

2002: UN EJERCICIO EXCELENTE PARA LA RENTA FIJA

David Cano Martínez(*) y Manuel Cordero Pérez(**)

1. INTRODUCCIÓN

Desde que los mercados bursátiles alcanzaron la zona de máximos en marzo de 2000 hemos asistido a un proceso de correcciones prácticamente continuo (salvo alguna excepción puntual) que, en media, supone una caída del 50 por 100. Este comportamiento de los mercados de acciones ha ido parejo a un claro deterioro de los cuadros macroeconómicos de la práctica totalidad de países, que en la mayoría de ellos ha derivado en una recesión (entendida como dos trimestres consecutivos de caída del PIB). Las consecuencias de este escenario (caracterizado por la aversión al riesgo) en los mercados financieros han sido claras: renovado atractivo por los activos sin riesgo, como el oro y, sobre todo, las emisiones de renta fija de los gobiernos soberanos de elevada calificación crediticia.

En el presente artículo analizamos el comportamiento del mercado de bonos, no sólo gubernamentales, sino también corporativos, a lo largo de los últimos meses y tratamos de extraer los factores más relevantes que explican su evolución.

2. LA CURVA REACCIONA A LOS FUERTES RECORTES DE TIPOS POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES

Para analizar correctamente la evolución de los mercados de renta fija a lo largo del ejercicio 2002 es preciso retroceder hasta los días previos a los trágicos atentados terroristas sufridos por EE.UU. en septiembre de 2001. Se ha escrito mucho sobre su impacto en el crecimiento económico mundial, concluyendo que supuso un claro deterioro de la evolución del ciclo. No obstante, como se puede observar en el gráfico 1, la cesión de los niveles de rentabilidad de las referencias de deuda emitidas por el Tesoro estadounidense (y en el resto de curvas de tipos) se estaba produciendo ya desde varios meses

antes. Es decir, el mercado de renta fija fue deteriorando sus expectativas para la evolución del crecimiento económico prácticamente desde el comienzo de 2001(1) y el 11-S sirvió para profundizar esa tendencia, sobre todo en los tramos más cortos de la curva.

Paradójicamente, pocos días después de los atentados contra EE.UU., los diversos mercados financieros experimentaron un proceso recuperador. Así, el 23 de septiembre la renta variable comenzó una fase alcista; el 10 de octubre fue el turno de la renta fija privada; mientras que el 7 de noviembre las curvas de tipos de interés dibujadas por las referencias de deuda pública comenzaron una tendencia tensionadora. El principal factor director de este movimiento fueron las relajaciones de las condiciones monetarias.

La primera semana de noviembre de 2001 asistimos a una "rebaja coordinada" de las políticas monetarias por parte de la Reserva Federal (día 6), del Banco de Inglaterra y del BCE (día 7). A pesar de que el mercado descontaba ajustes de los tipos de intervención, la cuantía de la medida (50 pb) y su coordinación supusieron una relativa sorpresa, aunque, en este caso, positiva. En consecuencia, se observó un punto de inflexión en las expectativas del mercado, de tal forma que prácticamente se descartó la necesidad de nuevas rebajas de tipos, sobre todo en el Área Euro. En el gráfico 2 se observa cómo el 7 de noviembre se produce un punto de inflexión en la senda esperada para la evolución del EURIBOR 3 meses y cómo, pocas sesiones después, el mercado comienza a descontar elevaciones de tipos de interés por parte de los bancos centrales.

Finalizaba de esta forma el ejercicio 2001 con un renovado optimismo sobre la evolución del ciclo económico que caracterizó todo el primer trimestre del año 2002, respaldado por la publicación de diversos indicadores, sobre todo

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LA TIR DE REFERENCIAS DE DEUDA ESTADOUNIDENSE

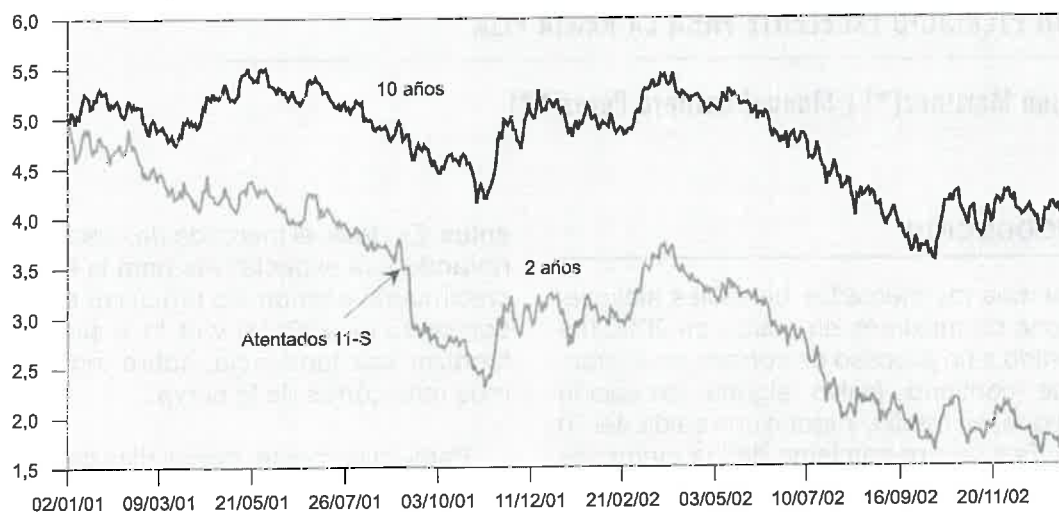
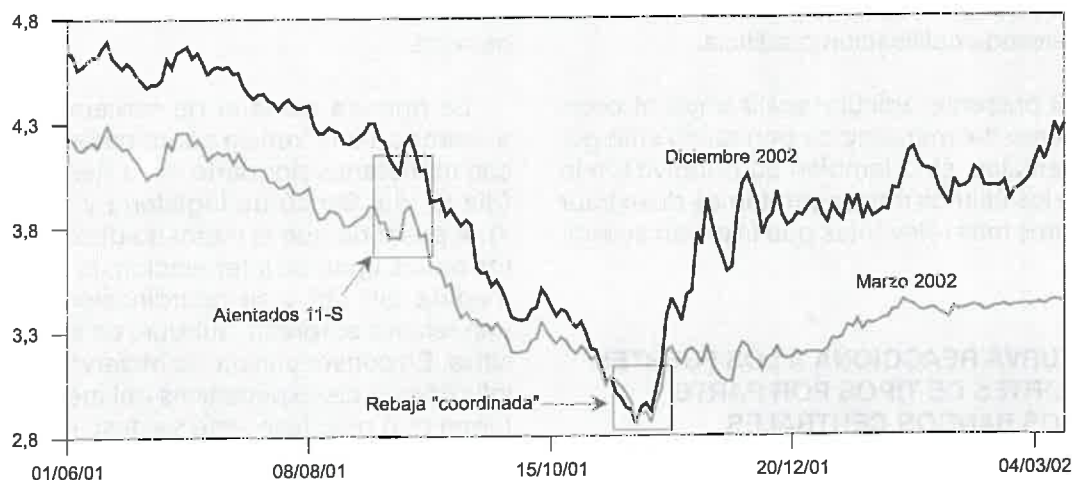


