

## Presentación general: prudente optimismo ante la recuperación gradual

Pese a la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación económica, los inversionistas se mantuvieron prudentemente optimistas en el periodo comprendido entre finales de mayo y comienzos de septiembre de 2009. Los anuncios macroeconómicos positivos y los buenos datos sobre beneficios hicieron esperar a los agentes del mercado un cambio de situación. Por consiguiente, los precios de las acciones subieron y los diferenciales de rendimiento se estrecharon. Con todo, la publicación ocasional de datos desalentadores sembró la duda entre los inversionistas y dio lugar a episodios de volatilidad. Además, los inversionistas en títulos de deuda se mostraron en general algo menos convencidos sobre el ritmo de la recuperación.

El sector financiero siguió publicando beneficios sorprendentemente altos para el segundo trimestre. Aunque persisten dudas sobre la calidad y sostenibilidad de los beneficios bancarios, el sector evolucionó mejor que otros tanto en los mercados de crédito como en los de acciones. Los diferenciales de rendimiento de la deuda bancaria crecieron notablemente, hasta casi alcanzar los niveles previos a la quiebra de Lehman, mientras las cotizaciones bursátiles del sector financiero subían entre un 15% y un 20% en el periodo analizado.

En general, los mercados siguieron dando muestras de normalizarse, según aumentaba la tolerancia al riesgo y se reducían las primas de riesgo. En los mercados monetarios interbancarios, los principales diferenciales se redujeron hasta niveles no vistos desde comienzos de 2008 o incluso inferiores. Las mejoras también fueron visibles en los mercados de crédito, aunque algunos de los segmentos más importantes siguieron necesitando el respaldo de los bancos centrales.

En este entorno, los rendimientos de la deuda pública resultaron volátiles, según cambiaba la percepción de los mercados sobre la evolución de la economía y la política monetaria. Con el tiempo, los inversionistas en deuda parecían coincidir en que, aunque lo peor de la desaceleración económica ya ha pasado, era probable que el proceso de recuperación fuera gradual y vulnerable ante perturbaciones negativas. Esto, unido a las perspectivas de inflación baja, ha enfriado las expectativas de los inversionistas sobre una pronta normalización de las políticas monetarias

Entre las economías emergentes, llamó la atención la fuerte recuperación en algunos países asiáticos. Sin embargo, el temor a una excesiva expansión crediticia en China vaticinó un inminente endurecimiento de la política monetaria e indujo una revaluación de las perspectivas de crecimiento del país. Como resultado, la brusca corrección de los mercados bursátiles chinos observada en agosto lastró la evolución de otras bolsas dentro y fuera de la región.

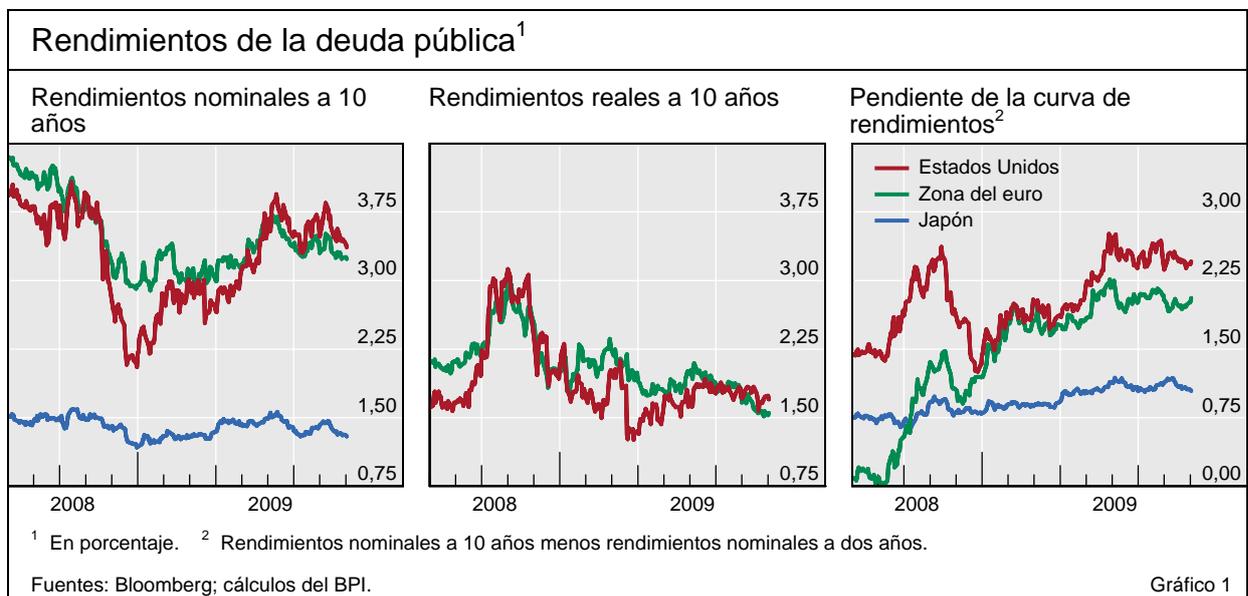
## Los inversionistas en los mercados de deuda sopesan el ritmo de la recuperación

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de las economías avanzadas fluctuaron considerablemente durante el periodo analizado, conforme los inversionistas reevaluaban las perspectivas macroeconómicas y el panorama de las políticas monetarias y fiscales. La evolución de los rendimientos en los principales mercados de deuda resultó, a la postre, dispar. En el periodo comprendido entre finales de mayo y el 4 de septiembre de 2009, el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años permaneció básicamente sin cambios, mientras los de la deuda soberana de la zona del euro y Japón caían en torno a 35 y 15 puntos básicos, respectivamente (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). Durante ese periodo, los rendimientos reales a largo plazo cayeron en sintonía con el descenso de los rendimientos nominales en la zona del euro, mientras aumentaban ligeramente para el bono estadounidense a 10 años (véase el panel central del Gráfico 1). Simultáneamente, el rápido aumento de la pendiente de las curvas de rendimiento que había tenido lugar durante el primer semestre del año se paralizó (véase el panel derecho del Gráfico 1).

Los rendimientos de la deuda se resisten a subir...

Pese a la ausencia de rendimientos crecientes durante el periodo, las noticias económicas indicaban en general cierta recuperación o, al menos, una acusada desaceleración del ritmo de deterioro de las condiciones económicas. El informe sobre el mercado de trabajo estadounidense del 5 de junio es un

... pese a algunas noticias macroeconómicas favorables...

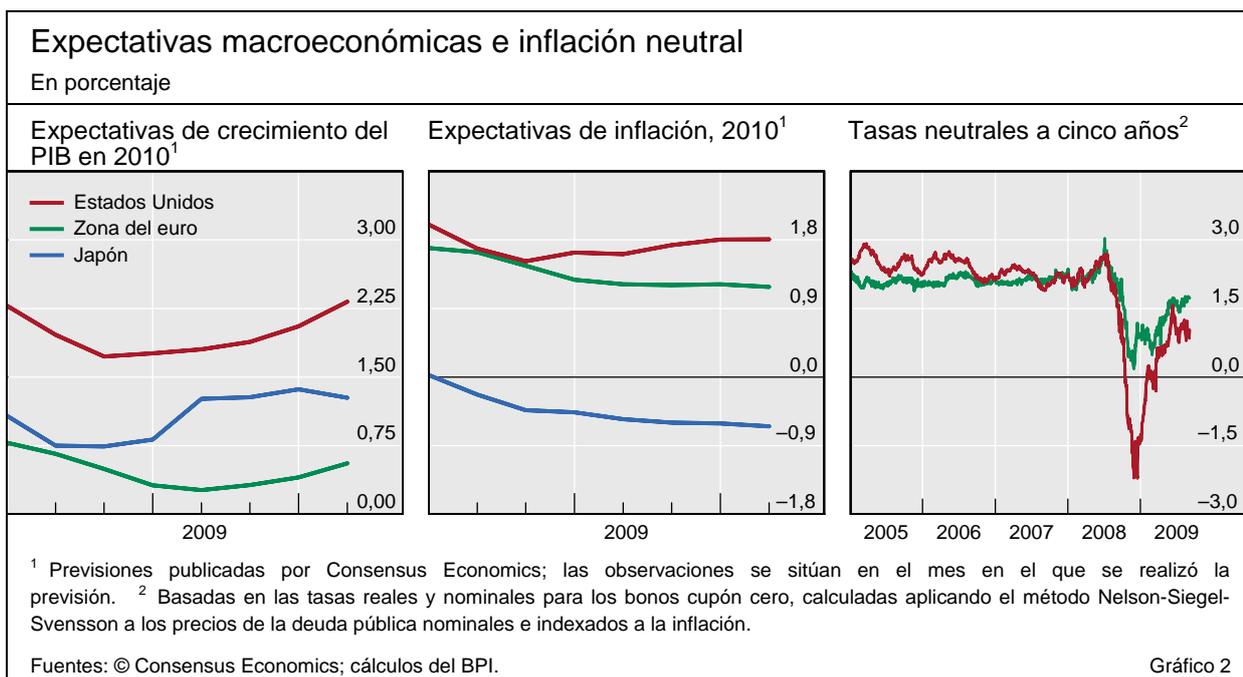


buen ejemplo, al mostrar una caída del empleo no agrario de 345.000 personas (posteriormente revisada a 303.000), una cifra muy por debajo de la pérdida esperada de 520.000 empleos y además inferior a cualquiera de las registradas durante los siete meses anteriores. En la zona del euro, entretanto, las economías alemana y francesa registraban un crecimiento inesperado en el segundo trimestre, al tiempo que la economía japonesa se anotaba su primer trimestre de crecimiento positivo desde el tercero de 2008, aunque a un ritmo inferior al previsto. En consonancia con estas cifras, los datos procedentes de encuestas revelaron una gradual revisión al alza de las expectativas de crecimiento del PIB para 2010 en Estados Unidos y la zona del euro, y una estabilización en el caso de Japón (véase el panel izquierdo del Gráfico 2).

