

Presentación general: la preocupación por el crecimiento cobra protagonismo

Entre comienzos de junio y finales de agosto, la atención de los inversionistas se desplazó desde los problemas de financiación de ciertos soberanos europeos hacia las perspectivas divergentes de crecimiento mundial y sus implicaciones para los precios de los activos. Durante la primera parte del periodo, el mejor acceso a la financiación de una serie de países europeos y la menor incertidumbre tras la publicación de las pruebas de resistencia de los bancos de la UE contribuyeron a reducir las primas de riesgo de la mayoría de los Estados y de los grandes bancos. Los diferenciales de rendimiento retrocedieron y las bolsas subieron en todo el mundo. Los precios de las acciones bancarias también respondieron favorablemente a una serie de anuncios nacionales e internacionales de naturaleza reguladora.

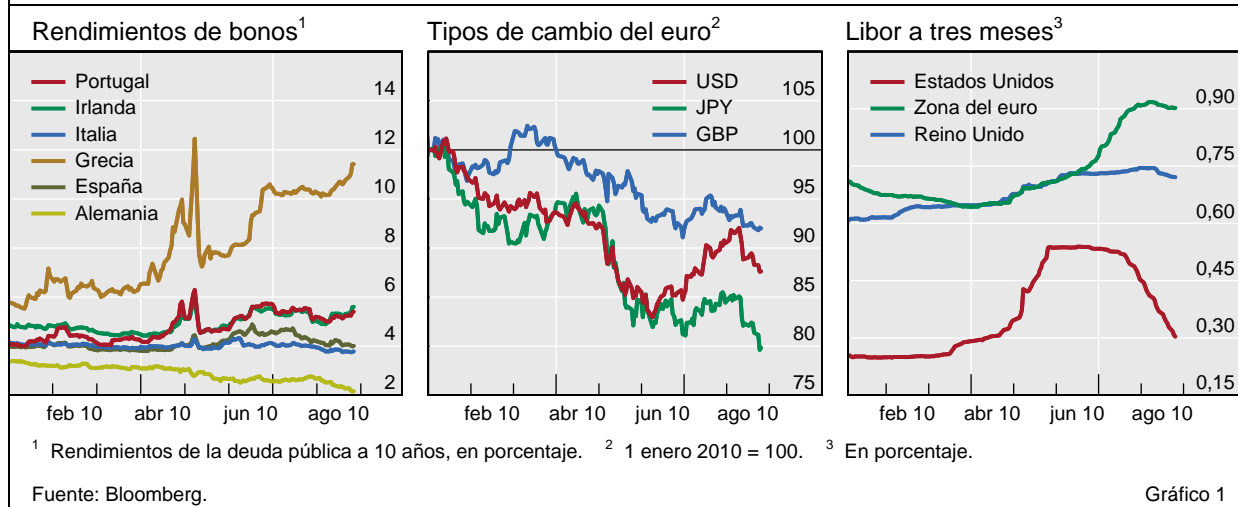
A finales de julio, las crecientes evidencias sobre la debilidad económica de Estados Unidos pusieron en marcha un proceso de reducción de las expectativas de inflación y de caída de los rendimientos de la deuda. En agosto, el descenso de los rendimientos se aceleró y las cotizaciones bursátiles retrocedieron conforme aumentaba la evidencia de un menor crecimiento en una serie de economías avanzadas.

Esta evolución contrastó con el sostenido crecimiento económico en China, aunque algo más reducido, al igual que en una serie de economías asiáticas y latinoamericanas. Las tensiones inflacionistas en las economías emergentes de mayor crecimiento económico, junto con las subidas de los precios de los activos, indujeron el endurecimiento de las políticas de algunos bancos centrales. Al subir las tasas de interés, crecieron las entradas de capital y se apreciaron sus monedas.