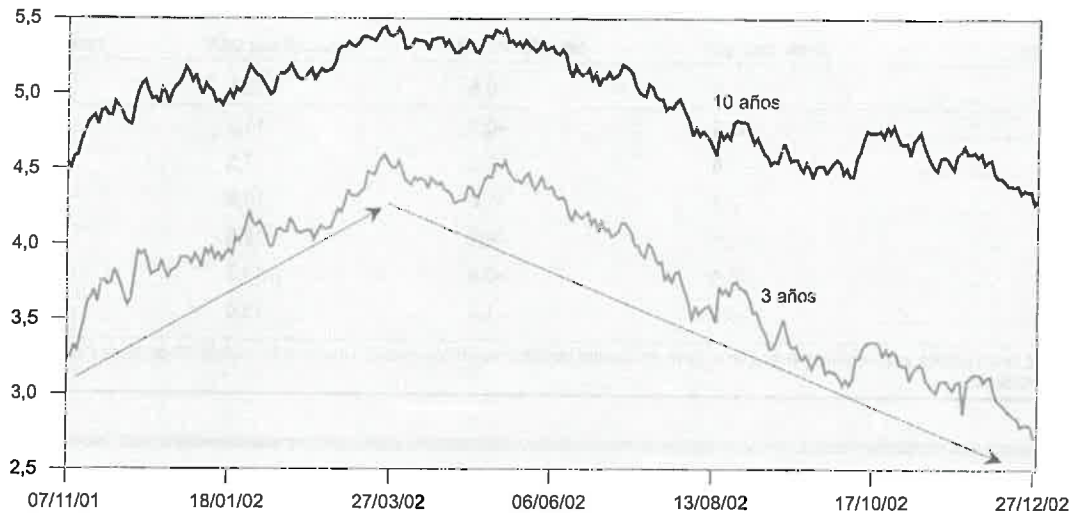
GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL TIPO DESCONTADO POR EL FUTURO
SOBRE EL EURIBOR 3 MESES. MARZO DE 2002 Y DICIEMBRE DE 2002



de expectativas. Efectivamente, el ISM (antiguo NAPM) o el IFO se situaron en zona de máximos, sobre todo sus componentes más anticipadores, lo que permitía descontar una destacada recuperación económica(2). Consecuentemente, el mercado intensificó su senda esperada de repuntes en las condiciones monetarias, avalada por los propios bancos centrales. El FOMC optó en marzo por instaurar el sesgo neutral (tras más de un año de sesgo ba-

jista), mientras que el BCE y el Banco de Inglaterra advertían de que pronto sería necesario ir compensando los fuertes estímulos de política monetaria introducidos en los pasados meses. En este escenario no sorprende el proceso alcista de las curvas de deuda, que llevó a la rentabilidad de la referencia española a 10 años a finales de marzo hasta la cota del 5,45 por 100, lo que suponía apenas 40 pb menos que los máximos observados en enero de 2000 (gráfico 3).

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA TIR DE REFERENCIAS DE DEUDA ESPAÑOLAS



Esta situación no era, obviamente, sostenible, ya que la posición en el ciclo en sendos momentos (marzo de 2002 y enero de 2000) era muy distinta. Efectivamente, aunque en la segunda mitad del año 2000 comenzó a ponerse de manifiesto la fuerte desaceleración económica mundial (liderada por EE.UU. pero trasladada al resto del mundo), en las primeras semanas de aquel ejercicio se manejaba un escenario caracterizado por la persistencia de los beneficios asociados a la denominada "Nueva Economía"(3): tasas de crecimiento superiores al 3 por 100 y escasas presiones inflacionistas. Es decir, unas condiciones que poco tenían que ver con las vigentes en marzo de 2002, poniéndose de manifiesto que el mercado de deuda había sobrereaccionado a la publicación de unos indicadores económicos que, a pesar de ser positivos, no ofrecían las señales necesarias para anticipar un cuadro macroeconómico tan favorable.