... conforme se consolida la idea de un prolongado proceso de recuperación

Pese a la tendencia alcista de los rendimientos de la deuda en respuesta a los indicios de recuperación económica, también experimentaron retrocesos ocasionales, cuando la publicación de datos desalentadores generaba dudas entre la comunidad inversora sobre la solidez de la recuperación y reducía temporalmente su tolerancia al riesgo. Este fenómeno se observó en diversas ocasiones, como en la última quincena de junio y los primeros días de julio, y en la segunda quincena de agosto, cuando la debilidad de los datos económicos sorprendió a los mercados (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). Por ejemplo, el informe sobre el mercado de trabajo de Estados Unidos publicado el 2 de julio mostró un descenso del empleo no agrario superior a lo previsto, mientras que el 14 de agosto trascendía la caída de la confianza del consumidor en ese país. Con el tiempo, entre los inversionistas en títulos de deuda pareció calar la idea de que, aunque lo peor de la desaceleración económica había quedado atrás, el proceso de recuperación sería gradual y vulnerable a perturbaciones negativas.

En este entorno, tanto los datos de encuestas como los precios de la deuda indicaron que las expectativas de inflación a corto plazo en Estados



Unidos y la zona del euro permanecían en niveles reducidos. Las encuestas sugerían niveles de inflación bastante inferiores al 2% en ambas economías para 2010 (véase el panel central del Gráfico 2), coherentes con la idea de que el proceso de recuperación podría ser prolongado. Las tasas de inflación neutras a medio plazo oscilaron por debajo de su promedio de los últimos años (véase el panel derecho del Gráfico 2). Ante las perspectivas de un repunte meramente gradual del crecimiento económico y de inflación a corto plazo estable y reducida, los mercados continuaron anticipando unas tasas de interés oficiales extraordinariamente bajas durante los próximos meses (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 3).

Los inversionistas anticipan reducidos niveles de inflación...

... y de las tasas de interés oficiales...

En el marco del debate sobre el adecuado ritmo de retirada de los estímulos monetarios, se enfriaron las expectativas de una pronta normalización de las tasas de interés oficiales. Durante los primeros meses de 2009, los inversionistas habían comenzado a anticipar una subida de las tasas oficiales antes de final de año. Por ejemplo, a inicios de marzo de 2009, los precios de las opciones sobre contratos de futuros sobre fondos federales indicaban que la probabilidad (neutral al riesgo) de que la Reserva Federal elevara su tasa de interés objetivo por encima del intervalo del 0% al 0,25% hacia finales del presente año superaba el 60%, mientras que rondaba el 50% para una subida en septiembre (véase el panel derecho del Gráfico 3). El FOMC trató de atemperar esas expectativas del mercado al anunciar el 18 de marzo de 2009 que esperaba «niveles excepcionalmente reducidos para la tasa de los fondos federales durante un periodo prolongado». Tras ese comunicado, las probabilidades —implícitas en las opciones— de una pronta subida de la tasa oficial disminuyeron gradualmente, con un único cambio transitorio de tendencia a comienzos de junio tras conocerse la citada cifra de empleo no agrario mucho mejor de lo esperado.

Los principales bancos centrales continuaron aplicando políticas no convencionales, con el fin de relajar aún más las condiciones financieras en un

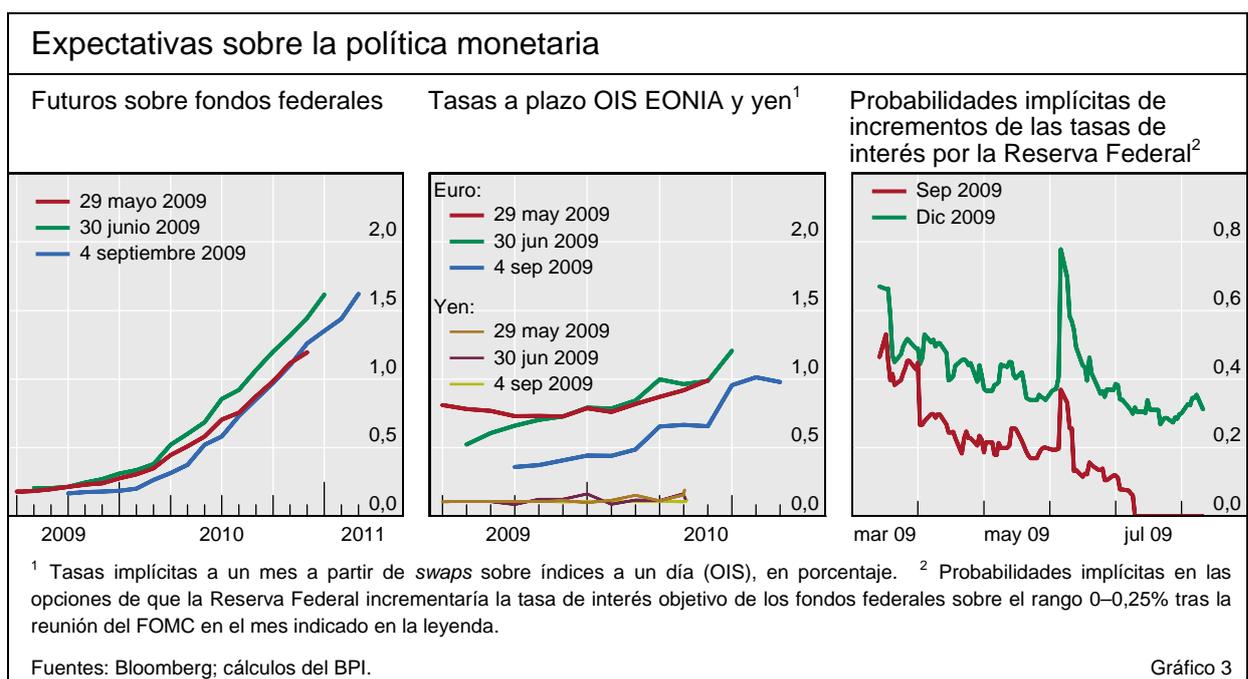


Gráfico 3

... mientras algunos bancos centrales preparan el final de sus políticas no convencionales

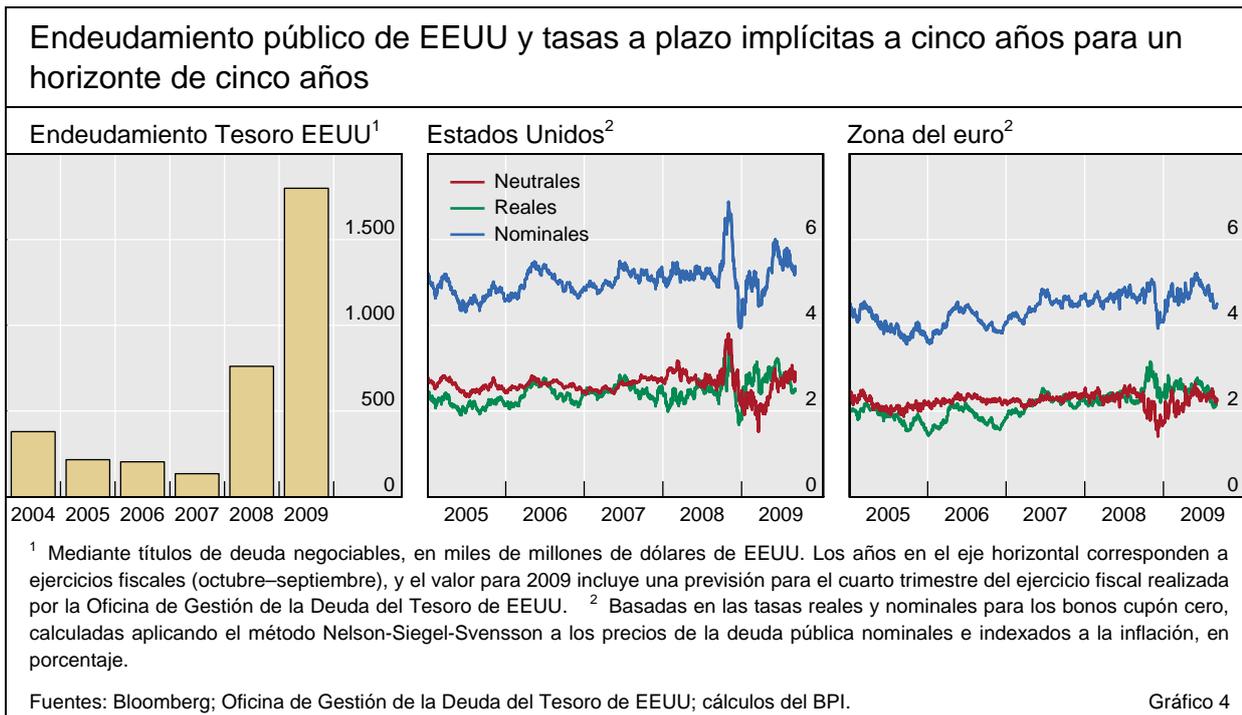
entorno de tasas de interés oficiales cercanas a cero. Sin embargo, mientras que algunos bancos centrales ampliaron sus medidas no convencionales, otros trataron de sentar las bases de una estrategia de salida (véase el Recuadro de la página 18). Dentro del primer grupo, el Banco de Inglaterra anunció el 6 de agosto que, a fin de conducir la tasa de inflación de vuelta al objetivo del 2%, se proponía ampliar en 50.000 millones de libras esterlinas su programa de compras directas de deuda pública y activos del sector privado, hasta 175.000 millones de libras. Al mismo tiempo, alegando que la actividad económica estadounidense se estaba normalizando, la Reserva Federal comunicó el 12 de agosto que prolongaría su anunciado programa de compras de valores del Tesoro hasta octubre antes de darlo por concluido.

Los déficits fiscales continúan en la mente de los inversionistas...

Los inversionistas en bonos continuaron sopesando las consecuencias de una creciente oferta de deuda pública, sobre todo en Estados Unidos, donde se preveía un endeudamiento público total de 1,8 billones de dólares, en términos netos, durante el ejercicio fiscal 2009 —es decir, un aumento del 137% sobre el abultado nivel del ejercicio 2008— (véase el panel izquierdo del Gráfico 4). El temor a las posibles dificultades para absorber ese elevado volumen de nueva deuda pública en los mercados, junto con la preocupación por la sostenibilidad de unos déficits presupuestarios en rápida expansión, parecen explicar el aumento de los rendimientos de la deuda estadounidense a largo plazo en el primer semestre del año.

