* vulnerables? Primer gran temor. Además, ¿cuáles serán las consecuencias sobre la economía estadounidense y mundial del hundimiento de elementos clave del sistema financiero de aquel país? Demasiadas dudas para los mercados bursátiles, que han optado por abandonar cualquier tipo de análisis y recurrir al «sálvese quien pueda», como demuestra que los inversores hayan decidido refugiarse en Letras del Tesoro

² Estas aseguradoras siguen cotizando, sin que hayan sido necesarias inyecciones de capital ni préstamos por parte de las autoridades estadounidenses si bien, sí se han beneficiado de cambios en la normativa sobre fondos propios.

estadounidense con rendimientos de apenas 5 pb (puntos básicos).

3. Indicadores de mercado de la crisis financiera

Esta crisis financiera (técnicamente no podemos afirmar, al menos de momento, crisis económica³) se está manifestando en un importante número de indicadores de mercado. Si en el apartado anterior se ha señalado que la rentabilidad del activo libre de riesgo ha llegado a cotizar muy cerca del 0 por 100 (por la extraordinaria demanda, en un nuevo ejemplo de «huída hacia la calidad»), parece lógico pensar que los indicadores de aversión al riesgo se hayan disparado.

Comencemos el análisis por los relativos a los mercados bursátiles. Entre ellos, uno de los más habituales es la volatilidad implícita cotizada en el mercado de opciones sobre índices bursátiles (VIX, VDAX, etcétera). El correspondiente al S&P 500 (VIX) ha vuelto a superar de forma puntual el ▷

³ Asimilamos crisis económica a recesión, entendida ésta como una caída del PIB durante dos trimestres consecutivos.



35 por 100, lo que supone una cota muy por encima de la media histórica. Ahora bien, no se ha llegado a los máximos observados en distintos momentos del período 2000-2003 (especialmente tras el 11-S) y, ni mucho menos, en octubre de 1987 (Gráfico 3). Podríamos decir, por tanto, que la corrección bursátil, aún siendo contundente y venir acompañada de incremento de la volatilidad, ha contado con menores tintes de pánico que en otras anteriores (aunque esto no impide que, como hemos señalado anteriormente, en algunas jornadas concretas se hayan observado momentos de terror extremo).

Lo que sí hemos podido comprobar es que este contexto ha servido para profundizar en la gestión de la volatilidad por parte de una tipología de inversores que, mediante apuestas sobre la convergencia (o no), de la implícita con la realizada, han conseguido plusvalías. En ocasiones, éstas son un rendimiento extra en carteras bursátiles tradicionales (mediante la venta de *call* o *put* aprovechando, precisamente, el aumento de la volatilidad implícita); en otras, como una categoría más de la selección estratégica de activos, con estructuras combinadas de venta de *call* y *put* con *strike* igual —conos— o diferentes —cunas—. Y, por último,

en el desarrollo de instituciones de inversión colectiva dedicadas en exclusiva a gestionar la volatilidad (se pueden encontrar fondos de inversión con un buen comportamiento en este 2008 por sus apuestas sobre la evolución de la volatilidad, que no necesariamente sean *hedge funds* o fondos de inversión libre⁴). La gestión de la volatilidad implícita ha demostrado, en este contexto de fuertes turbulencias, su utilidad para generar alfa en las carteras.

Continuando con el análisis de la evolución de los indicadores de riesgo, en el Gráfico 4 se combinan dos que se miden a partir de la prima exigida frente al activo sin riesgo (deuda emitida por el Tesoro). En el caso del mercado bursátil, recurrimos al modelo de Gordon, que permite el cálculo del *equity risk premium* a partir de las cotizaciones, suponiendo una tasa constante del crecimiento del beneficio por acción —BPA— (4,0 por 100). En el de la renta fija privada, a partir del diferencial cotizado en mercados secundarios ▷

⁴ En Afinet, las IIC con este tipo de apuestas, y que no sean *hedge funds* o fondos de inversión libre los incluimos dentro de la categoría «gestión alternativa» o «monetarios dinámicos» en función del riesgo asumido (mayor en el primer caso que en el segundo).



entre bonos con categoría «grado de inversión⁵» y referencias del Tesoro a plazo equivalente.

Si bien la prima por riesgo implícita en renta variable se sitúa en niveles por encima de los alcanzados en la crisis 1998⁶ o del 11-S, tal vez lo más relevante sea su variación. Así, tanto en agosto de 1998 pero, sobre todo, en el año 2000 y 2002, los inversores no exigían prima por riesgo en sus inversiones bursátiles (era, incluso, negativa en el S&P 500), muestra de la sobrevaloración que presentaban entonces las cotizaciones, que sólo podrían haberse sostenido con importantes y duraderos avances del BPA. Por ese motivo los precios de las acciones tuvieron que ceder a mayor tasa, no sólo para adaptarse a un contexto de caídas de los beneficios sino, además, para depurar el exceso (optimismo) en la valoración. La recuperación bursátil iniciada en 2003 estuvo acompañada por un fuerte aumento del BPA, incluso, mayor en términos proporcionales, lo que provocó que el contexto alcista vivido hasta 2007 viniera acompañado por una elevada prima por riesgo y, por lo tanto, sin eufo-