3. 2002: UN AÑO MUY INTERESANTE PARA COMPROBAR LOS RIESGOS Y OPORTUNIDADES DEL MERCADO DE RENTA FIJA

La evolución de la curva de tipos a lo largo del ejercicio 2002 pone de manifiesto los riesgos y los beneficios asociados a la inversión en activos de renta fija y cómo el cambio en las expectativas para la evolución del ciclo y, por

ende, de las políticas monetarias, impactan sobre este mercado. A lo largo del pasado año contamos con momentos muy negativos (primer trimestre de 2002) donde se observaron pérdidas en las cotizaciones, junto con otros en los que los beneficios fueron muy elevados (resto del ejercicio). En el cuadro 1 se recoge el comportamiento de los distintos tramos de la curva en diversos períodos muestrales, que confirma algunos de los principios más importantes en la gestión de carteras de renta fija. Así, el mercado monetario no incurre en pérdidas, independientemente de la evolución de la curva de tipos, configurándose como el auténtico activo sin riesgo (no sólo de crédito sino también de mercado o tipo de interés).

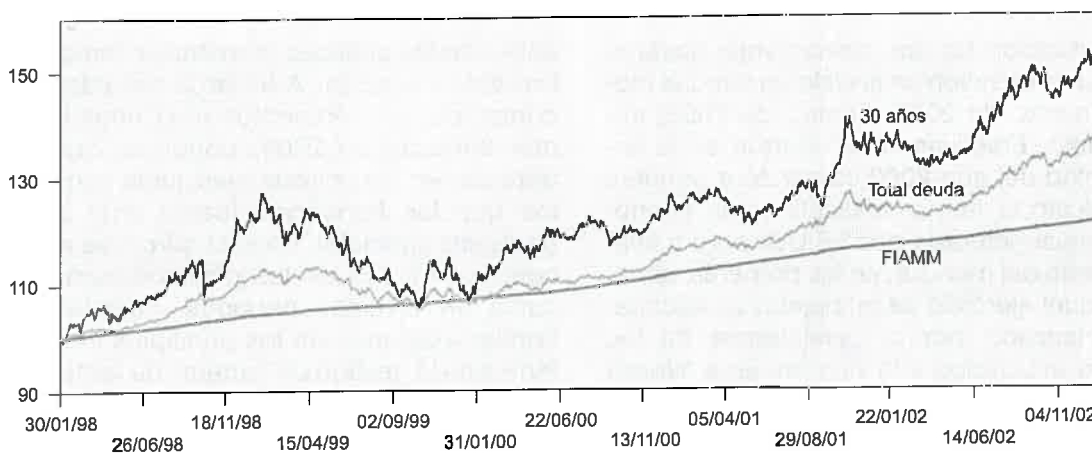
El resto de tramos de la curva, dada su mayor duración (y por lo tanto volatilidad) exigen una correcta y continua gestión. En el período muestral más negativo (entre el 7 de noviembre de 2001 y el 25 de marzo de 2002) las minusvalías asociadas a una referencia como el 30 años (cuya duración es cercana a 15) superan el 5 por 100. Si reducimos el período a sólo el primer trimestre, comprobamos que se saldó con pérdidas generalizadas en el mercado de renta fija (todos los tramos ofrecen rendimientos negativos). En sentido contrario, los tres siguientes trimestres sirvieron no sólo para compensar la negativa evolución hasta marzo, sino también para cerrar el ejercicio con destacadas plusvalías.

CUADRO 1
EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE RENTA FIJA
(En porcentaje)

ÍNDICE	VARIACIÓN HASTA 25 DE MARZO 2002		VARIACIÓN HASTA 30 DE DIC. 2002	
	Desde 7 nov. 2001	Desde 30 dic. 2001	Desde 25 mar. 2002	Desde 30 dic. 2001
FIAM	1,0	0,5	3,1	3,6
Total deuda	-3,4	-0,7	11,9	11,1
3 años	-1,6	-0,5	7,5	6,9
5 años	-2,8	-1,0	10,9	9,8
10 años	-3,8	-0,9	12,9	12,0
15 años	-4,4	-0,9	14,7	13,7
30 años	-5,2	-1,4	16,0	14,3

Nota: Rentabilidad de la inversión en los distintos tramos de la curva, en distintos periodos muestrales, medida a través de los índices AFI de Deuda Pública española.
Fuente: <http://www.afi.es>.

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES AFI DE RENTA FIJA



Efectivamente, el período abril-diciembre se configura (salvo escasas excepciones) como un período excelente para el inversor en bonos (sobre todo si tenemos en cuenta que el coste de financiación ha ido cediendo), como refleja la revalorización de los índices AFI, que oscila entre el 7,5 por 100 de la referencia a 3 años hasta el 16,0 por 100 de la emitida con un vencimiento a 30 años (calculada desde el 25 de marzo) (véase cuadro 1 y gráfico 4). El balance de estas dos fases claramente diferenciadas es positivo, y, de nuevo, la renta fija consigue obtener una revalorización que supera la inflación.