... pero sus temores parecen haber remitido

Sin embargo, esa presión alcista sobre los rendimientos derivada de los temores mencionados parece haber remitido considerablemente en fechas más cercanas, a tenor de la reciente caída de las tasas de interés a cinco años para un horizonte de cinco años. Es probable que la preocupación por la sostenibilidad fiscal afecte a los rendimientos a plazo que incluyen horizontes temporales lejanos, que se ven menos afectados por las expectativas a corto plazo sobre inflación, crecimiento económico y política monetaria. En

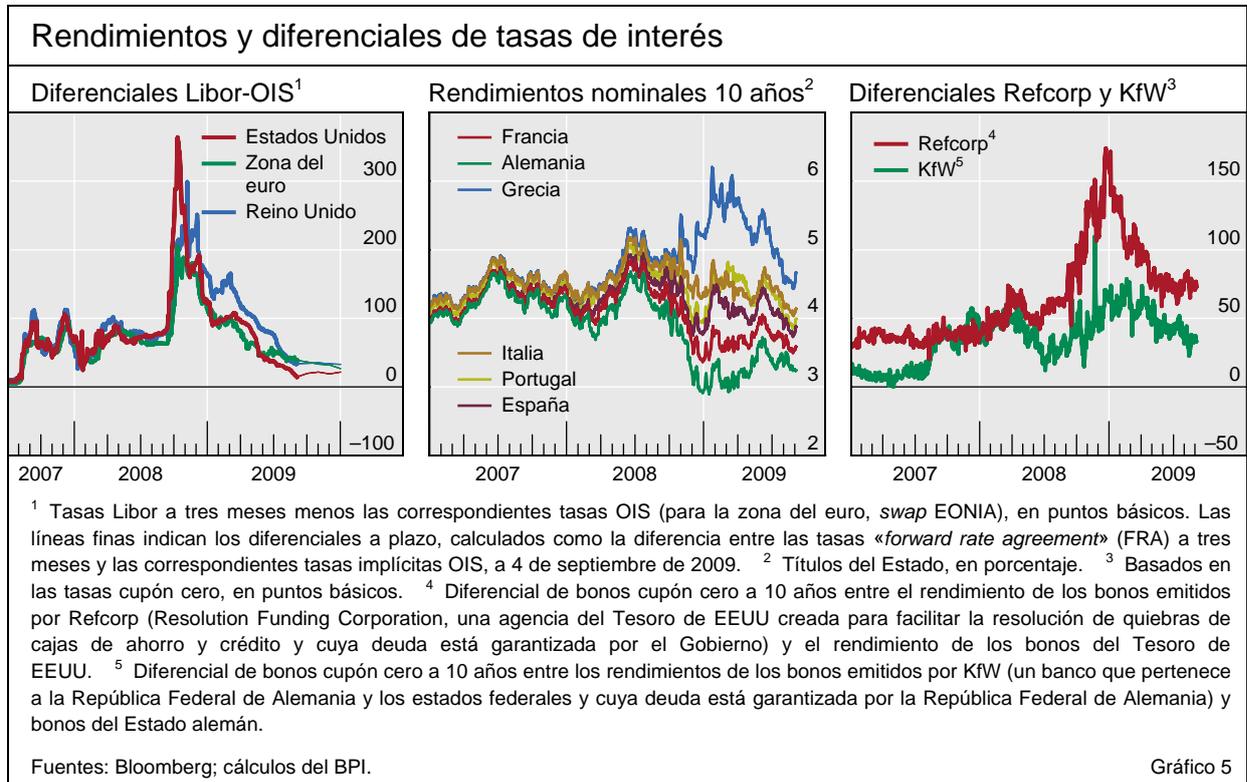


particular, la creciente preocupación por las perspectivas fiscales debería presionar al alza sobre las tasas de interés *reales* a plazo. Sin embargo, desde finales de mayo, las tasas tanto reales como nominales a cinco años para un horizonte de cinco años han disminuido en Estados Unidos y en la zona del euro (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 4).

Las posibles consecuencias inflacionistas de las actuales políticas fiscales y monetarias siguieron concitando atención a lo largo de todo el periodo. Aun así, las tasas de inflación neutrales a cinco años para un horizonte de cinco años apenas experimentaron cambios entre finales de mayo y el 4 de septiembre (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 4). Por tanto, las presiones inflacionistas a largo plazo parecen contenidas por ahora, pese a los crecientes déficits fiscales y a las tasas de interés oficiales en mínimos históricos. Esta contención podría reflejar la idea de que el elevado exceso de capacidad existente en la economía va a perdurar por algún tiempo.

Los mercados monetarios continuaron mostrando indicios de normalización, un proceso iniciado en etapas previas del presente año. En los mercados monetarios interbancarios, los diferenciales entre las tasas Libor a tres meses y las correspondientes tasas OIS cayeron hasta niveles inéditos desde enero de 2008. En el caso estadounidense, el diferencial se contrajo hasta su nivel más bajo desde el estallido de la crisis financiera a mediados de 2007 (véase el panel izquierdo del Gráfico 5). También en los mercados de deuda se observaron síntomas de retroceso de las primas de liquidez y de recuperación de la tolerancia al riesgo. Los rendimientos de la deuda pública de los países de la zona del euro continuaron convergiendo (véase el panel central del Gráfico 5). Además, los diferenciales entre los rendimientos de la

Prosigue el proceso de normalización de los mercados monetarios



deuda garantizada por los gobiernos y los de la deuda soberana volvieron a contraerse (véase el panel derecho del Gráfico 5).

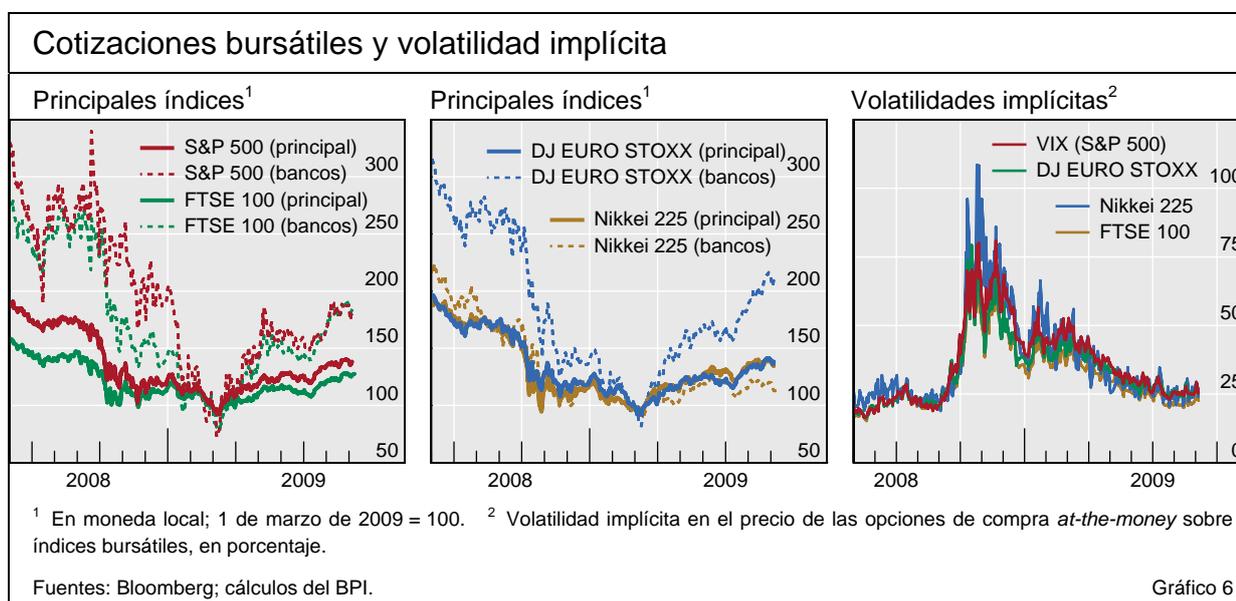
## Los mercados bursátiles tienden al alza pese a episodios de volatilidad

Las cotizaciones de las principales bolsas alcanzan nuevos máximos del año...

Los principales mercados bursátiles siguieron recuperándose. Aunque los datos económicos y los beneficios empresariales mejores de lo previsto alentaron subidas de los índices de referencia hasta nuevos máximos del año, las condiciones de negociación fueron ocasionalmente volátiles conforme los participantes en los mercados revaluaban el ritmo de recuperación económica y las perspectivas de crecimiento de los beneficios. En el periodo comprendido entre finales de mayo y el 4 de septiembre de 2009, el índice S&P 500 avanzó un 11%, alcanzando sus niveles más altos desde comienzos de noviembre de 2008. El índice Dow Jones EURO STOXX ascendió un 12%, mientras que el FTSE 100 se anotaba una ganancia del 10% en el mismo periodo. El índice Nikkei 225, que había tendido a mostrar una evolución relativa más favorable que los demás hasta mediados de agosto, no logró mantener el ritmo, terminando el periodo con una subida del 7% (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 6).