Remite la inquietud sobre la financiación soberana de la zona del euro

Los mercados de deuda soberana de la zona del euro se estabilizaron durante el periodo analizado. Entre junio y agosto, los rendimientos de la deuda soberana disminuyeron en todos los países de la zona, excepto en Grecia, Irlanda y Portugal (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). Los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS), por su parte, mostraron una evolución similar. El acceso a los mercados de financiación mejoró en general,

Rendimientos de bonos, tipos de cambio y tasas del mercado monetario para la zona del euro



con emisiones de deuda por parte de numerosos Estados. Durante este periodo, remitieron también las compras de deuda soberana en euros realizadas por el BCE. Durante junio y julio, el euro se recuperó frente a las principales monedas (véase el panel central del Gráfico 1) y las bolsas europeas recobraron parte de sus anteriores pérdidas. Tras haber caído durante junio y julio, los rendimientos de la deuda de Grecia, Irlanda y Portugal aumentaron a partir de comienzos de agosto. En Irlanda, las pérdidas superiores a lo previsto registradas por un banco reflatado con ayudas oficiales alentaron expectativas de un mayor endeudamiento público. El euro, se depreció frente a otras monedas importantes durante la segunda mitad de agosto.

Grecia, España, Portugal e Irlanda superaron pruebas decisivas sobre su capacidad para emitir deuda a pesar de las revisiones negativas de sus calificaciones crediticias. La deuda griega sufrió nuevas presiones a mediados de junio tras la decisión de Moody's de rebajarla a grado de no inversión, con su consiguiente exclusión de los principales índices de deuda de referencia. Pese a ello, Grecia retornó a los mercados primarios de emisión a mediados de julio. Este regreso fue interpretado como una respuesta positiva a los avances en su proceso de reformas ante la oposición pública. Pese a la vigilancia de su calificación con perspectiva negativa decidida por Moody's, España llevó a cabo con éxito subastas a mediados de junio y retornó a los mercados semanas después con otra emisión. Portugal e Irlanda también emitieron bonos al día siguiente de las rebajas en la calificación de su deuda. El 4 de agosto entró en pleno funcionamiento la Facilidad de Estabilidad Financiera Europea (EFSF), reforzando la confianza de los inversionistas al ofrecer una fuente de financiación adicional. La EFSF fue creada por los 16 países de la zona del euro para proporcionar respaldo financiero a cualquier Estado miembro que atravesase dificultades financieras, pero no ha emitido deuda alguna.

Al mejorar los mercados de deuda soberana de la zona del euro...