4. LOS RIESGOS DE INVERTIR EN RENTA FIJA Y LA COMPLEJIDAD DEL TRAMO MEDIO DE LA CURVA DE DEUDA

De la evolución del mercado de renta fija en el primer trimestre de 2002 se constata la dificultad que supone gestionar el denominado tramo medio de la curva de tipos: la zona a 5 años. A pesar de que en un contexto de elevaciones de los niveles de rentabilidad la mayor duración implica unas mayores caídas en el precio de las referencias de deuda, el inversor en renta fija debe tener en cuenta la TIR que ofrecen en el momento de compra. Así, la pendiente entre el tramo corto y el largo de la curva supone un "colchón" ante potenciales elevaciones en los niveles de rentabilidad. En este con-

texto, el tramo a cinco años se configura como el de más difícil gestión, ya que su duración es relativamente elevada y, en un contexto de elevadas pendientes (como el actual), ofrece una TIR menor a la de los tramos largos. En definitiva, que no tiene ni las ventajas de las referencias a más corto plazo, como el 3 años, que son más defensivas, ni las del tramo largo, que, como el 10 o el 30 años, ofrecen más rentabilidad.

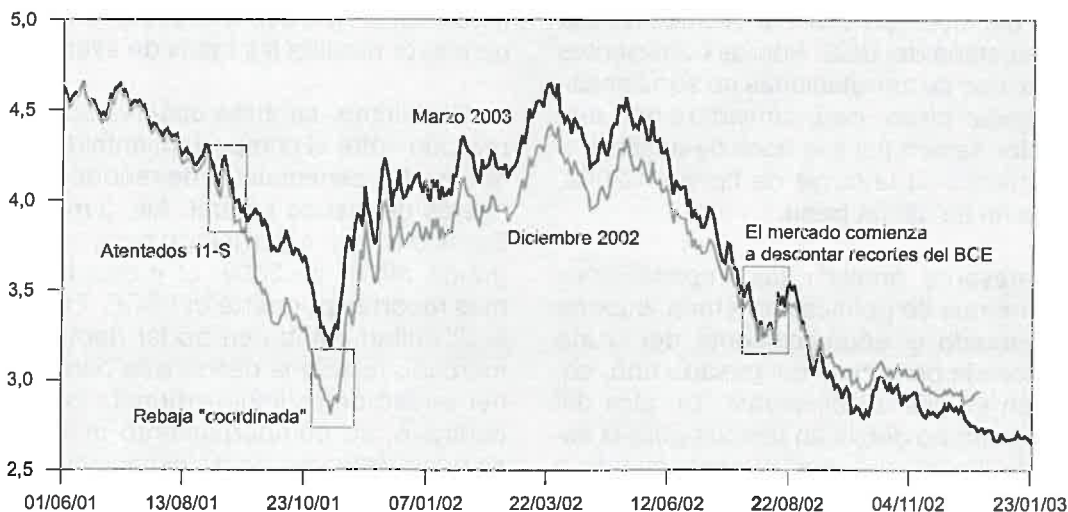
El primer trimestre de 2002 evidencia esta "posición intermedia" del 5 años, que se plasma, dada la evolución de la curva de tipos, en un peor comportamiento relativo que, por ejemplo, el 10 o el 15 años. Sin querer entrar en detalle en las implicaciones que para la gestión de carteras de renta fija supone esta evolución relativa, es sencillo constatar cómo la elección de los tramos de la curva se configura como muy relevante a la hora de poder batir un *benchmark* de gestión. Obviamente, la decisión más importante es elegir la duración de la cartera, pero la composición de la misma es relevante a la hora de poder obtener una rentabilidad adicional. De esta forma, son útiles también en renta fija ratios que relacionen riesgo con rentabilidad, y es en este tipo de medidas relativas en donde el 5 años ofrece, sobre todo en momentos como los actuales de potencial punto de inflexión del ciclo, un mayor atractivo.

5. EURO, PETRÓLEO Y BOLSAS LLEVAN A LA CURVA EUROPEA A MÍNIMOS DEL CICLO

Hasta aquí hemos analizado el comportamiento de la curva de tipos hasta el primer trimestre del ejercicio, en donde su fuerte tensionamiento reflejaba las expectativas del mercado de asistir a una destacada recuperación del ciclo económico. Sin embargo, a partir de abril, pero sobre todo en los meses centrales del año, se produjo un claro deterioro de los indicadores tanto de actividad industrial, como de consumo, expectativas empresariales, etc. Evidentemente, los bancos centrales volvieron a relajar sus sesgos de política monetaria(4) anticipando los recortes de los tipos de intervención que se iban a producir entre noviembre (Reserva Federal) y diciembre (Banco Central Europeo). Como se puede observar en el gráfico 5, el mercado comienza a descontar esos ajustes a partir de julio del pasado año, con el consiguiente impacto sobre todos los tramos de la curva de tipos.

Además del deterioro de los indicadores económicos, a lo largo del verano se produjeron diversos factores que explican la evolución de la curva de tipos. Entre ellos destacan las dudas asociadas a la veracidad de los estados contables de las compañías estadounidenses tras los diversos escándalos aparecidos en los meses

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DEL TIPO DESCONTADO POR EL FUTURO SOBRE EL EURIBOR 3 MESES.
DICIEMBRE 2002 Y MARZO 2003



CUADRO 2
CORRELACIONES ENTRE EL TIPO DESCONTADO POR LOS FUTUROS SOBRE EURIBOR 3M (VENCIMIENTOS DIC. 2002 Y MARZO 2003)
Y COTIZACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO, TIPO DE CAMBIO DEL EURO Y EUROSTOXX 50

Período muestral	Vencimiento	COEFICIENTE CORRELACIÓN		
		Brent	USD/EUR	Eurostoxx 50
02 enero 2002-16 dic. 2002	Dic. 2002	0,43	-0,72	-0,77
02 enero 2002-27 enero 2003	Marzo 2003	-0,67	-0,82	0,76
Período muestral	Vencimiento	COEFICIENTE CORRELACIÓN		
		Brent	USD/EUR	Eurostoxx 50
02 mayo 2002-16 dic. 2002	Dic. 2002	0,38	0,67	-0,67
02 mayo 2002-27 enero 2003.....	Marzo 2003	-0,73	-0,86	0,67

anteriores. Es difícil cuantificar el impacto de estas dudas sobre la evolución de la economía, pero la propia Reserva Federal lo utilizó como uno de los argumentos para justificar la relajación del sesgo de su política monetaria en agosto.