... pero continúan mostrándose susceptibles a las dudas sobre la recuperación económica

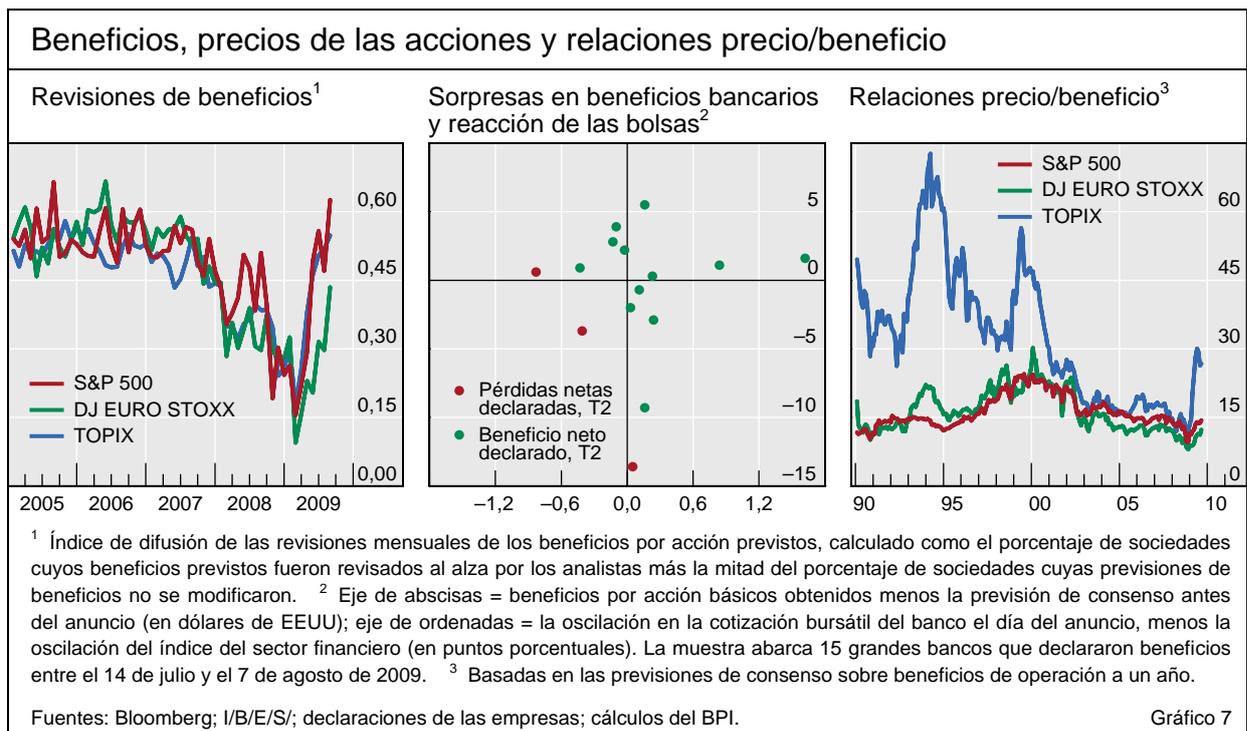
Aunque la mejora gradual de las perspectivas económicas mundiales propició un entorno bursátil positivo, los participantes en los mercados permanecieron alerta ante cualquier indicación en sentido contrario. En junio y a comienzos de julio, los principales mercados bursátiles registraron enormes pérdidas diarias durante las sesiones coincidentes con noticias o publicaciones de datos económicos que arrojaban dudas sobre una recuperación sostenida. Así, hacia la segunda semana de julio, los principales índices bursátiles habían retrocedido hasta sus mínimos de finales de abril. La prudencia de los inversionistas cedió ante el flujo de noticias positivas sobre beneficios empresariales entre mediados de julio y comienzos de agosto, aunque retornó a mediados de agosto en anticipación de las decisiones de política de los



principales bancos centrales. Además, los principales mercados bursátiles parecieron verse más afectados de lo habitual por las noticias sobre la economía china (véase la sección posterior sobre mercados emergentes), recalcando la preocupación de los mercados por la solidez de la recuperación económica.

Pese a los episodios de incertidumbre, los mercados bursátiles evolucionaron al alza entre mediados de julio y comienzos de agosto, alentados por el tono esencialmente positivo de los beneficios empresariales registrados en el segundo trimestre, que reflejaron el proceso de revisión al alza de las expectativas de beneficios actualmente en curso (véase el panel izquierdo del Gráfico 7). En particular, los participantes en los mercados acogieron con satisfacción el hecho de que una serie de importantes instituciones financieras fueran capaces de obtener sólidos beneficios por segundo trimestre consecutivo, y que los resultados de otras entidades, tras los números rojos de trimestres precedentes, retornaran finalmente a territorio positivo. En este contexto, el subíndice financiero del S&P 500 subió un 16% entre finales de mayo y el 4 de septiembre, recuperando todas las pérdidas registradas desde noviembre del pasado año, aunque todavía en torno a un 30% por debajo de sus niveles de mediados de 2008. En el Reino Unido y otras bolsas europeas, las acciones del sector financiero ganaron más de un 20% durante el mismo periodo, algo menos en el caso de Japón. El sector financiero, que había arrastrado en su caída a los mercados a principios de año, ha continuado liderando las subidas desde el punto de inflexión de comienzos de marzo (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 6). Esta pauta contrasta con la observada en años anteriores de esta misma década, cuando las acciones bancarias se negociaban como si los beneficios

Fuerte subida de las acciones del sector financiero, por los buenos resultados del segundo trimestre



bancarios fueran estables (véase el artículo monográfico de King incluido en este *Informe Trimestral*).

Los indicios de deterioro de la calidad de las carteras crediticias preocupan a los participantes en los mercados...

Sin embargo, los casos de reacciones desfavorables de los mercados ante resultados agregados positivos sugieren dudas sobre la calidad y sostenibilidad de la rentabilidad de los bancos (véase el panel central del Gráfico 7). Por ejemplo, pese a un beneficio neto superior a lo previsto en el segundo trimestre (1.100 millones de euros), la cotización bursátil de Deutsche Bank registró el 28 de julio una fuerte caída del 11%, peor que las sufridas por otros bancos europeos, conforme la duplicación de las provisiones para insolvencias hasta 1.000 millones de euros durante el trimestre previo concitaba la atención de los participantes en los mercados. Del mismo modo, pese a anunciar el 22 de julio un aumento del beneficio neto hasta 3.170 millones de dólares, la evolución bursátil de Wells Fargo fue también peor que la de sus competidores, a medida que los inversionistas digerían el aumento de los préstamos en mora y de otros activos fallidos. Además, varias instituciones financieras de renombre continuaron anunciando pérdidas (como Morgan Stanley, Mizuho Financial Group, UBS o RBS) y sus acciones tendieron a caer coincidiendo con sus anuncios de resultados.

... al igual que la procedencia inusual de los beneficios bancarios

Por una serie de motivos, los participantes en los mercados interpretaron con prudencia los resultados agregados. En primer lugar, los beneficios bancarios anunciados durante los dos últimos trimestres se han visto inusualmente afectados por factores excepcionales o técnicos (por ejemplo, plusvalías o minusvalías en la venta de activos, o cambios en los valores razonables al oscilar los diferenciales de la propia deuda de los bancos), sin relación con la rentabilidad subyacente. En segundo lugar, el rebote de los beneficios de algunos bancos ha obedecido a un aumento de las comisiones por aseguramiento y colocación y de los ingresos de negociación. Es posible que dicho aumento sea transitorio, pues el excepcional entorno que permitió elevar las rentas distintas de intereses en el primer semestre del año podría no persistir conforme las condiciones se normalicen. En tercer lugar, no siempre está claro cómo interpretar un aumento de las provisiones para insolvencias: como una rémora temporal sobre el beneficio neto por prudencia bancaria, o, por el contrario, como un indicio del afloramiento futuro de nuevas pérdidas.

La mejora de los mercados permite a algunos bancos reducir su dependencia de las ayudas públicas

La mejora generalizada de la situación de los mercados bursátiles, reflejada en la recuperación de las relaciones precio/beneficio esperado desde sus niveles mínimos en décadas (véase el panel derecho del Gráfico 7), facilitó el retorno de las instituciones financieras a los mercados y redujo su necesidad de ayudas públicas. En junio, tras demostrar su capacidad para captar sin ayuda fondos en el mercado, 10 importantes entidades financieras estadounidenses obtuvieron autorización para reembolsar un volumen conjunto de 68.000 millones de dólares en acciones preferentes emitidas a favor del Gobierno en el marco del Programa de Compras de Capital. Además, algunas de estas entidades amortizaron más tarde los *warrants* asociados a la compra de acciones, liberándose así formalmente de los costes y las condiciones ajenas al precio incluidos en el Programa. También se observó un creciente retorno de los bancos no estadounidenses al mercado, así como la

intención de algunos de ellos de reducir su dependencia de las ayudas públicas.

La sostenida recuperación de los principales mercados bursátiles vino acompañada de un descenso generalizado de la volatilidad (véase el panel derecho del Gráfico 6). Por ejemplo, el VIX, que había oscilado alrededor de 32 a finales de mayo, llegó a reducirse hasta 25 en agosto, su nivel más bajo desde el periodo inmediatamente anterior a la quiebra de Lehman a mediados de septiembre de 2008.

### Continúa la mejora de los mercados de crédito

Los mercados de crédito siguieron recuperándose en los últimos meses. Los diferenciales de rendimiento se comprimieron y las emisiones de deuda corporativa mantuvieron su dinamismo ante los indicios de recuperación y los anuncios positivos de beneficios en una serie de importantes instituciones financieras. Con todo, los diferenciales siguieron estando elevados, al tiempo que importantes segmentos del mercado, como el de los bonos de titulización de activos (ABS) y el de los bonos de titulización hipotecaria comercial (CMBS), continuaban estancados, alentando nuevas medidas oficiales en su apoyo.

Nueva mejora de los mercados de crédito internacionales

La mejora de las condiciones del mercado se reflejó en un descenso de los diferenciales de rendimiento, especialmente de la deuda emitida por los prestatarios de menor calificación. A comienzos de septiembre, los diferenciales de grado de inversión estadounidenses y europeos registraban una reducción aproximada de 25 puntos básicos con respecto a sus niveles de finales de mayo (véase el panel izquierdo del Gráfico 8). En Japón, estos diferenciales oscilaron considerablemente como reflejo de datos económicos contradictorios. En contraste con los moderados descensos de los diferenciales de grado de inversión, los de la deuda sin grado de inversión experimentaron una notable reducción durante el periodo. En Europa y