... el BCE comenzó a reducir sus operaciones de liquidez

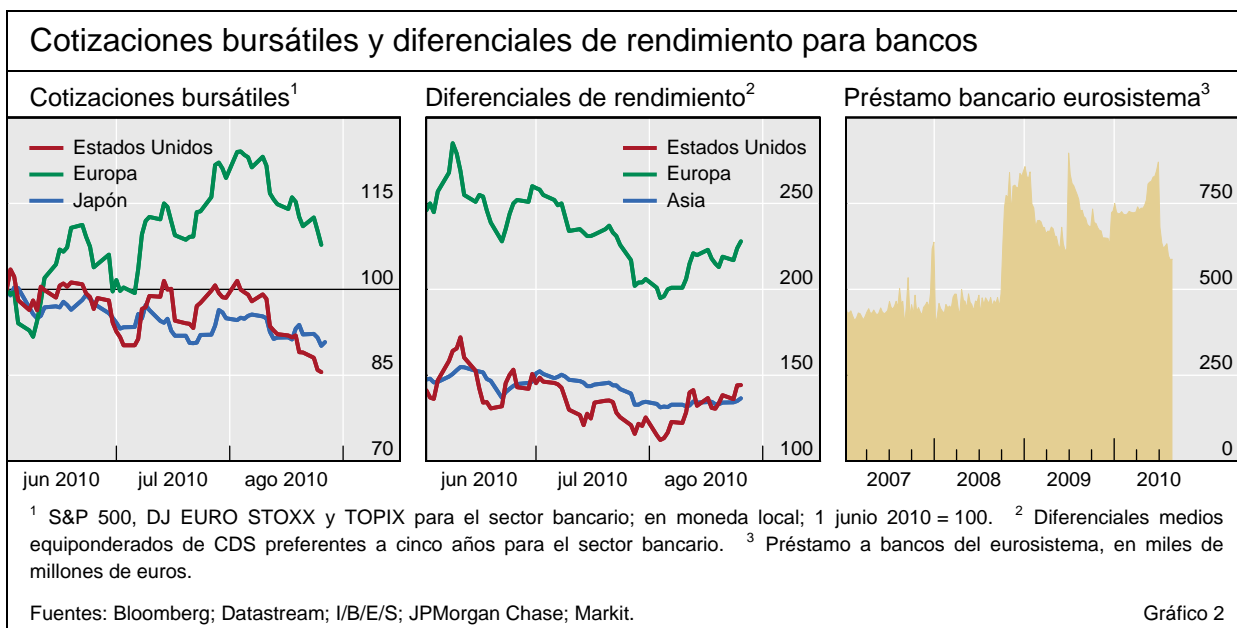
La mejora de las condiciones en los mercados de deuda de la zona del euro desde mediados de junio hasta finales de julio permitió a los bancos centrales comenzar a reducir su presencia en los mercados financieros. A mediados de junio, el Banco Nacional de Suiza dejó de intervenir en los mercados cambiarios para retardar la apreciación del franco suizo. A partir de mediados de junio, el BCE redujo el ritmo de sus adquisiciones de deuda pública y comenzó el cese de sus operaciones extraordinarias de liquidez. Para ello, redujo el tamaño de sus compras semanales de deuda pública a través del Programa para los Mercados de Valores (SMP) y no sustituyó su operación de financiación a plazo más largo a un año cuando expiró el 1 de julio. A finales de julio, el BCE revisó su sistema de activos de garantía, elevando los recortes de valoración para los títulos del sector privado con calificación crediticia más baja. La normalización gradual de la oferta de liquidez del BCE se reflejó en parte en el paulatino aumento del Euribor a tres meses (la tasa de interés a la que los bancos se prestan mutuamente en euros) desde comienzos de junio hasta mediados de agosto. Durante ese mismo periodo, la correspondiente tasa de interés en dólares estadounidenses se redujo, mientras que la tasa británica se mantuvo prácticamente sin cambios (véase el panel derecho del Gráfico 1).

Las pruebas de resistencia de los bancos europeos promueven la transparencia

Publicación de los resultados de las pruebas de resistencia bancaria

Las perspectivas de los inversionistas sobre la situación del sistema bancario europeo mejoraron el viernes 23 de julio tras la publicación de las pruebas de resistencia realizadas a bancos de la UE y Suiza. Los resultados de los primeros aportaron una transparencia muy deseada sobre las carteras de deuda soberana en manos de los principales bancos europeos, así como un conjunto coherente de información sobre sus balances de situación (véase el recuadro de la página 11). Esta mayor transparencia tranquilizó a los inversionistas. El lunes siguiente a dicha publicación las cotizaciones bursátiles de los bancos europeos subieron un 2% y los diferenciales de sus CDS se redujeron entre 10 y 15 puntos básicos (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 2). La mayor confianza en los bancos europeos también contribuyó a reducir las primas de riesgo soberano y a mejorar las condiciones en los mercados monetarios europeos, con una disminución de los créditos del BCE a los bancos del Eurosistema (panel derecho del Gráfico 2).

La publicación por parte del Comité de Basilea de sus propuestas modificadas sobre capital y liquidez el lunes 26 de julio indujo en días posteriores una nueva subida de las cotizaciones bancarias. Los inversionistas agradecieron la actitud prudente adoptada por los reguladores, que reconociendo que una norma de liquidez internacional carece de precedentes, muestran cautela en su aplicación y apuestan por un calibrado prudente pero proporcionado. El Comité anunció también que el coeficiente de financiación estable neta será sometido a un periodo de observación y se convertirá en un requerimiento mínimo el 1 de enero de 2018. Asimismo, introdujo ajustes en el tratamiento de las participaciones minoritarias, las inversiones en instituciones financieras y los derechos del servicio de créditos hipotecarios para



compensar las consecuencias imprevistas de la propuesta inicial de diciembre de 2009 y para garantizar una definición de capital más equilibrada, pero conservadora. Las reacciones favorables a los resultados de las pruebas de resistencia y a las propuestas modificadas del Comité de Basilea se vieron secundadas por una sucesión de resultados positivos anunciados por bancos europeos. Las primas de los CDS bancarios disminuyeron, con una caída del índice iTraxx Europe Senior Financials del 14,5% al término de la semana. En semanas posteriores, los mercados primarios volvieron a abrirse a la emisión de bonos con cobertura y deuda no garantizada de sociedades financieras, en especial bancos españoles.