A continuación exponemos algunos de los factores que explican el deterioro de las expectativas del mercado observado a lo largo de la segunda mitad de 2002. Para medir las expectativas utilizamos el tipo descontado por dos contratos de futuros sobre el EURIBOR 3 meses (diciembre 2002 y marzo 2003) y para contrastar la capacidad de explicación de esos factores calculamos correlaciones.

Del cuadro 2, las primeras conclusiones que podemos extraer es que las variables como el tipo de cambio del euro, la cotización del barril de petróleo o el comportamiento del Eurostoxx 50 están altamente correlacionados con las expectativas del mercado sobre la evolución de la política monetaria del BCE. Somos conscientes de que este tipo de correlaciones no son consistentes a medio plazo, pero consideramos que aportan información útil a la hora de analizar el comportamiento de la curva de tipos en 2002, sobre todo en su última parte.

Es interesante analizar las implicaciones que, en términos de política monetaria, supone para el mercado el encarecimiento del crudo observado en la parte final del pasado año, sobre todo en el mes de diciembre. Un alza del precio del petróleo deriva en riesgos para la estabilidad de los precios que pueden obligar a los bancos centrales a decidir endurecimientos de sus condiciones monetarias. Sin embargo, el mercado, a medida que el barril tipo Brent se

acercaba hacia la cota de los 30 USD e, incluso, la superaba, incrementaba las probabilidades no de que el BCE subiera tipos, sino todo lo contrario, es decir, de que los bajara. En un contexto como el actual, caracterizado por el escaso dinamismo de la demanda interna, los riesgos no se sitúan en la esfera de la inflación, sino que claramente se han trasladado hacia el crecimiento. De esta forma, el encarecimiento del petróleo supone riesgos para el ciclo europeo a los que debe hacer frente el BCE bajando los tipos de interés.

Además, en este contexto, el tipo de cambio juega un papel fundamental y su recuperación frente al dólar estadounidense (superando cotas de 1,09 unidades) tiene dos claras implicaciones. La primera, amortigua, en términos de riesgos para la estabilidad de los precios, el repunte del precio del petróleo. La segunda, y más relevante, supone una pérdida de competitividad para la economía europea en un momento en el que sobre el sector exterior recaen en mayor medida las tasas de avance del PIB.

Por último, también observamos que existe relación entre el comportamiento de la renta variable y las expectativas de recortes de tipos de interés del banco central. Así, a medida que el Eurostoxx 50 iba perdiendo posiciones en la segunda mitad de 2002, el mercado anticipaba más recortes por parte del BCE. En este punto, la dificultad estriba en poder demostrar que el mercado relaciona descensos bursátiles con la necesidad de estímulos monetarios o, si por el contrario, su comportamiento mide lo mismo, es decir, deterioro de las expectativas económicas.

Mientras que en los dos primeros casos con-

sideramos que tanto euro como petróleo suponen factores que motivan decisiones de política monetaria, no pensamos que el comportamiento de la renta variable sea una de las variables que el BCE tenga en cuenta a la hora de modificar el tipo repo. En este sentido, el comportamiento del Eurostoxx 50 es más bien un reflejo de la situación económica que un condicionante de la misma.

6. EL MERCADO DE RENTA FIJA PRIVADA EN 2002

El desfavorable entorno macroeconómico y empresarial ha determinado el comportamiento del mercado de renta fija no estatal a lo largo de 2002. Este difícil marco general ha facilitado que los diferenciales de rentabilidad que las compañías deben ofrecer sobre los activos sin riesgo para obtener financiación hayan experimentado un proceso alcista. De este modo, la revalorización media del mercado de crédito frente a la deuda pública ha sido inferior, en como ponen de manifiesto el gráfico 6 y el cuadro 3. Salvo en el primer trimestre de 2002, meses en los que el exceso de rentabilidad de la deuda privada sobre la deuda pública fue positivo para el mercado de crédito, el resto del año ha confirmado el mejor comportamiento relativo de las referencias estatales. Sin embargo, una inversión en activos de renta fija privada habría ofrecido rentabilidades superiores a las generadas por el