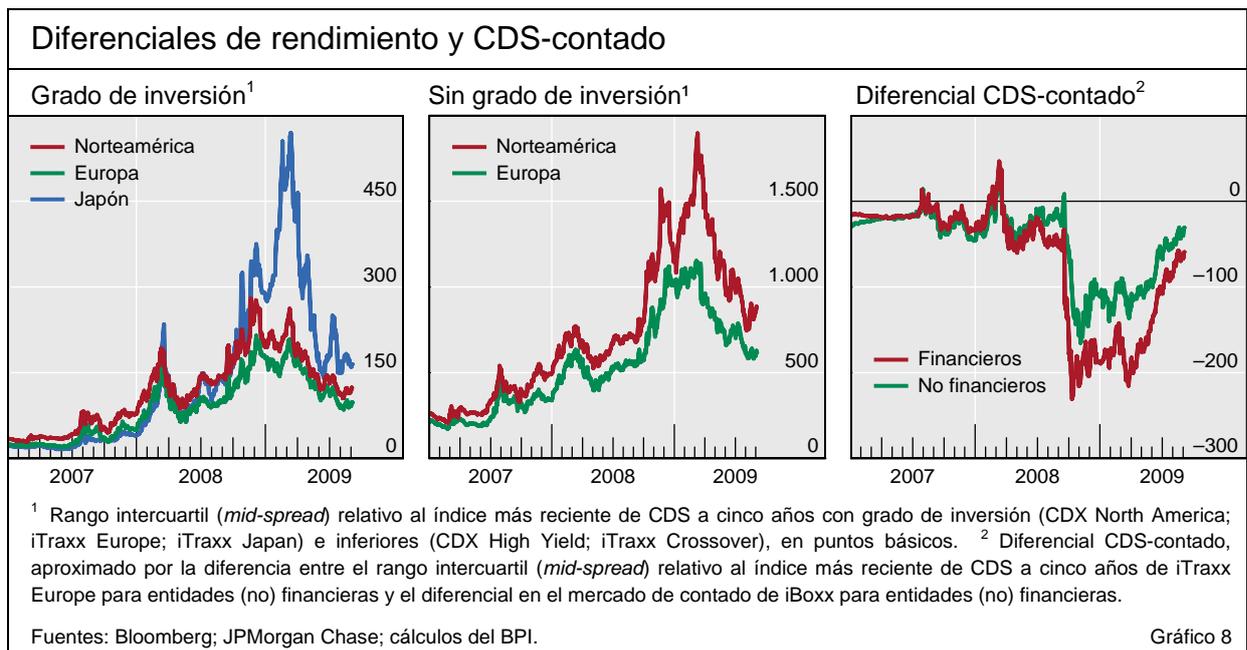


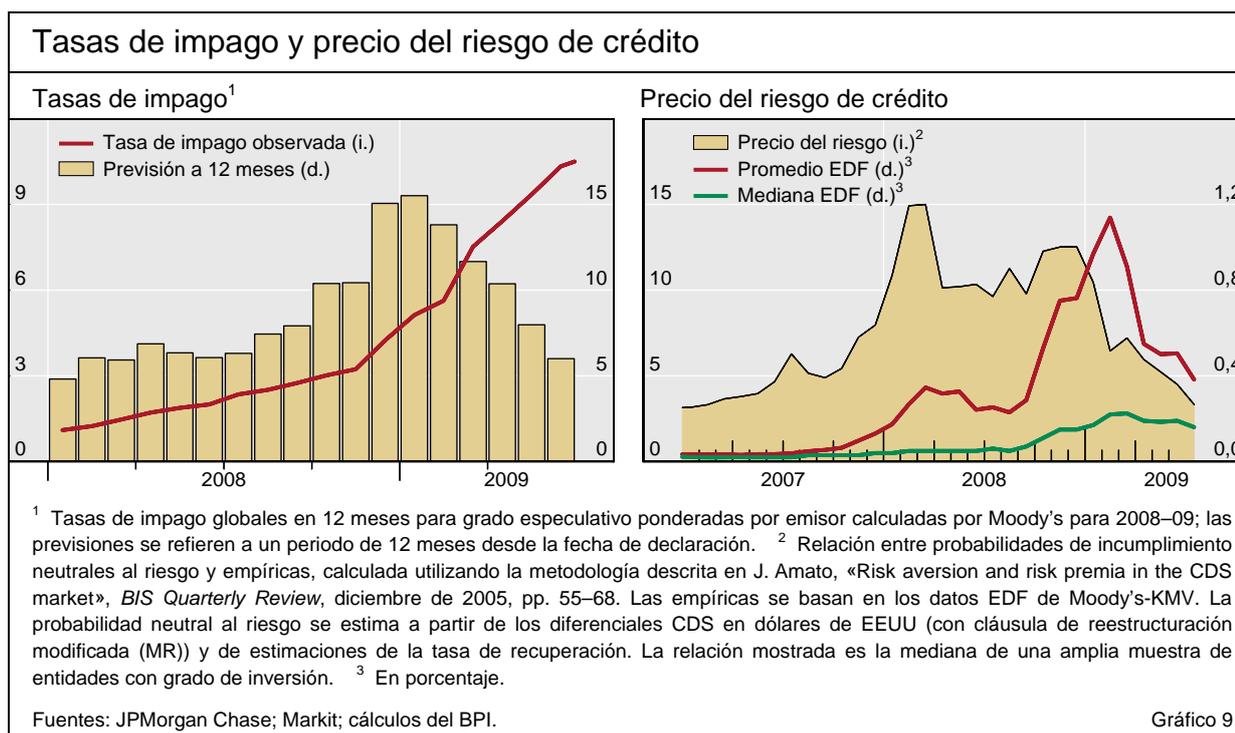
Gráfico 8

Estados Unidos, se estrecharon alrededor de 119 y 200 puntos básicos, respectivamente, alcanzando niveles muy por debajo de las cotas máximas registradas en marzo del presente año (véase el panel central del Gráfico 8). La mejora gradual de las condiciones crediticias se reflejó también en el denominado margen CDS-liquidez, es decir, la diferencia entre las primas de los CDS y los diferenciales de los *swaps* de activos comparables en el mercado de deuda corporativa al contado, que continuó comprimiéndose a lo largo del periodo, si bien todavía en territorio negativo (véase el panel derecho del Gráfico 8). Esta evolución sugiere una lenta desaparición de las disfunciones en los mercados de crédito, que todavía no ha finalizado.

La reducción generalizada de los diferenciales de rendimiento también reflejó mejoras en las perspectivas de impagos (véase el panel izquierdo del Gráfico 9). Las tasas de morosidad observadas continuaron al alza, pero las previsiones del mercado sobre morosidad futura volvieron a remitir, alentadas por los incipientes síntomas de recuperación económica y las cifras positivas de beneficios. El creciente optimismo se reflejó también en una recuperación adicional de los indicadores de tolerancia al riesgo. El precio del riesgo de crédito, calculado como la relación entre las probabilidades de incumplimiento implícitas en los diferenciales de rendimiento (neutrales al riesgo) y empíricas de los emisores con grado de inversión, se redujo durante el tercer trimestre (véase el panel derecho del Gráfico 9).

Los diferenciales de rendimiento del sector financiero, especialmente los de la deuda subordinada de los principales bancos, se comprimieron sustancialmente a partir de mediados de julio (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 10). Sin embargo, las perspectivas de escaso crecimiento económico y sus efectos negativos sobre la sostenibilidad de la rentabilidad bancaria indujeron en junio una ampliación de los diferenciales de la deuda de

Se amplían los diferenciales del sector financiero ante los beneficios y los indicios de recuperación

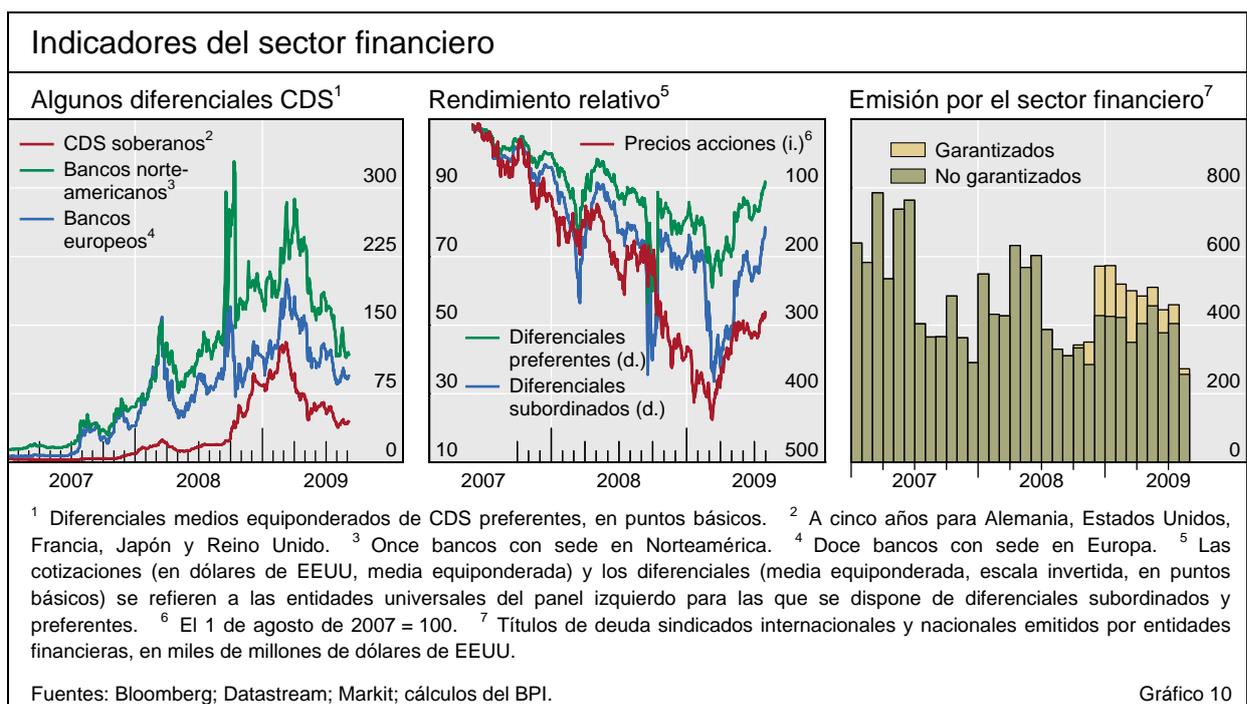


los bancos que perduró hasta mediados de julio (véase el panel izquierdo del Gráfico 10). La actual salud financiera de los bancos, que aún dista de ser robusta, se reflejó en el continuo endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos. Además, pese al moderado volumen de emisiones de deuda financiera, los bancos continuaron dependiendo, en parte, de la financiación garantizada por los Gobiernos (véase el panel derecho del Gráfico 10).