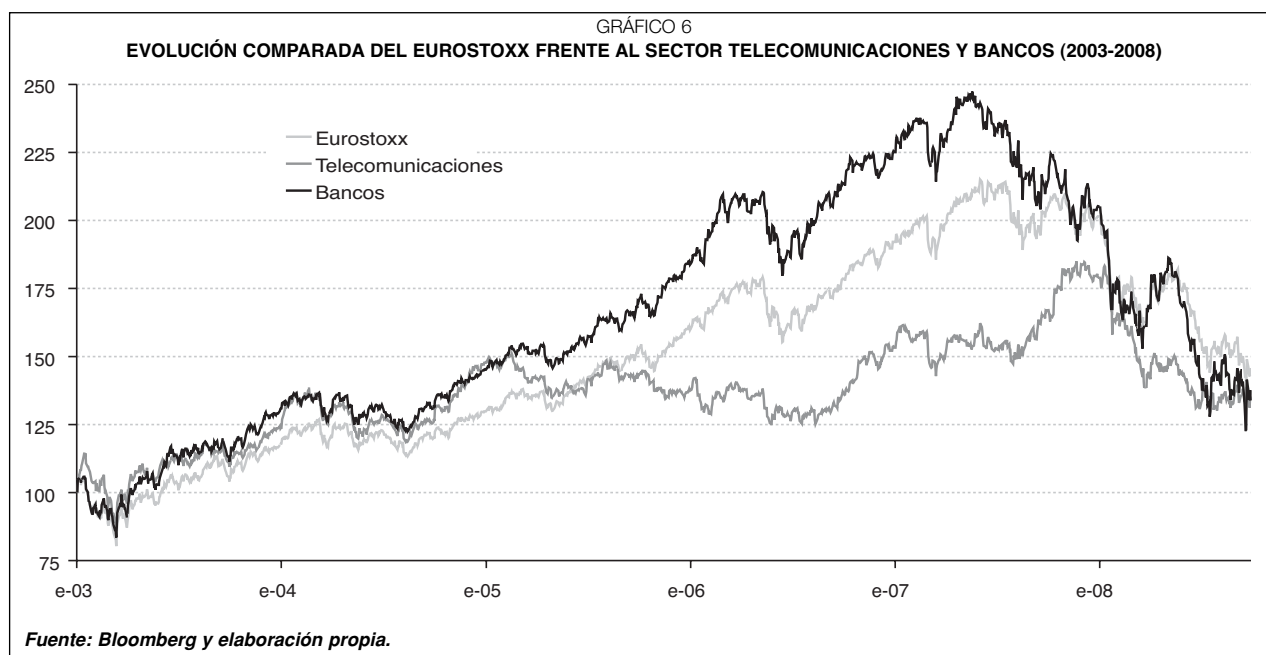
⁵ Por encima de BBB, según S&P, y equivalentes para el resto de agencias de calificación crediticia.

⁶ Default de Rusia y Brasil y quiebra del *hedge fund* Long Term Capital Management (LTCM).

rias por parte de los inversores. Ahora bien, la crisis financiera está siendo tan virulenta y tan sorprendente, y tan intensas las dudas sobre sus implicaciones, que no ha sido suficiente como para impedir una fuerte corrección bursátil.

La situación era y está siendo bien distinta en el mercado de renta fija. Entre 2004 y 2007 los inversores en deuda apenas exigían 50 pb de diferencial frente al activo homogéneo libre de riesgo de crédito. La abundante liquidez en el sistema (originada por los bancos centrales como reacción a la desaceleración económica, amplificada por las innovaciones financieras desarrolladas desde 2003, y transmitida al resto de agentes gracias a la fortaleza de los balances bancarios), la menor oferta de deuda pública (por la mejora de los saldos fiscales) y el aumento de demanda de instrumentos de renta fija (por el desarrollo de los fondos de pensiones a nivel mundial) se combinaron para provocar esta reducida exigencia de primas. Como se observa en el Gráfico 4, ha sido precisamente en este mercado, el de financiación ajena, en el que el aumento de la prima por riesgo ha sido más destacado, superándose claramente los niveles de la anterior crisis.

La constatación de una rápida y fuerte desaceleración económica se ha traducido en un aumen-▷



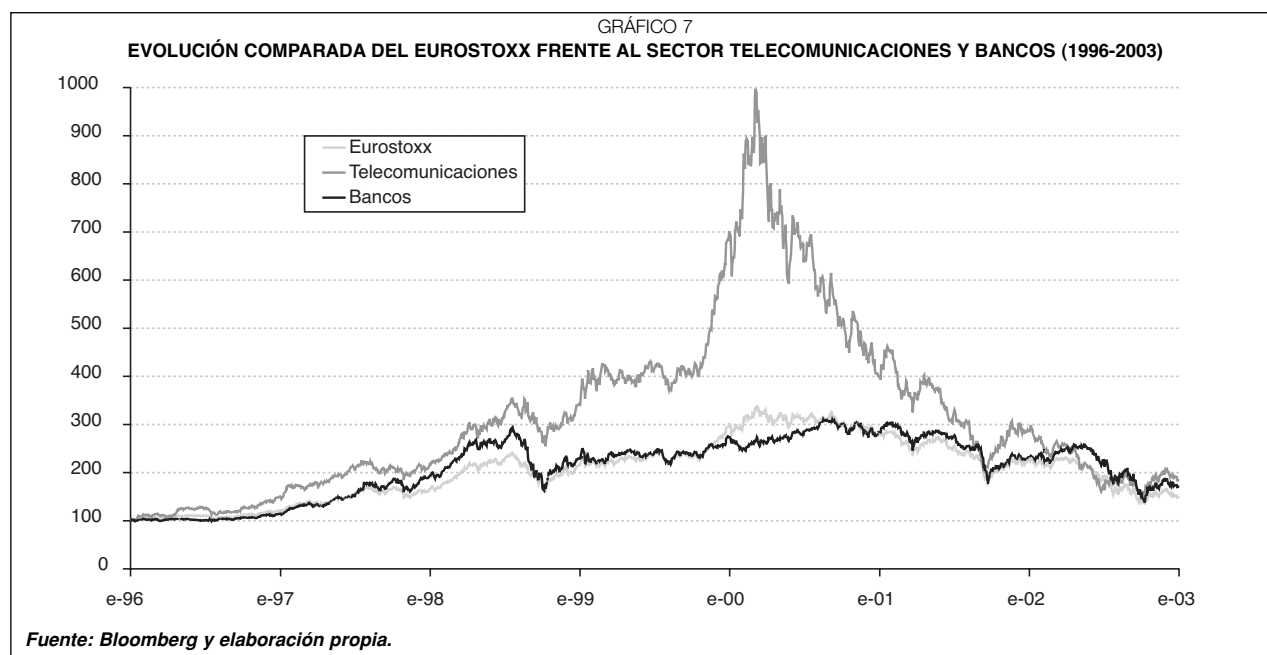
to de la prima por riesgo, pero que ha sido más intenso en el mercado de renta fija que en el de renta variable, sin duda por el dispar punto de partida. En el primero, la expectativa de una tasa de *default* prácticamente nula ha tenido que ser purgada. En el segundo, la exhuberancia irracional dejó de estar presente desde el estallido de la burbuja bursátil de 2000. Con el inicio de la crisis *subprime* ha sido, por tanto, el mercado de renta fija privada el que ha experimentado un mayor deterioro, trasladándose a las condiciones de financiación del tejido productivo, que deberá replantearse la estructura del balance y la estrategia de captación de fondos, a favor de los propios en detrimento de los ajenos (en definitiva, política contraria a la observada en los últimos años). Éste será uno de los grandes retos en los próximos meses: ¿cuál va ser el impacto sobre el crecimiento económico de la restricción crediticia?