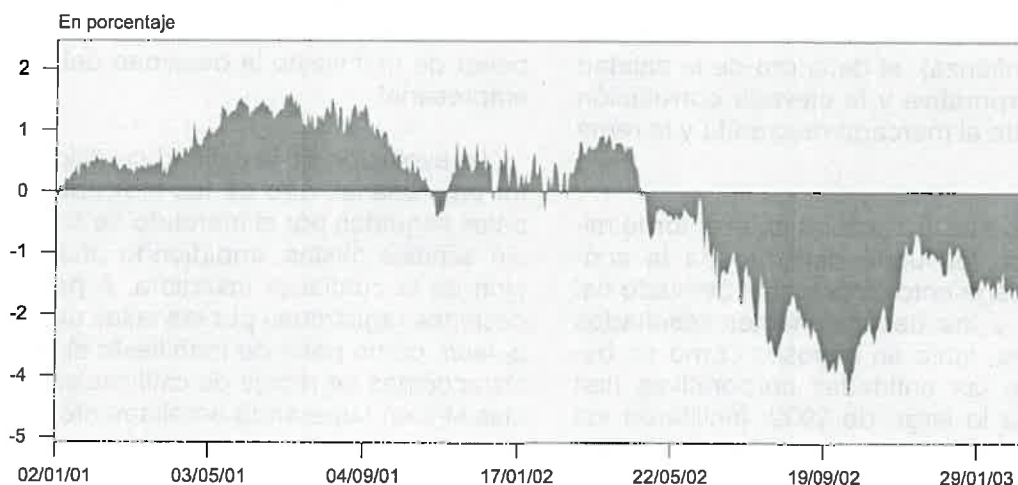
mercado bursátil, teniendo en cuenta que los principales índices europeos de renta variable han ofrecido minusvalías a lo largo del año.

Dentro del mercado de crédito, la elevada incertidumbre presente a lo largo de todo el año ha favorecido los segmentos crediticios y sectores de menor riesgo. El gráfico 7 ofrece la evolución de los *credit spreads* (diferencial de rentabilidad entre deuda privada y la curva IRS) de los Índices AFI por calificaciones crediticias. Los tensionamientos de las primas de riesgo frente a *swaps* en el mercado de crédito dentro del grado de inversión (+24 pb) se han concentrado en el segmento crediticio BBB (+31 pb), manteniendo el resto de segmentos crediticios una evolución relativa de mayor estabilidad.

Desde una perspectiva sectorial, como puede apreciarse en el gráfico 8, han sido los sectores con mayor relación frente al ciclo económico (tecnología, autos, energía y, en menor medida, telecomunicaciones, los que han registrado una mayor penalización). Mientras, el segmento de deuda cuasi-soberana (pfandbriefe, agencias y supranacionales) junto a los sectores defensivos dentro del mercado de crédito (bancos y utilities) registraron el mejor comportamiento relativo aprovechando la elevada aversión al riesgo.

La preferencia de los inversores por posiciones en activos con limitado riesgo puede expli-

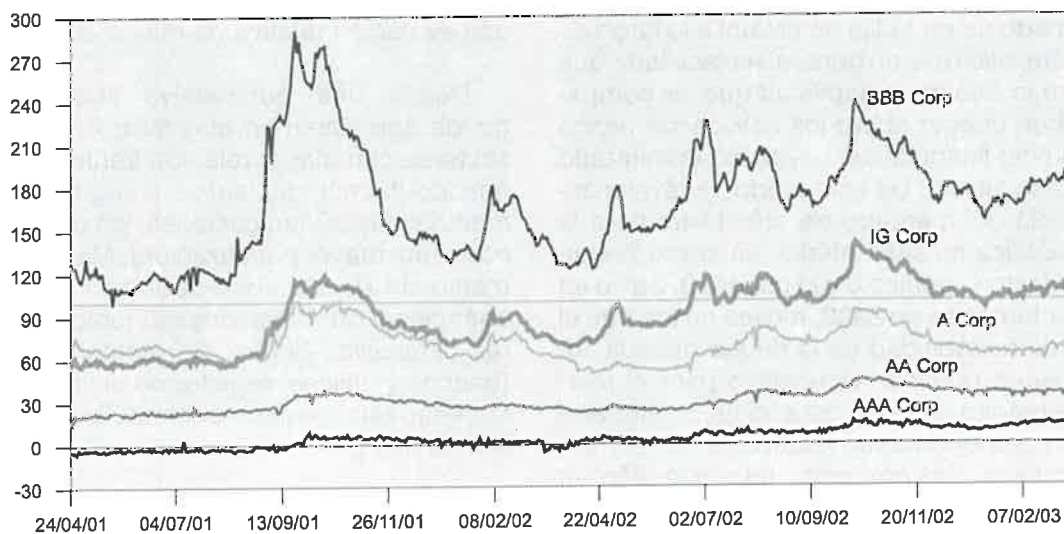
GRÁFICO 6
EXCESO DE RENTABILIDAD DE LOS ÍNDICES AFI RFP VS. AFI.
DEUDA ESTATAL EURO



CUADRO 3
RENTABILIDAD TRIMESTRAL ÍNDICES AFI DE DEUDA

	AFI Euro	Total RFP	Telecom	Utility	Bancos	Industrial	Agencias	Supra	Emergentes	Pfandbriefe
1T02.....	0,38	-0,06	-0,27	0,06	0,03	-0,65	0,46	0,14	-1,19	0,24
2T02.....	3,30	0,40	-1,69	2,89	2,69	1,51	2,81	2,86	-2,30	2,63
3T02.....	5,82	3,74	5,30	4,41	3,69	2,54	4,33	4,58	3,32	4,50
4T02.....	2,30	4,02	3,83	3,23	2,77	3,09	2,15	2,18	7,04	2,17

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN CREDIT SPREADS ÍNDICES AFI RFP (PB) POR CALIFICACIONES CREDITICIAS



carse por la concatenación de cuatro factores principales: la falta de confirmación de las expectativas de recuperación económica prevista para 2002, la debilidad del entorno empresarial (tanto en crecimiento de beneficios como en confianza), el deterioro de la calidad crediticia corporativa y la elevada correlación existente entre el mercado de crédito y la renta variable.