Los precios de los activos reflejan menor crecimiento esperado en EEUU

En el periodo comprendido entre junio y finales de agosto, una sucesión de noticias macroeconómicas peores de lo esperado se conjugó con un cambio en las perspectivas económicas de la Reserva Federal para convencer a los participantes en los mercados de que la economía estadounidense se estaba desacelerando. Esta opinión, reafirmada por una serie de discursos y declaraciones oficiales de funcionarios de la Reserva Federal, indujo un descenso de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo, en parte como reflejo de unas menores expectativas de inflación.

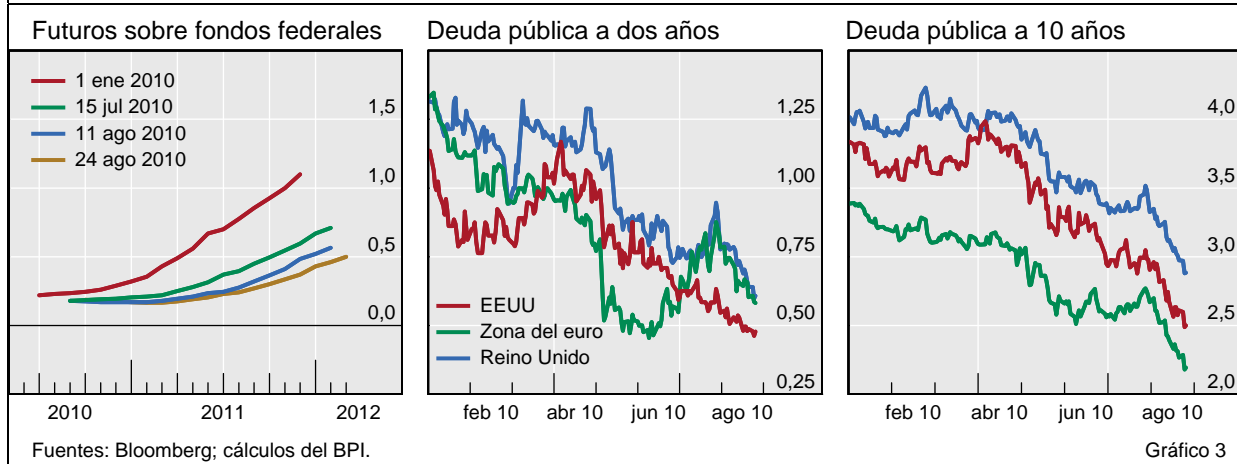
El cambio en las perspectivas de crecimiento estadounidense retrasó la normalización de las condiciones monetarias prevista por los inversionistas, al tiempo que alentó en los mercados expectativas de una posible «relajación cuantitativa» adicional. La declaración a finales de julio ante el Congreso del Presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke, las actas del FOMC y los discursos de funcionarios de la Fed se interpretaron como un nuevo aplazamiento de la vuelta a normalidad de las condiciones monetarias. La Reserva Federal también redujo sus previsiones de crecimiento, tras una sucesión de decepcionantes noticias macroeconómicas en Estados Unidos. La

Desaceleración de la economía estadounidense...

... que induce una caída del rendimiento de los valores del Tesoro...