4. Cambios en el patrón de comportamiento sectorial. De defensivo a agresivo y viceversa

Además del peor comportamiento relativo del mercado de crédito respecto al bursátil, es lógico

pensar que, dentro de éste, la evolución de los sectores no haya sido similar. El castigo sufrido por Banca, Servicios Financieros y Seguros desde mediados de 2007 (50 por 100) ha compensado la mayor revalorización previa (Gráfico 6), de tal forma que volvemos a observar un patrón «subida/bajada» ya vigente entre 1996 y 2003. Entonces, la impresionante subida de Telecomunicaciones (pero también de Media y Tecnología, el denominado TMT) se compensó a partir del año 2000, para lo cual se necesitaron algo más de dos años (Gráfico 7).

Si entonces la crisis se localizó en el sector TMT, por los excesos cometidos en forma de elevado endeudamiento e inversiones fallidas, ahora ha sido el financiero el que ha errado en la composición de su activo («activos tóxicos»), pero también en su pasivo (financiación a muy corto plazo en mercados mayoristas) y, en consecuencia, debe purgar. A los anuncios de concentración que ya hemos tenido se le sumarán otros, tanto en EEUU como en Europa. En términos de valoración bursátil, sin embargo, parece que la corrección ya se ha producido en gran medida (en menos tiempo que lo necesitado por TMT) de nuevo, porque la sobrevaloración previa no era comparable: en los máximos de 2000 el PER (*Price earnings* ▷



CUADRO 1
PER DE LOS SECTORES DEL EUROSTOXX

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Autos.....	26,1	18,2	15,0	15,6	15,5	22,9	16,0	20,2	15,3	12,7	11,0	9,2	9,0
Bancos.....	38,3	23,7	19,9	15,7	12,3	16,6	20,1	16,8	12,1	8,9	7,5	7,9	8,0
Química.....	28,7	26,9	25,5	25,8	23,9	34,3	26,3	58,5	24,3	16,8	14,9	12,1	10,7
Salud.....	36,6	32,7	34,2	28,8	33,5	24,4	22,9	21,6	17,9	14,7	13,1	12,2	11,9
Construcción.....	42,6	36,6	26,1	22,8	17,3	17,1	16,0	15,9	13,9	12,2	9,8	8,1	8,4
Media.....	19,0	19,2	16,3	21,1	46,2	57,3	37,3	20,7	14,8	11,9	10,6	10,2	10,5
Recursos Naturales.....	46,4	21,7	21,7	27,0	15,8	36,6	34,4	47,5	11,0	12,2	9,0	8,8	5,7
Serv. Financieros.....	33,2	27,0	22,9	18,3	17,7	16,5	23,7	17,7	17,1	14,2	12,7	11,5	12,4
Tecnología.....	48,8	23,9	27,6	21,5	17,5	75,1	118,9	28,8	21,8	17,5	16,1	14,4	13,3
Telecom.....	28,1	27,1	21,6	24,1	25,6	113,4	50,1	19,6	17,1	13,0	12,5	10,4	11,2
Utilities.....	47,8	43,3	36,7	30,6	29,0	25,9	26,0	23,1	20,8	18,6	15,0	13,6	12,8
Oil&Gas.....	30,6	27,7	32,6	28,2	13,8	15,1	17,8	15,3	11,9	8,6	8,1	8,4	7,1
Alimentación.....	33,8	30,1	25,8	26,9	25,3	20,9	18,4	18,8	20,0	18,4	17,0	15,1	14,2
Industria.....	53,5	31,1	24,4	19,0	19,6	23,8	40,6	34,6	22,8	16,3	14,1	11,9	10,7
Seguros.....	42,2	27,0	21,6	14,9	13,5	18,9	26,0	15,5	11,3	8,7	7,2	6,4	8,2
Viajes y ocio.....	25,9	16,5	13,8	17,4	16,4	38,8	15,6	28,9	16,9	14,5	14,0	10,3	12,6
Retail.....	26,7	21,4	19,0	18,2	14,7	13,4	15,4	16,9	16,5	15,6	13,5	13,1	12,3
Salud.....	44,5	37,6	35,0	32,3	24,5	413,1	516,7	27,7	18,2	20,5	19,4	15,4	15,3
DJ Euro Stoxx.....	35,1	26,4	23,6	21,2	17,8	23,8	24,9	20,3	15,2	12,1	10,6	9,8	9,7