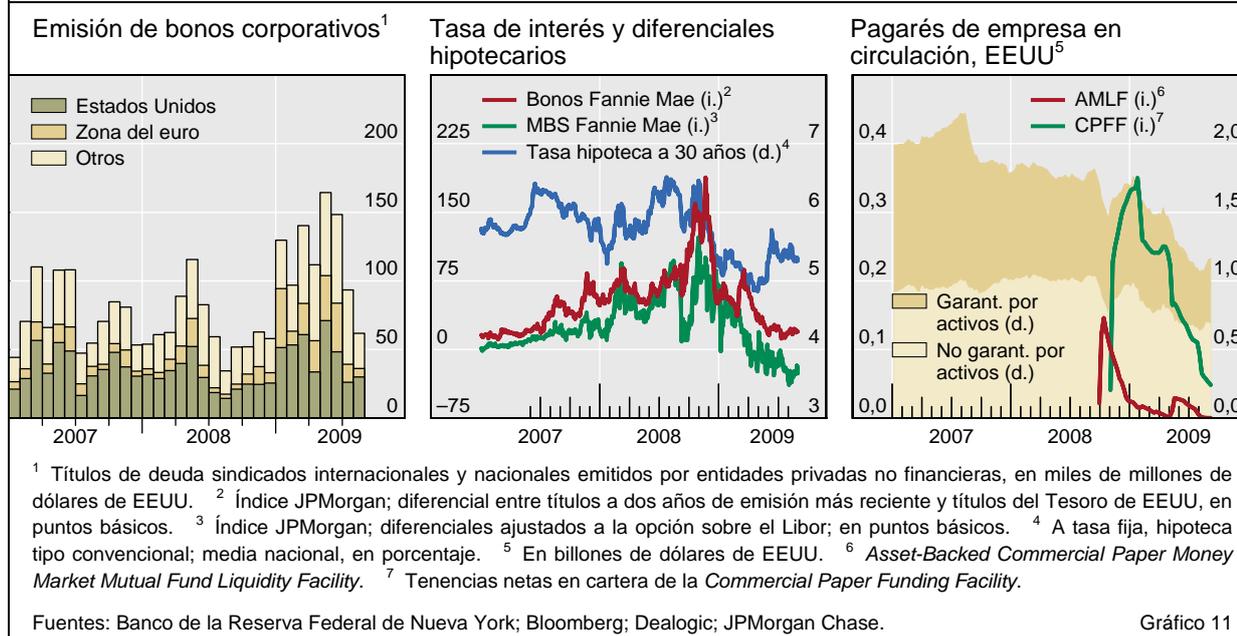
La mejora de las condiciones de los mercados de crédito tuvo también su reflejo en el elevado ritmo de emisión de deuda corporativa observado en todo el mundo durante el periodo analizado (véase el panel izquierdo del Gráfico 11). Los fuertes volúmenes emitidos por las sociedades no financieras en las principales monedas coincidieron con los continuos esfuerzos de los bancos por desapalancar y mejorar sus balances.

Los mercados hipotecarios y de titulización estadounidenses continuaron gozando de ayudas públicas (véase el panel central del Gráfico 11). Los diferenciales de los bonos de titulización hipotecaria (MBS) de las agencias semipúblicas volvieron a estrecharse, continuando la tendencia a la baja iniciada el pasado noviembre tras anunciar la Reserva Federal sus planes para adquirir valores emitidos por esas agencias. La creciente refinanciación concedida por las agencias a los prestatarios en forma de préstamos con intereses más bajos ocasionó a finales de junio una subida transitoria de las tasas de interés hipotecarias convencionales a 30 años. Esas actividades de refinanciación entrañaron también un aumento de 100.000 millones de dólares en el volumen total de MBS en circulación entre el primer y el segundo trimestre del año. Al mismo tiempo, y como resultado, el volumen de MBS en circulación emitido por las agencias creció en más de 200.000 millones de dólares en el segundo trimestre, mientras que el volumen de MBS emitido por otras sociedades retrocedía en más de 100.000 millones de dólares.

Continuidad del elevado ritmo de emisión de deuda corporativa



## Emisión mundial de bonos corporativos y mercado estadounidense de deuda hipotecaria y pagarés de empresa

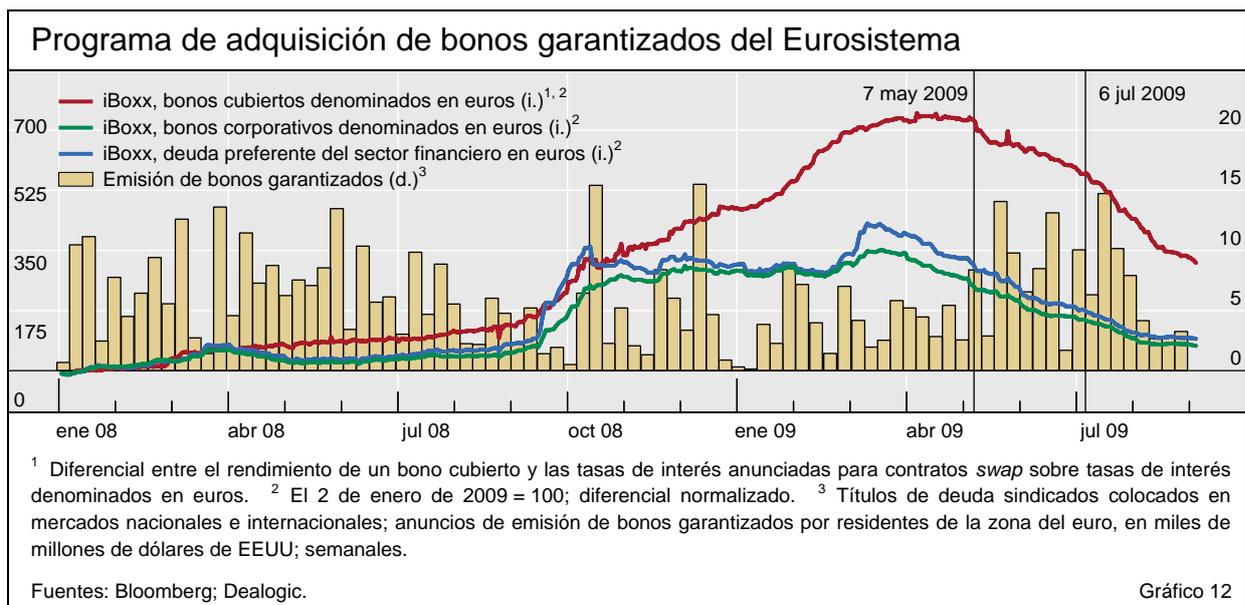


Persiste la debilidad de los mercados de ABS y CMBS...

Si bien las medidas de política beneficiaron a los mercados de deuda hipotecaria de Estados Unidos, otros segmentos continuaron reflejando la débil situación financiera. Los más afectados fueron los mercados de ABS respaldados por préstamos a consumidores y empresas y los de CMBS. A mediados de agosto, la Reserva Federal y el Tesoro estadounidense reaccionaron prorrogando la Facilidad de Préstamo a Plazo de Bonos de Titulización de Activos (TALF) hasta el 31 de marzo de 2010 para nuevas emisiones de ABS y emisiones previas de CMBS, y hasta el 30 de junio de 2010 para nuevas emisiones de CMBS.

... mientras el mercado de CP muestra incipientes síntomas de recuperación

Pese a su continua debilidad, el mercado de pagarés de empresa (CP) estadounidense dio sus primeros síntomas de mejora. Los volúmenes en circulación cayeron hacia mediados de agosto hasta 1 billón de dólares, para repuntar después y situarse en 1,16 billones a comienzos de septiembre (véase el panel derecho del Gráfico 11). El menor ritmo de emisión de CP, junto a la elevada emisión de deuda corporativa, sugiere una notable caída de la financiación empresarial a corto plazo. La recuperación del mercado de CP se reflejó también en el volumen de activos en circulación amparado en los programas de la Reserva Federal dirigidos a este mercado. El volumen de la Facilidad de Financiación de Pagarés de Empresa (CPFF), que presta apoyo a los CP con vencimientos más largos (superiores a 90 días), cayó sustancialmente desde unos 160.000 millones de dólares a finales de mayo hasta 48.000 millones a comienzos de septiembre. El Programa de Liquidez de Pagarés de Empresa Respaldado por Activos de los Fondos de Inversión del Mercado Monetario (AMLF) se redujo hasta apenas 79 millones de dólares a inicios de septiembre, tras haber alcanzado casi 29.000 millones a comienzos de mayo.



Los mercados de crédito de la zona del euro se vieron afectados por las políticas de apoyo a hipotecas y bonos garantizados. El 6 de julio, el BCE y los 16 bancos centrales nacionales de la zona lanzaron el programa de adquisición de bonos garantizados del Eurosistema, que había sido anunciado el 7 de mayo. Este programa aporta fondos para la adquisición de bonos garantizados, con un importe nominal objetivo de 60.000 millones de euros. En el periodo comprendido entre el 6 de julio y comienzos de septiembre de 2009, las compras de bonos cubiertos amparadas en el programa alcanzaron un importe nominal total de alrededor de 10.000 millones de euros, algo menos del 20% del volumen total emitido durante el mismo periodo.

El programa afectó tanto a los diferenciales de rendimiento como al volumen emitido en el mercado europeo de bonos garantizados. Desde su anuncio, los diferenciales de estos bonos se han reducido notablemente (véase el Gráfico 12). El programa también parece haber contribuido a revitalizar el mercado primario de bonos garantizados. Las emisiones en este mercado, que habían sido escasas desde septiembre de 2008, aumentaron visiblemente en mayo tras el anuncio del programa. Además, los prestatarios han podido emitir en el extremo inferior del rango de diferenciales indicativos anunciados durante el periodo previo a su comercialización, habiéndose observado excesos de demanda en numerosos casos. Desde el lanzamiento del programa, se han emitido bonos garantizados en los mercados español, francés y alemán, así como en Portugal, los Países Bajos e Italia, países con menor tradición en este tipo de emisiones. Al amparo del programa se han adquirido también bonos garantizados de instituciones anteriormente ajenas a este mercado.

El programa de apoyo del BCE...