Centrando nuestro análisis en el entorno microeconómico, el fuerte deterioro de la confianza en el segmento empresarial derivado del caso Enron y los decepcionantes resultados empresariales, tanto en ingresos como en beneficios, que las entidades corporativas han presentado a lo largo de 2002, facilitaron los movimientos hacia sectores con menor relación con el ciclo económico. Incidiendo en el último factor comentado, aunque las tasas de crecimiento de los beneficios empresariales han au-

mentado a lo largo de 2002 en cada uno de los trimestres, el incumplimiento de las expectativas de beneficios previstas, como puede apreciarse en el gráfico 9, tuvo una incidencia decisiva en la evolución del mercado de crédito al poner de manifiesto la debilidad del segmento empresarial.

La evolución de la calidad crediticia del sector empresarial, otro de los indicadores principales seguidos por el mercado de crédito, ofreció señales mixtas, impidiendo una recuperación de la confianza inversora. A pesar de las cesiones registradas por las tasas de impago o *default*, como pone de manifiesto el gráfico 10, las acciones de rebaja de calificaciones crediticias siguen superando ampliamente al número de mejoras crediticias. Los impagos alcanzaron una tasa máxima del 10,7 por 100 en febrero de 2002 para el segmento especulativo, debido a los impagos de Argentina y sobre todo, entida-

GRÁFICO 8
EVOLUCIÓN *CREDIT SPREADS* ÍNDICES AFI RFP (PB) POR SECTORES

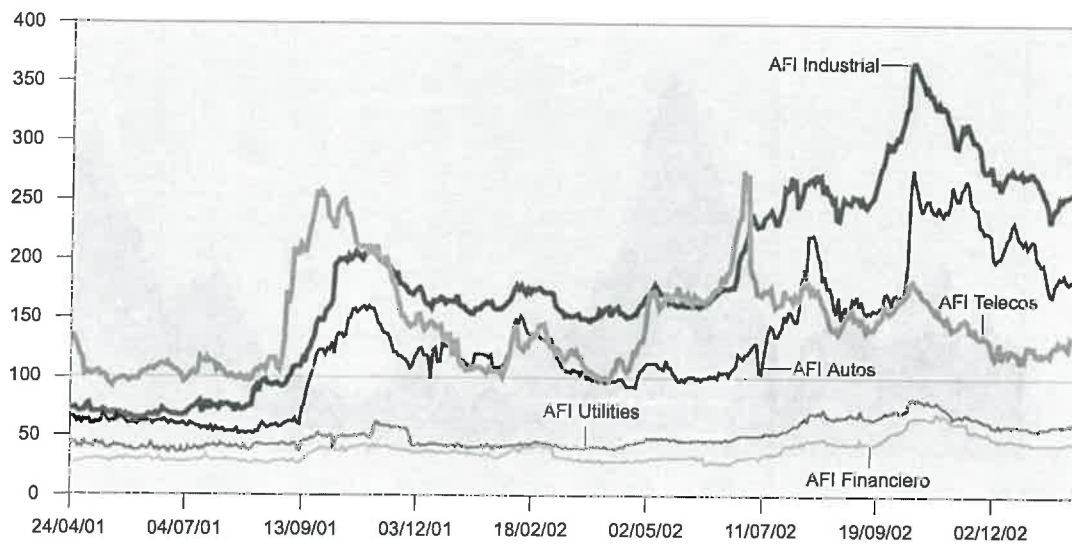
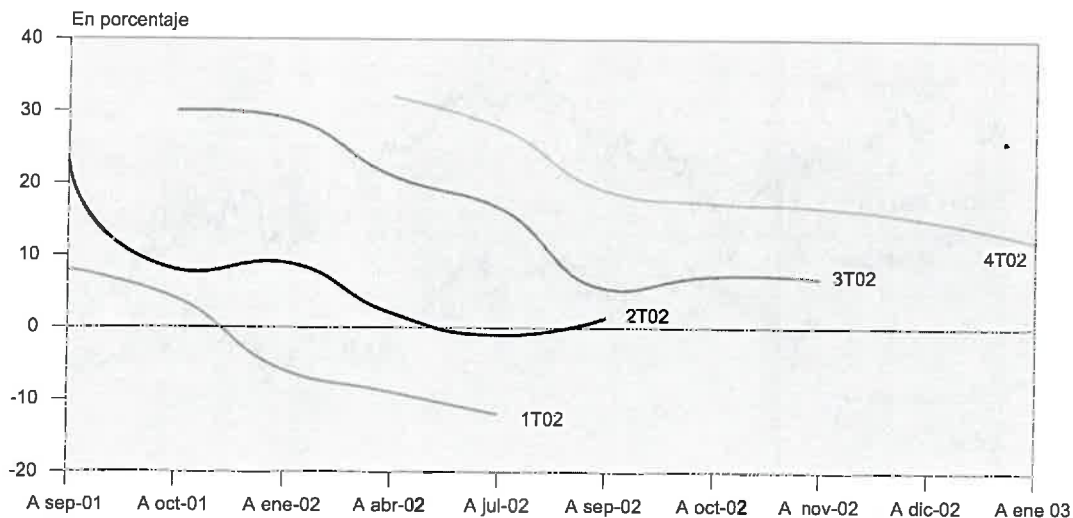


GRÁFICO 9
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES PARA S&P 500 (PB)