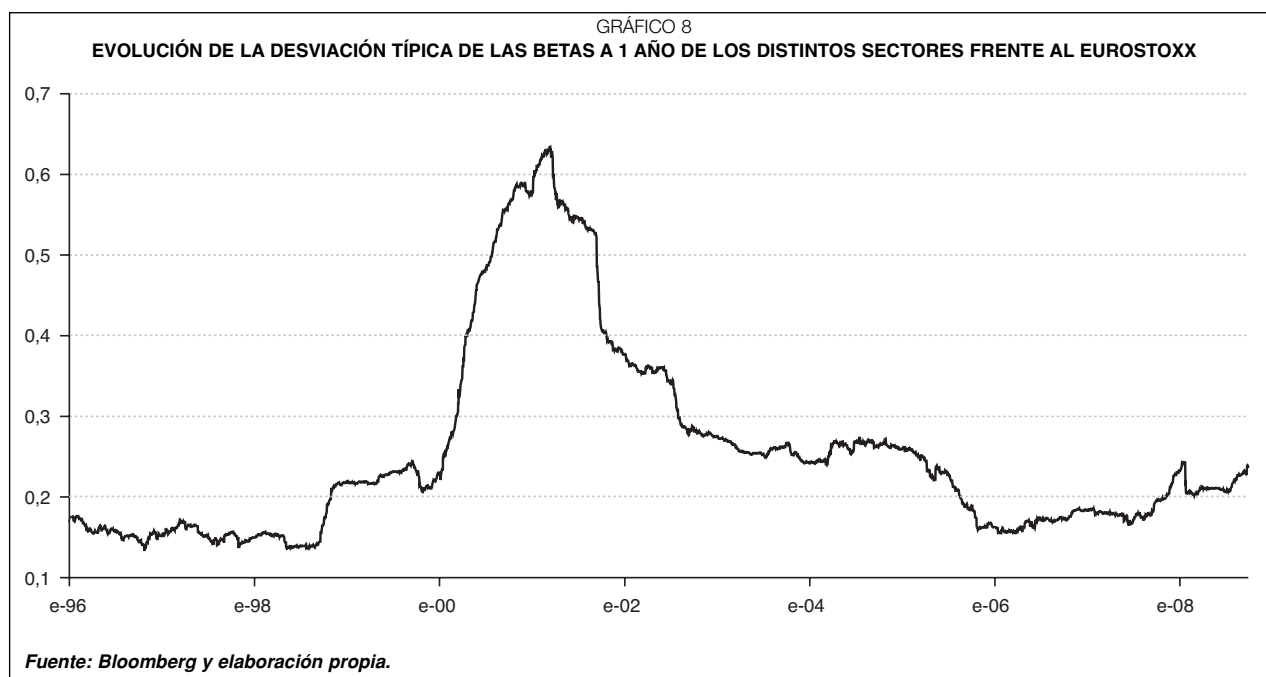
Fuente: Factsheet.

ratio - cotización de la acción/beneficio por acción) del sector Telecomunicaciones era 25x, mientras que el de Bancos no llegaba ni a 10x en 2006 (Cuadro 1).

Si en tendencias a la baja de los índices bursátiles se suele asistir a un incremento de la volatilidad, también se produce una mayor disparidad en el comportamiento de los sectores, y no sólo en términos de rentabilidad, sino además de sensibilidad. Para demostrar esta afirmación calculamos la beta⁷ de

cada sector del mercado europeo con el Eurostoxx para períodos muestrales de un año (calculamos, por tanto, una beta móvil 1 año). Estas betas no son constantes sino que se modifican a lo largo del tiempo poniendo de manifiesto la intensificación del ▷

⁷ Se denomina beta al estadístico que relaciona la variación del precio de una acción (tanto al alza como o la baja) respecto a la de un índice de referencia. De forma más técnica, es la pendiente de la recta de regresión entre los rendimientos de un índice bursátil (variable independiente) y de una acción (variable dependiente).



CUADRO 2
BETAS A 12 MESES EN DISTINTAS FECHAS

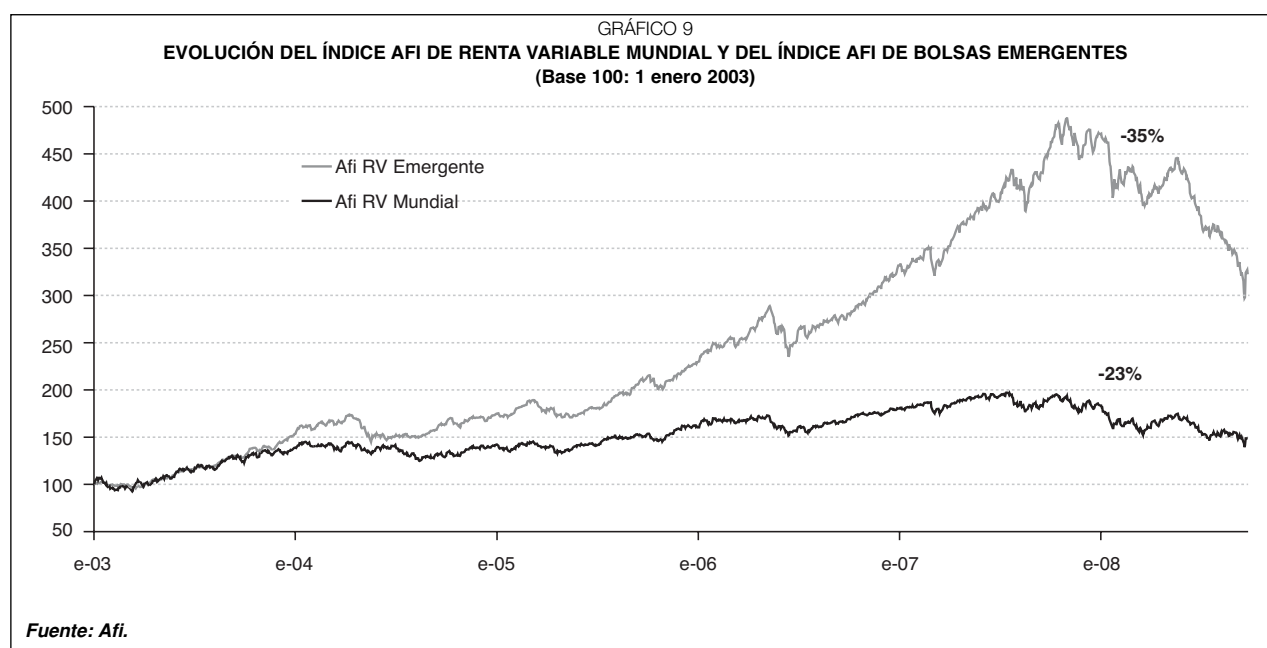
	A 26-sep-08	B 01-mar-07	Variación (A - B)	C 31/12/097	D 01-oct-00	Variación (C - D)	E 01-mar-07	Variación (D - E)
Automóvil.....	0,95	1,16	-0,21	1,15	0,29	-0,86	1,16	0,87
Bancos.....	1,36	1,06	0,31	1,04	0,47	-0,57	1,06	0,59
Recursos Nat.....	1,15	1,22	-0,07	0,84	0,31	-0,53	1,22	0,91
Químicas.....	0,80	0,95	-0,15	1,09	0,43	-0,66	0,95	0,52
Construcción.....	1,26	1,20	0,06	0,73	0,65	-0,09	1,20	0,55
Viajes & Ocio.....	1,01	0,87	0,14	0,84	0,88	0,04	0,87	-0,01
Personal & H.G.....	0,90	1,08	-0,17	1,08	0,54	-0,54	1,08	0,53
Energía.....	0,81	0,92	-0,11	1,06	0,30	-0,76	0,92	0,62
Financ. serv.....	1,13	0,96	0,17	0,89	0,33	-0,56	0,96	0,63
Alimentación.....	0,59	0,74	-0,15	0,86	0,03	-0,82	0,74	0,71
Industria.....	1,11	1,16	-0,06	0,79	0,88	0,09	1,16	0,28
Seguros.....	1,31	1,18	0,14	0,97	0,54	-0,43	1,18	0,64
Media.....	0,82	0,73	0,09	0,80	1,68	0,88	0,73	-0,94
Salud.....	0,65	0,75	-0,10	1,00	0,40	-0,60	0,75	0,35
Retail.....	0,83	0,77	0,06	0,91	0,58	-0,33	0,77	0,19
Tecnología.....	1,10	1,15	-0,05	1,26	1,94	0,68	1,15	-0,79
Telecomunic.....	0,68	0,75	-0,06	0,93	1,92	0,99	0,75	-1,17
Utilities.....	0,71	0,90	-0,19	0,72	0,59	-0,13	0,90	0,31