... contribuye a elevar la emisión de bonos garantizados

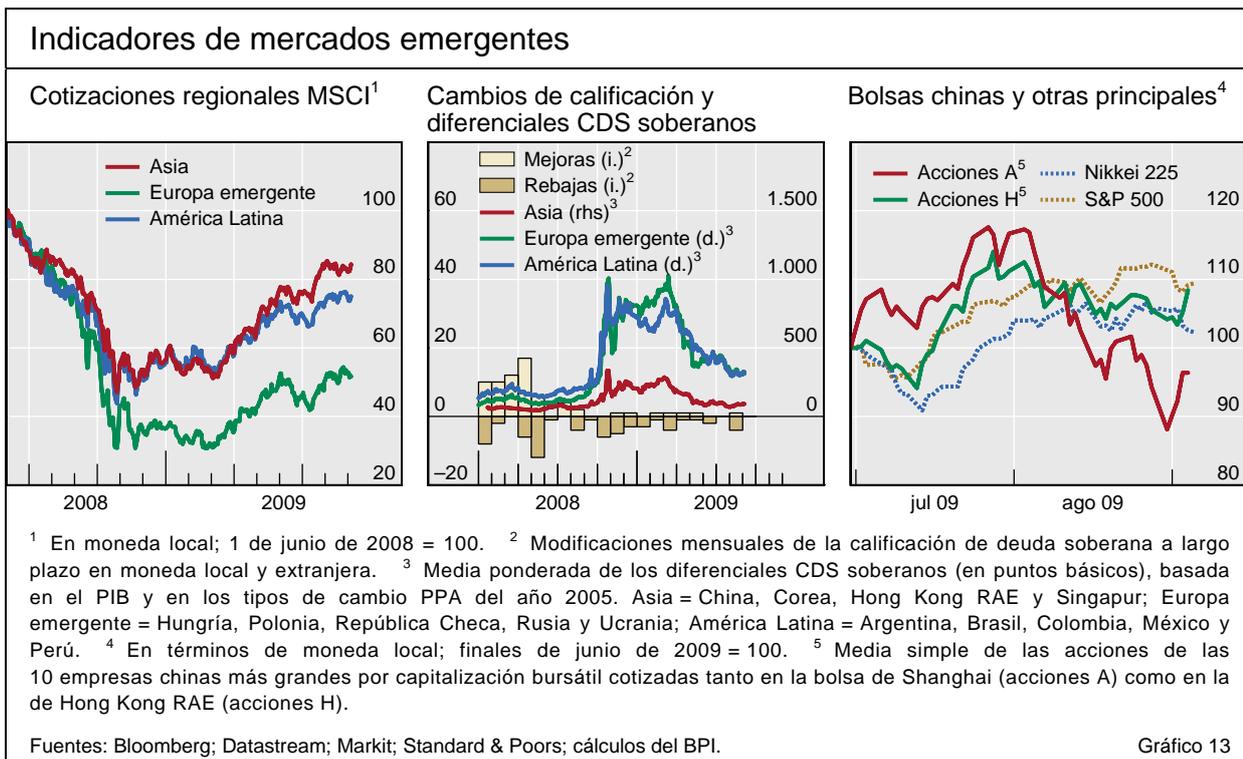
## La corrección del mercado bursátil chino reverbera en otros mercados

La renovada tolerancia al riesgo sigue estimulando los activos de mercados emergentes

La renovada tolerancia de los inversionistas al riesgo continuó favoreciendo los activos de los mercados emergentes. Entre finales de mayo y comienzos de septiembre de 2009, las cotizaciones bursátiles de las economías de mercado emergentes subieron en consonancia con las de los mercados tradicionales (véase el panel izquierdo del Gráfico 13). Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana y corporativa se estrecharon, aunque a un ritmo más gradual que antes (véase el panel central del Gráfico 13). La mejora de las condiciones de mercado alentó una nueva ronda de emisiones de deuda por parte de las empresas de países emergentes tanto en los mercados nacionales como internacionales (véase el panel derecho del Gráfico 14). La emisión de acciones, que había sido escasa hasta marzo de 2009, comenzó a recuperarse en el segundo trimestre. Los flujos de inversión de cartera hacia los mercados emergentes, que se habían reanudado en etapas previas del presente año, continuaron en meses posteriores. Las monedas de las economías emergentes se apreciaron, aunque en distinto grado, en parte como reflejo de su atractivo para los inversionistas en busca de mayores rendimientos (véase el panel central del Gráfico 14).

El repunte económico en Asia concita la atención

El fuerte repunte de la actividad en las economías emergentes asiáticas suscitó el interés de los participantes en los mercados, atentos al ritmo y la forma de la recuperación económica mundial. En julio, la publicación de las cifras preliminares de crecimiento del PIB de Singapur durante el segundo trimestre (a una tasa anualizada del 20%, tras varios trimestres de contracción) y de Corea (9,7%, la mayor tasa de crecimiento trimestral en más



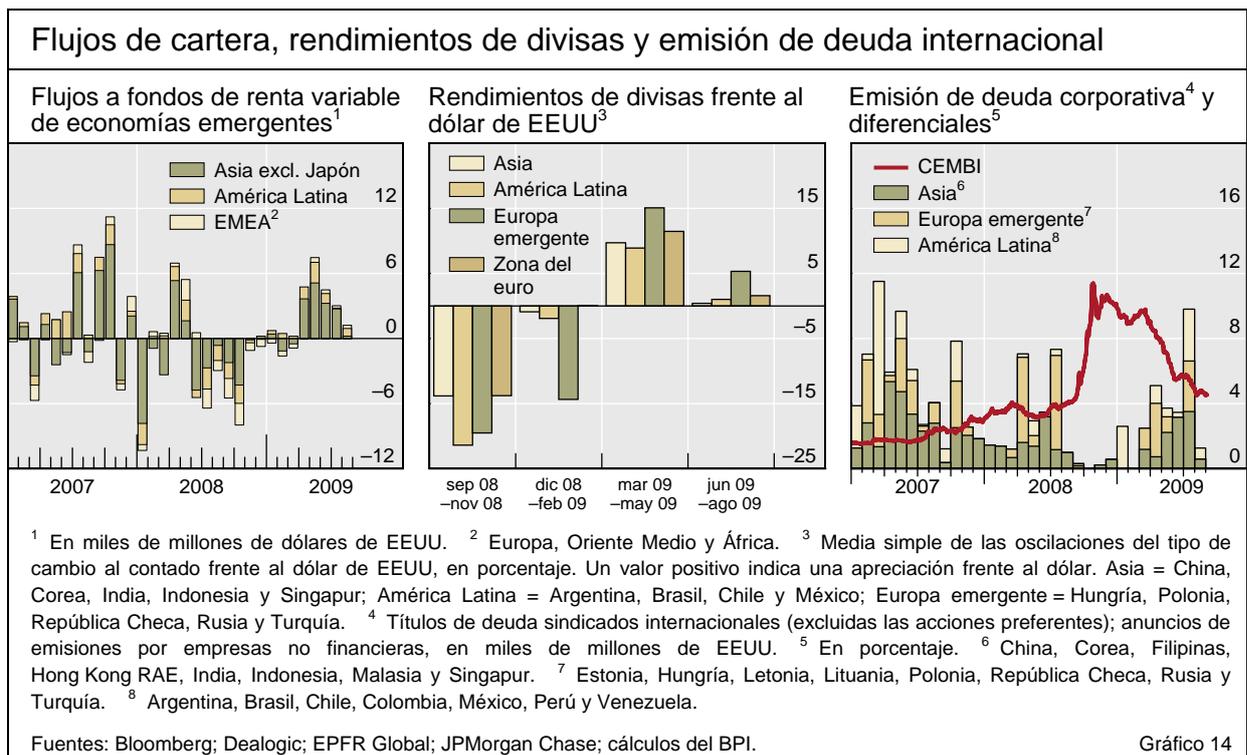
de cinco años) hizo pensar que la región podría estar saliendo de la recesión. Datos posteriores correspondientes a otras economías asiáticas también sugieren una recuperación de la actividad, atribuible a una reanudación de los flujos comerciales y al efecto de las medidas de estímulo fiscal. Las expectativas de una pronta recuperación económica en la región contribuyeron a un creciente optimismo que estimuló la demanda de activos de los mercados emergentes.

China concitó una particular atención de los participantes en el mercado. Su capacidad para reanudar su crecimiento, paralizado por el desplome de la demanda externa a comienzos del presente año, tendió a atribuirse a la pronta y enérgica respuesta fiscal de las autoridades chinas. Sin embargo, dado que el crédito bancario, especialmente el concedido por los cuatro grandes bancos comerciales de titularidad pública, resultó decisivo para la financiación del estímulo, comenzó a temerse que la rápida expansión del crédito bancario (el nuevo crédito concedido en el primer semestre del año se triplicó en términos interanuales hasta superar los 7 billones de renminbi (1 billón de dólares estadounidenses)) pudiera exacerbar la acumulación de capacidad productiva excedente en algunos sectores y alentar una inflación de los precios de los activos.

Las esperanzas de que la solidez del crecimiento chino liderara la recuperación de la economía mundial se disiparon más tarde ante el temor a que las autoridades pudieran adoptar medidas para evitar un sobrecalentamiento. Las noticias de un inminente endurecimiento del crédito bancario aparecidas en los medios de comunicación el 29 de julio lastraron el índice bursátil chino en más de un 5% en esa misma sesión. Además, ante sus posibles implicaciones para el crecimiento mundial, estas noticias reverberaron

Los mercados depositan sus esperanzas de recuperación en los estímulos de la política económica china...

... para intranquilizarse después por su posible endurecimiento



El episodio de ventas generalizadas en el mercado bursátil chino lastra otros mercados...

en otros importantes mercados bursátiles de Asia y otras regiones, frenando temporalmente las ganancias en curso (véase la anterior sección sobre mercados bursátiles). Las cifras de la economía china publicadas el 11 de agosto, con una producción industrial menos sólida de lo esperado y una pronunciada caída intermensual del crédito bancario, suscitaron nuevas dudas sobre el crecimiento mundial e indujeron nuevas ventas de acciones dentro y fuera del país.

... aunque sólo de forma limitada

Dicho esto, cabe señalar que la influencia del mercado bursátil chino sobre otras bolsas de valores resultó limitada. Aunque ciertos mercados bursátiles parecieron mostrarse sensibles a la evolución del mercado chino durante este periodo, su volatilidad no fue en ningún caso tan elevada. Incluso la caída del precio de las acciones de empresas de China continental cotizadas en Hong Kong RAE (acciones H) no fue tan acusada como la de sus correspondientes acciones A negociadas en Shanghai (véase el panel derecho del Gráfico 13). El mercado bursátil chino continuó deslizándose a la baja en la segunda quincena de agosto, pese a la estabilización o recuperación de otros mercados. A finales de ese mes, el índice agregado de la Bolsa de Shanghai había retrocedido más de un 20% con respecto a su máximo de primeros de agosto, disipando todas las ganancias registradas desde comienzos de junio.