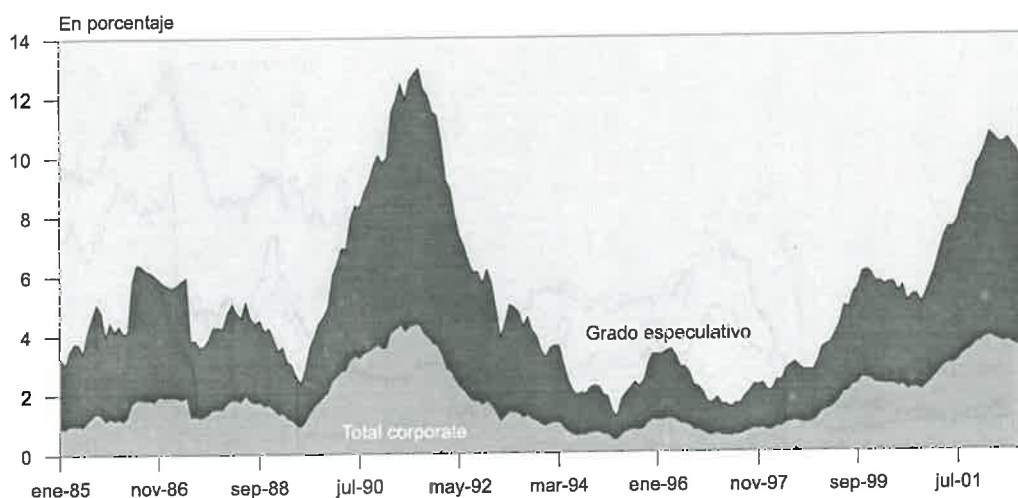


des corporativas con alta presencia en el mercado de crédito como Worldcom.

El último factor determinante del tensionamiento de las primas de riesgo del sector corporativo en 2002 podemos encontrarlo en la elevada correlación existente entre los mercados de renta fija privada y la bolsa. El ciclo de desa-

palancamiento explica en buena parte el comportamiento similar de ambos mercados. En períodos de ralentización macroeconómica generados por un exceso de la capacidad productiva del sector empresarial los descensos de la renta variable suelen estar acompañados de un incremento de las primas de riesgo pagadas por la deuda corporativa. La revisión a la baja de

GRÁFICO 10
TASAS DE DEFAULT (PB)



Fuente: Moodys.

GRÁFICO 11
EVOLUCIÓN SPREAD FRENTE A SWAPS DEL ÍNDICE AFI.
INVESTMENT GRADE DE RENTA FIJA PRIVADA E ÍNDICE AFI SINTÉTICO DE RENTA VARIABLE



las perspectivas de beneficio y el fuerte endeudamiento en que han incurrido las entidades corporativas en el anterior ciclo expansivo de la economía justifican estos movimientos. De este modo, hasta el último trimestre de 2002, momento en el que el proceso de saneamiento de balances se ha acometido con mayor vehemencia, sobre todo en los sectores telecomunica-

ciones, autos y utilities, la evolución del mercado de crédito y la de la renta variable ha sido pareja (Gráfico 11). En las últimas semanas de 2002, los efectos derivados del proceso de desapalancamiento han comenzado a filtrarse en el mercado de crédito favoreciendo que la renta fija privada haya batido en comportamiento al mercado bursátil.

En resumen, la evolución del mercado de crédito en 2002 quedó determinada por la falta de relajación de las incertidumbres empresariales, macroeconómicas y geopolíticas. Los movimientos hacia activos sin riesgo predominantes en este entorno de elevada aversión al riesgo facilitaron que las revalorizaciones de los activos de renta fija estatal superaran a las obtenidas por los activos de crédito. Dentro de estos activos, fueron los segmentos con mayor calidad crediticia, además de los sectores defensivos, donde se registraron los mejores comportamientos relativos. De cara a 2003, y a la espera de una solución del actual conflicto geopolítico, esperamos que la paulatina mejora del entorno macroeconómico y empresarial permita al mercado de crédito batir en comportamiento a los activos sin riesgo.

NOTAS

(*) Socio de Analistas Financieros Internacionales.

(**) Analista de Analistas Financieros Internacionales.

(1) Recuérdese que el FOMC comenzó a recortar el nivel objetivo de los fondos federales el 3 de enero de 2001, y que antes del 11-S la rebaja acumulada ascendía a 300 pb. El 21 de agosto, con un recorte de 25 pb, el tipo de referencia se situaba en el 3,5 por 100.

(2) Si en su edición de noviembre de 2001 *Consensus Forecast* anticipa apenas un 0,7 por 100 de avance del PIB en EE.UU. en 2002, el informe de mayo de 2002 situaba la tasa de crecimiento prevista en el 2,8 por 100.

(3) El proceso bajista de las bolsas no comenzó hasta marzo de 2000.

(4) Así como en el caso del Banco Central Europeo y Banco de Inglaterra el sesgo de su política monetaria se debe inferir a partir de sus informes y de las declaraciones de los distintos responsables, la Reserva Federal, en el comunicado posterior a cada FOMC, detalla cuáles son, en su opinión, los riesgos para la economía estadounidense. Así, si éstos son mayores en la vertiente del crecimiento el sesgo es bajista, si lo son en el de la estabilidad de precios es alcista, y si están compensados el sesgo es neutral. En el FOMC del 13 de agosto la Fed instauró de nuevo el sesgo bajista.

BIBLIOGRAFÍA

Federal Reserve Bank of New York (2002): "The Economic Effects of September 11", *Economic Policy Review*, volumen 8, número 2, noviembre.

Consensus Economics Inc: *Consensus Forecast*. Varios meses.

Banco Central Europeo: *Boletín mensual*. Varios meses.

Analistas Financieros Internacionales: *Informe diario de Análisis Económico y de Mercados*.

Analistas Financieros Internacionales: *Informe semanal de Renta Fija*.

Analistas Financieros Internacionales: *Notas de crédito*.