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

carácter agresivo (beta superior a 1) o defensivo (inferior a 1) de cada sector (o, en sentido contrario, como luego veremos, el cambio de su perfil). En los últimos meses no sólo se han modificado las betas de los sectores, sino que se ha incrementado la desviación típica entre ellas (Gráfico 8). Es decir, en la actual fase bajista se ha marcado el perfil de cada sector, produciéndose, en consecuencia, una mayor dispersión en los rendimientos, ya que los defensivos se han «hecho más defensivos» y los agresivos,

han mostrado una mayor caída. Ahora bien, y como ha sucedido con el parámetro volatilidad, los movimientos han sido menos intensos que en 1998/2000.

Profundizando en el análisis por sectores, comprobamos que ha sido Bancos el que ha mostrado un mayor incremento de la beta, 12 meses respecto a los niveles de marzo de 2007, de tal forma que ahora es el más sensible al riesgo de mercado (beta 1,36). También se ha producido una agudización del perfil agresivo en Seguros y Servicios Financieros, lo ▷



que tiene sentido ante el origen financiero de esta crisis y su vinculación con el sector asegurador (vía inversiones en «activos tóxicos»). En el lado contrario, Alimentación ha reducido su beta hasta un mínimo de 0,59, acompañado de Salud y Utilities. Pero queremos llamar la atención sobre lo acontecido con Tecnología y, especialmente, con Telecomunicaciones. Ambos han reducido su beta a 12 meses, alejándose cada vez más de los niveles alcanzados en los máximos bursátiles del año 2000 (1,94 y 1,92, respectivamente). Tras su particular «exhuberancia irracional», como pone de manifiesto, entre otros indicadores, el aumento de su beta, la corrección posterior de los precios pero, sobre todo, la reestructuración de balances (intensa reducción del endeudamiento), el desarrollo de nuevos productos y la racionalización de procesos, han sido valorados por el mercado de forma positiva, de tal forma que en el momento actual son sectores consideramos como defensivos, especialmente Telecomunicaciones.