La significativa corrección de las cotizaciones chinas en agosto lastró la evolución agregada de los mercados de renta variable asiáticos. El índice MSCI Emerging Markets Asia avanzó únicamente un 11% entre finales de mayo y el 4 de septiembre, por lo que su evolución relativa frente al más amplio índice World no resulta ya tan favorable como a finales de julio. Los mercados bursátiles asiáticos finalizaron también el periodo peor que las bolsas de las economías emergentes de Europa (con la notable excepción del mercado ruso, que sufrió un retroceso neto) y de algunos países de América Latina. Los datos sobre flujos de capital hacia fondos de inversión indican que, aunque los fondos de inversión en renta variable latinoamericana y de Europa emergente continuaron registrando entradas netas en agosto, los flujos netos hacia fondos en renta variable asiática cayeron muy por debajo de las cifras observadas en meses anteriores (véase el panel izquierdo del Gráfico 14).

## Salida de las políticas de balance de los bancos centrales

*Robert N. McCauley*

Con la mejora de la situación en los mercados, comienza a debatirse cuándo y cómo endurecerán la política monetaria los bancos centrales y si para ello se desharán de los activos que acumularon durante la crisis para mantener los mercados en funcionamiento e influir en el precio de los activos («política de balance»). En principio, estas decisiones pueden tomarse de forma independiente. Conforme señala el Capítulo VI del 79º Informe Anual del BPI, los bancos centrales pueden elevar las tasas de interés oficiales y reducir los excedentes de reservas sin necesidad de contraer sus balances, siempre que cuenten con las herramientas adecuadas.

En este recuadro se analizan los factores que condicionan la secuencia de estas dos decisiones. Los dos casos extremos son los siguientes: reducir el tamaño del balance para elevar después las tasas de interés y subir las tasas de interés sin contraer antes el balance. Estos casos pueden representarse mediante el desplazamiento a la izquierda y luego hacia arriba, o bien directamente hacia arriba, en el Gráfico A que representa el tamaño del balance en el eje de abscisas (denotando con base 100 la escala máxima de la política de balance) y la tasa de interés en el eje de ordenadas (con base inicial cero). Debe tenerse en cuenta que la reducción de los activos presenta diferentes implicaciones (y que los cambios en la composición de los activos o en su tamaño pueden ser importantes).

En un extremo se situaría el Banco de Japón (BoJ), que en 2006 contrajo su balance antes de elevar las tasas de interés oficiales. Al carecer de autoridad para remunerar las reservas excedentes, decidió no sustituir los activos que iban venciendo en los meses posteriores a marzo de 2006<sup>®</sup>. Las «cuentas corrientes», o reservas bancarias, se redujeron desde 31 billones de yenes a finales de marzo de 2006 hasta alrededor de 10 billones a mediados de junio, con una caída incluso mayor de sus activos totales, de 145 a 113 billones de yenes el 20 de junio. Esta contracción del balance, junto con la reapertura de líneas de crédito interbancario y la introducción de la negociación de contratos a plazo sobre tasas de interés a un día, preparó a los mercados para la subida de la tasa a corto plazo aplicada en julio. El Gráfico A muestra un desplazamiento hacia la izquierda a lo largo del eje de abscisas para un nivel de tasas de interés cero, con un posterior retorno a tasas positivas. Esta manera de liquidar activos dependía de la existencia de estrictos límites sobre las tenencias de deuda a largo plazo<sup>®</sup> y sobre el plazo de las operaciones monetarias. Cabe señalar que el BoJ siguió comprando bonos cada mes tras esta salida de las reservas excedentes y el retorno a tasas de interés positivas.

La estrategia del Banco de Japón centrada en sus pasivos podría restarle valor como ejemplo de cómo salir de una situación de bajas tasas de interés. En el caso japonés, la decisión sobre el tipo de activos a adquirir para sostener los pasivos del banco central se consideró accesoria y la elección de activos a corto plazo permitió una liquidación rápida, pero pasiva. El Banco de Inglaterra y la Reserva Federal se encuentran en una situación bien distinta: el primero adquiriendo deuda para reducir las tasas a largo plazo, y el segundo comprando divisas para mantener depreciado el franco suizo.

En ambos casos, el tipo de estrategia elegida pasa por diversas consideraciones, como el funcionamiento, los precios y la reacción de los mercados, además la eventual liquidación de activos a corto plazo. Además, también podrían influir las diferentes interpretaciones de la política de balance (fondos frente a flujos), a las que no siempre se presta suficiente atención. Desde la perspectiva de fondos, el estímulo monetario procede de la *tenencia* de activos por el banco central, como deuda pública u otros bonos, mientras que desde la perspectiva de flujos, procede de la *compra* de activos por éste. Desde esta óptica, el estímulo se agota cuando dejan de anunciarse compras, pudiendo ser conveniente la existencia de una asimetría: un efecto máximo al comprar y «neutralidad» al vender.

Esta distinción podría ser trascendente cuando llega el momento de endurecer la política. Conforme a la interpretación de fondos, subir la tasa de interés a corto plazo sin vender bonos sería como pisar el freno mientras el otro pie presiona firmemente el acelerador. Según la interpretación de flujos, retirando el pie del acelerador, no habría problema en pisar el freno. Así pues, la perspectiva de fondos coincidiría con una senda de endurecimiento como la del vector A del gráfico (o incluso como la del BoJ), mientras que la perspectiva de flujos permitiría una senda de endurecimiento similar a la del vector B.

Las políticas del Banco de Inglaterra parecen haberse basado en la perspectiva de fondos. En concreto, entre sus motivaciones para que las compras de deuda pública británica alcanzasen una octava parte del PIB figuraba la cantidad de dinero en sentido amplio. El Banco de Inglaterra ha dejado claro que, cuando el objetivo de inflación exija reducir el estímulo monetario, podrá recurrir a dos medidas:

## Salidas esquematizadas a las políticas de balance con tasas oficiales bajas



Fuente: cálculos del autor.

Gráfico A

subir las tasas de interés oficiales y vender activos. La venta de letras del propio Banco también podría drenar liquidez, «permitiéndonos escalonar las ventas de deuda pública»<sup>①</sup>. Como consecuencia, los analistas realizan sus previsiones basándose en aumentos tanto de la tasa de interés a corto plazo como de la venta de deuda pública.

En cambio, la Reserva Federal parece interpretar principalmente en términos de flujos el estímulo monetario procedente de sus compras de deuda por valor de 1,75 billones de dólares. De cara al futuro, podría desaconsejarse la venta de deuda por la dificultad para calibrar su efecto contractivo según la evolución de factores como las restricciones del balance y el apetito por el riesgo de las sociedades financieras. Dicho esto, la Reserva Federal ha señalado que su estrategia de salida no seguirá necesariamente una senda vertical como la del vector B. Al estar facultada para remunerar las reservas excedentes (al igual que el Banco de Inglaterra), la Reserva Federal *podría* dejar de comprar bonos y elevar las tasas de interés sin reducir sus activos<sup>②</sup>. Alternativamente, *podrían* drenarse las reservas excedentes sin necesidad de vender activos ya sea realizando operaciones de recompra a corto plazo con valores a largo plazo o bien ampliando la venta de valores del Tesoro por encima de sus necesidades de endeudamiento y depositando los fondos captados en la Reserva Federal. Entre las opciones posibles figuraba la venta de deuda, aunque como último recurso.

El Banco Nacional de Suiza ha dado pocas pistas sobre su estrategia para abandonar sus compras de divisas destinadas a impedir la apreciación de su moneda. Desde un punto de vista conceptual, estudios recientes sobre la intervención en el mercado de divisas analizan sus efectos sobre el flujo de las órdenes, mientras que el modelo de equilibrio de carteras enfatiza el tamaño relativo de los fondos. Desde una perspectiva conductual, hay bancos centrales que han reducido el volumen de sus reservas oficiales de divisas tras una serie de compras, pero en general predominan los casos similares al de Japón desde 2004, donde se mantienen los niveles de reservas alcanzados tras las intervenciones. Al reconsiderarse el nivel de reservas más adecuado para Suiza, habrá que tener en cuenta su reciente trayectoria de endeudamiento en dólares frente a la Reserva Federal y al mercado.

Además de los factores anteriores, la economía política también podría condicionar la estrategia de salida escogida. El máximo de activos que podía comprar el Banco de Inglaterra quedó establecido *a priori* en un intercambio de cartas entre el Tesoro británico y el propio Banco, estos activos se depositaron en una cuenta especial y se estipuló una indemnización del Gobierno en caso de pérdidas por subidas de las tasas de interés. Estas cláusulas permiten al Banco de Inglaterra vender deuda pública sin pérdida alguna para sus limitados recursos propios, por lo que las consideraciones de economía política podrían no ser relevantes en este caso. Sin embargo, sí podrían serlo en el caso de la Reserva Federal, dada la coordinación menos formal de sus compras de activos con el Tesoro estadounidense, ya sea como destinatario de sus beneficios o como gestor de su deuda.

<sup>①</sup> Alternativamente, el BoJ podría emitir sus propios bonos para drenar liquidez, intercambiando así dos tipos de pasivo sin afectar por tanto a su activo. <sup>②</sup> Banco de Japón, Departamento de Mercados Financieros, «Money market operations in fiscal 2006», *BOJ reports and research papers*, julio de 2007; sobre compras de deuda, «Government debt management at low interest rates», *Quarterly Review*, junio de 2009. <sup>③</sup> Discurso del Subgobernador Bean en Cutlers' Feast, Cutlers' Hall, Sheffield, 21 de mayo de 2009. El 21 de julio de 2009, el *Evening Post* de Nottingham recogió las siguientes declaraciones de Bean: «Es muy probable que primero subamos la tasa de interés oficial. Luego podemos comenzar a vender los activos que hemos comprado a una tasa acorde a las condiciones vigentes en el mercado». <sup>④</sup> «Monetary policy as the economy recovers», en Board of Governors of the Federal Reserve System (2009), *Monetary Policy Report to the Congress* (Washington: Junta de Gobernadores, julio), pp. 34–7.