5. Primeros sustos en las bolsas emergentes

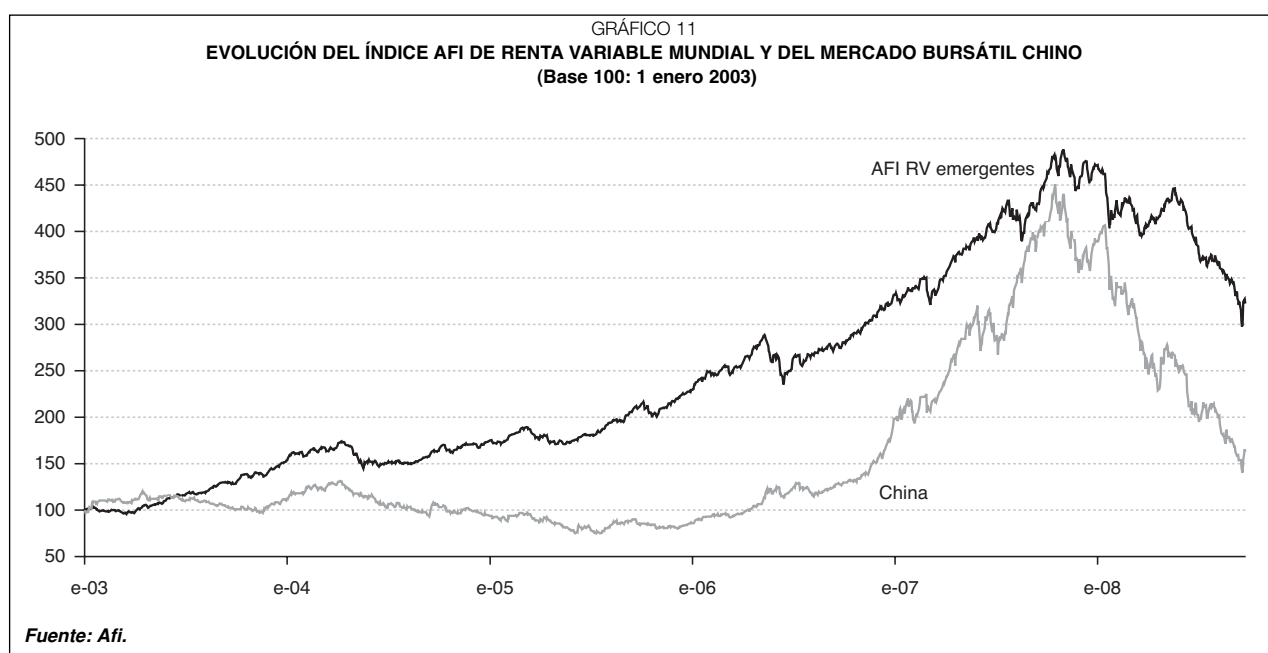
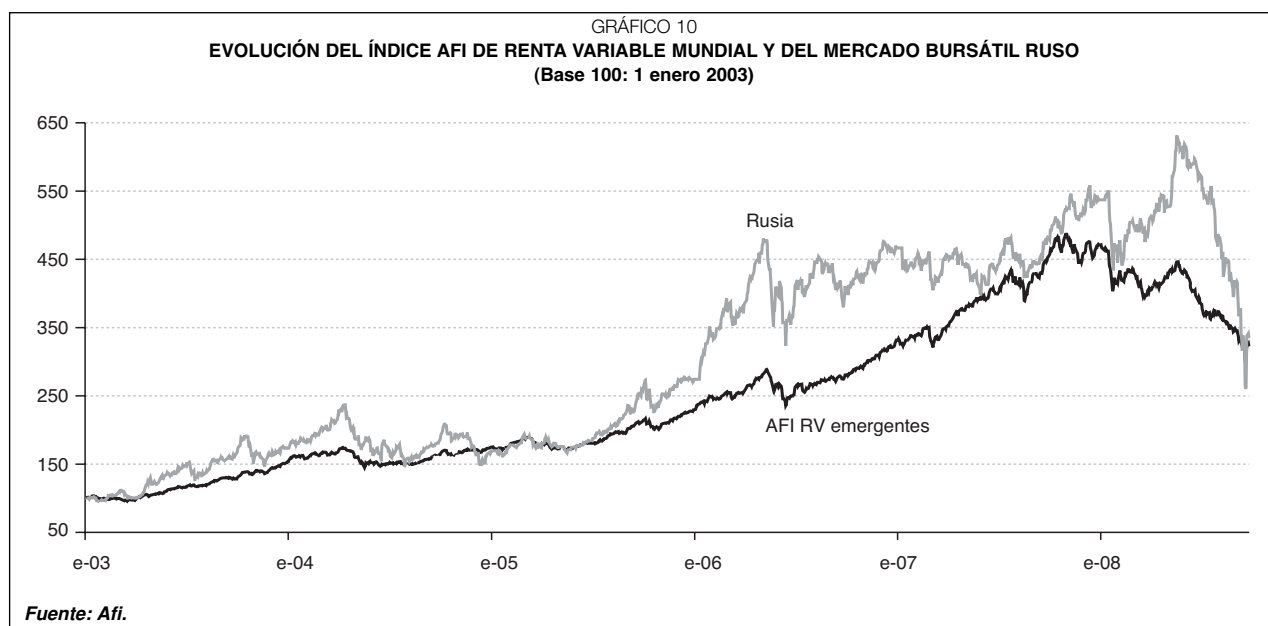
El interés por el análisis del comportamiento de las bolsas en los últimos meses se alimenta por el elevado número de acontecimientos relevantes.

Además de los expuestos anteriormente, se pueden citar las primeras señales de volatilidad en los mercados financieros de los países emergentes, tras varios años de estabilidad. Respecto a los de renta variable, el claro exceso de rentabilidad desde 2005 ha dado paso, en la fase bajista iniciada en julio de 2007, a un peor comportamiento que se debe relativizar por su magnitud y, sobre todo, por la fuerte revalorización anterior⁸.

Pero más interesante es comprobar la dispersión en la evolución por países, lo que confirma el error en que se cae si se consideran a los emergentes como un «todo». No es el caso, y las fortalezas y debilidades de China no son las de Turquía ni las de Brasil, por ejemplo. Pero, además, el comportamiento de sus respectivos índices bursátiles tampoco tiene por qué ser representativo de la posición cíclica de sus economías, ante el sesgo sectorial que presentan⁹. El caso más extremo es el de Rusia, ya que su mercado ha corregido con intensidad desde el 15 de julio, es decir, cuando comenzó la caída en el precio del petróleo. Sin poder ▷

⁸ La corrección del *outperformance* no ha sido, ni mucho menos, similar a la del sector bancario o TMT comentados en el apartado 4.

⁹ Ver «Propuesta de índice AFI de Renta Variable Emergente. Construcción, análisis sectorial de su composición y valoración» David Cano Martínez y Daniel Suárez Montes. *Análisis Financiero Internacional*, nº 124, segundo trimestre de 2006, pp. 23-32.



negar la importancia del crudo en aquella economía, es obvio que ésta no alcanza el 75 por 100 que representa en su mercado bursátil. De ahí que no quepa extrapolar las intensas pérdidas de su principal índice a las perspectivas macroeconómicas (las previsiones contemplan un avance del PIB del 7,7 por 100 en 2008 y del 7,0 por 100 en 2009). Ahora bien, no se debe ocultar que el rublo ha experimentado presiones depreciadoras, así como el riesgo país cotizado en los mercados secunda-

rios, no sólo motivado por el importante flujo de salida de fondos por la caída bursátil antes comentada, sino por el efecto negativo del conflicto bélico con Georgia en agosto. El Banco Central ruso ha tenido que intervenir en diversas ocasiones en los mercados financieros, haciendo uso de las reservas acumuladas. En una crisis financiera internacional, parece que ningún país está a salvo de las turbulencias, amplificadas en el caso ruso por otros factores externos (precio del petróleo) ▷

CUADRO 3
REVALORIZACIÓN COMPARADA DE MERCADOS BURSÁTILES (EN MONEDA LOCAL)
(En porcentajes)

	En 2008	Desde 15/07/08	Desde 15/07/07	Desde 01/01/03
China.....	-58,1	-20,7	-42,3	73,8
Hang Seng.....	-32,1	-10,9	-17,8	32,6
Corea.....	-20,6	-0,7	-22,7	66,1
India.....	-39,6	4,7	-14,3	83,7
Rusia.....	-38,5	-37,9	-30,3	97,3
Brasil.....	-19,3	-18,7	-13,6	92,8
México.....	-14,9	-9,0	-22,6	91,7
Turquía.....	-36,5	0,6	-31,5	39,3
Sudáfrica.....	-12,2	-8,0	-16,6	95,0
Malasia.....	-29,0	-9,0	-25,7	13,5
Indonesia.....	-31,8	-15,4	-18,1	87,1
Polonia.....	-32,7	-0,7	-42,5	40,0
Tailandia.....	-29,1	-12,3	-29,0	-9,0
Israel.....	-22,0	0,7	-21,6	39,7
AFI Emergente.....	-31,2	-11,2	-23,6	83,9
S&P 500.....	-17,7	-0,5	-22,0	37,4
Ibex 35.....	-24,7	2,6	-24,3	89,5
Eurostoxx 50.....	-27,1	2,0	-29,6	34,4

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg. Revalorizaciones calculadas hasta el 26 de septiembre de 2008.

e interno (Georgia). Pero no cabe duda de que la posición superavitaria en la cuenta corriente y la acumulación de reservas por parte de los bancos centrales dotan a muchos países (fundamentalmente emergentes) de capacidad de resistencia a las turbulencias. En una crisis de financiación, son más vulnerables los países (y las empresas) con necesidades de crédito.

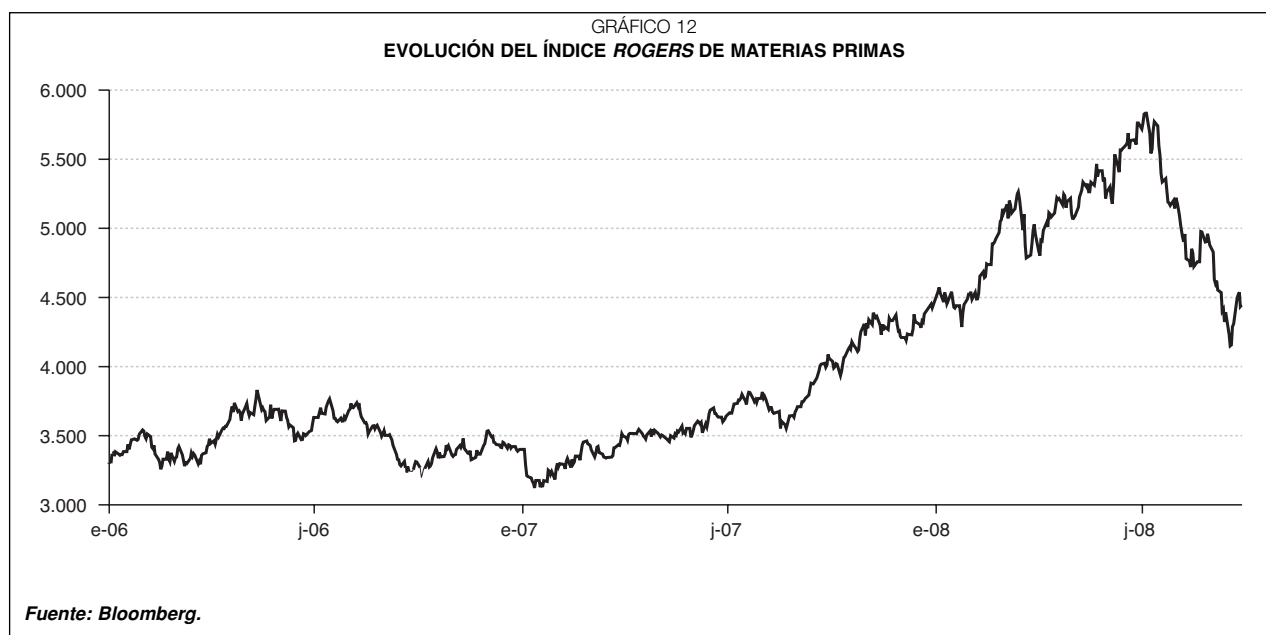
Otro caso singular ha sido la corrección de la Bolsa china, que también debe interpretarse teniendo en cuenta la intensa subida del pasado año. Aunque el país asiático muestra síntomas de ralentización, no van a impedir que salde 2008 con avances del PIB del 10 por 100 y que, tras las recientes medidas tomadas por las autoridades (entre ellas, un recorte de los tipos de interés gracias a la intensa moderación de la inflación), se pueda anticipar tasas sólo ligeramente por debajo en 2009.

La intención de este artículo no es analizar la posición cíclica de las economías emergentes, pero sí comentar alguno de los principales acontecimientos recientes en los mercados bursátiles; y es obvio que es de rigor citar lo observado en los emergentes. Pero como se destaca al principio, no debe considerarse, en nuestra opinión, que las caídas en sus bolsas sean el primer anuncio de los problemas por los que atravesarán estas economías en el futuro. Las cesiones deben interpretarse en el contexto generali-

zado de correcciones a nivel mundial y, además, hay que tener presente la fuerte subidas de años anteriores. Por otra parte, es recomendable ser consciente de que no todos los mercados emergentes han cedido de forma importante, siendo los más vinculados a las materias primas (Rusia, Brasil e Indonesia) los que muestran mayores pérdidas (Cuadro 3). La mayor capacidad de resistencia de aquellas economías, la acumulación de reservas, la mayor disciplina fiscal, etcétera. son argumentos para recomendar mantener posiciones en bolsas emergentes (no compartimos la idea de que estén «caras») si bien con dos matices. El primero, que como toda inversión en renta variable, comporta riesgo de mercado (superior, además, al observado entre 2003 y 2007, pero no diferencialmente elevado respecto al de las bolsas desarrolladas). El segundo, que la mejor aproximación a estos mercados es a través de un producto de inversión colectiva vinculado al conjunto de países emergentes, y no a uno sólo.

6. Un último comentario: las materias primas son ya un activo financiero más

Pero si sorprendente ha sido la corrección en los mercados bursátiles, no lo ha sido menos el de las materias primas, un hecho que no hace más que ▷



confirmar que éstos son un mercado financiero más, movido por la acción de los flujos a corto plazo. La aparición de vehículos de inversión vinculados al precio de las *commodities*¹⁰ han derivado una importante cantidad de capitales desde otros mercados financieros, al considerarse el de materias primas una alternativa válida. Y éstos mercados de destino no son todavía lo suficientemente profundos como para absorber la enorme cantidad de flujos, tanto en contado como, sobre todo, en derivados, de tal forma que el precio reacciona al alza de manera intensa. Se ha tratado de buscar argumentaciones económicas a los máximos del petróleo (y de otras materias primas) que han debido ser revisadas tras el hundimiento reciente y que no responde a otro aspecto que al cierre de posiciones largas por parte de los inversores financieros. En definitiva, los acontecimientos de los últimos meses refuerzan la tesis de que las materias primas deben considerarse como un activo financiero más utilizado en la gestión de carteras, de tal forma que el movimiento en los precios responde

a la entrada y salida de flujos de inversión, con los efectos distorsionados que provoca.

7. Conclusiones

Pocas dudas ya para considerar que estamos en la mayor crisis financiera de la historia. La restricción crediticia que conlleva amenaza con deprimir las tasas de crecimiento del PIB por debajo de su potencial durante un período prolongado de tiempo. En este contexto, es lógico que los mercados de renta variable hayan experimentado importantes cesiones que, no obstante, no son tan intensas como podría esperarse a tenor del elevado riesgo sistémico. El punto de partida más favorable, caracterizado por valoraciones más ajustadas y primas por riesgo más altas, puede explicar el mejor comportamiento relativo del mercado bursátil frente al de crédito, sin duda, el más afectado en esta crisis (también porque partía de unos niveles de excesivo optimismo).

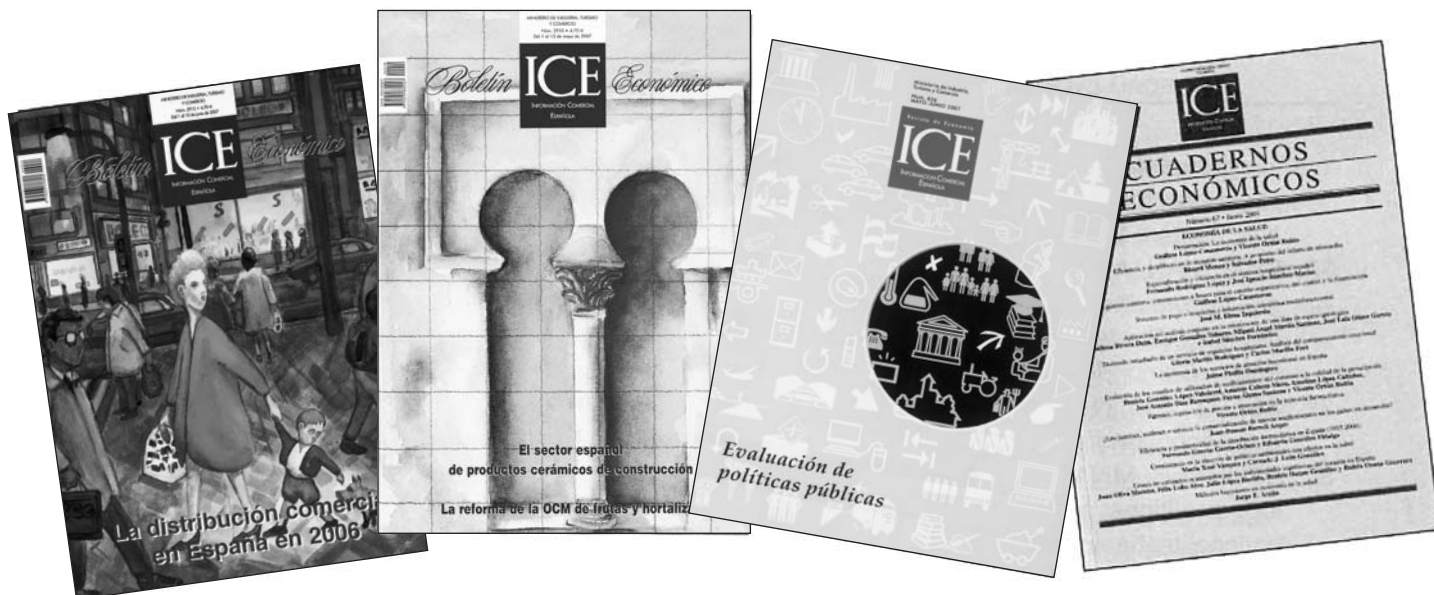
En el actual proceso correctivo de las cotizaciones hemos vuelto a observar patrones comunes a otros episodios históricos: aumento de la volatilidad y dispersión en los rendimientos de los sectores, acentuándose el carácter defensivo de los ▷

¹⁰ A diferencia de los productos ya existentes, y que invierten en acciones de compañías vinculadas a las materias primas, por lo que en realidad son de renta variable sectorial, en los últimos meses se ha comercializado de forma intensa productos estructurados cuyo pago viene determinado por la evolución del precio del trigo, soja, maíz, etcétera.

considerados refugio, entre los que ya está de forma clara Telecomunicaciones, y marcándose el más volátil de los más arriesgados, característica que ahora detentan Seguros y, sobre todo, Financieros.

Aunque las bolsas emergentes han mostrado una mayor caída, no compartimos la idea de que es el

inicio del estallido de la próxima burbuja, como sí podría ser el caso de las materias primas, un activo que ha demostrado ya su carácter de *asset class* en la gestión de carteras, con las implicaciones que tiene en términos de volatilidad de sus precios y de dispersión de los rendimientos dentro de la categoría.



INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

en

INTERNET



www.revistasICE.com