Expectativas sobre política monetaria

En porcentaje



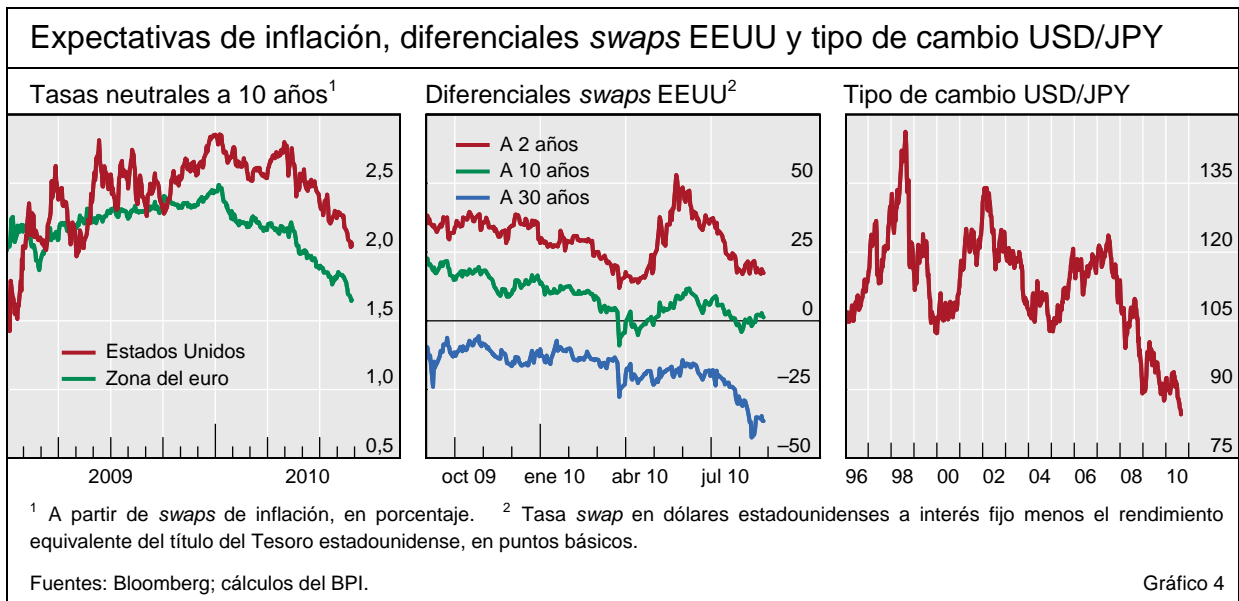
decisión del banco central estadounidense el 10 de agosto de retrasar la reducción del tamaño de su balance mediante la reinversión de los fondos generados por su cartera de títulos hipotecarios en valores del Tesoro estadounidense contribuyó a reafirmar las expectativas de los inversionistas sobre la continuidad de las bajas tasas de interés oficiales. Tras este anuncio, se produjo una caída de los precios de los futuros sobre fondos federales, anticipando que los previsibles aumentos de la tasa oficial probablemente tendrían lugar en el segundo semestre de 2011 o a comienzos de 2012 (véase el panel izquierdo del Gráfico 3).

... y un descenso de la inflación esperada

La curva de rendimientos estadounidense reflejó el cambio en las perspectivas de crecimiento. Los rendimientos de los valores del Tesoro a dos años registraron un mínimo histórico en torno al 0,5% (panel central del Gráfico 3). La tasa de interés a 10 años cayó por debajo del 2,5% —un nivel observado por última vez en diciembre de 2008— pese a que el mercado anticipaba mayores necesidades de endeudamiento público para financiar los crecientes déficits fiscales (panel derecho del Gráfico 3). Este descenso de los rendimientos de los valores del Tesoro a largo plazo es congruente con una menor inflación esperada. Los *swaps* de inflación implicaban una tasa de inflación neutral de alrededor del 1,7% durante los 10 próximos años, inferior al 2% implícito a finales de mayo (panel izquierdo del Gráfico 4).

El diferencial de los *swaps* pasa a ser negativo

Durante la última semana de julio, la tasa fija pagada en un *swap* de tasas de interés a 10 años cayó por debajo del rendimiento de los valores del Tesoro a 10 años, generando un diferencial de *swaps* negativo por segunda vez en el año (panel central del Gráfico 4). Las tasas de los *swaps* suelen ser superiores a los rendimientos del Tesoro, ya que los pagos a tasa variable se basan en las tasas de préstamo interbancario, como el Libor, que contienen riesgo de crédito. Hasta marzo de este año, el diferencial de los *swaps* estadounidenses a 10 años nunca había sido negativo, aunque sí lo fue durante algún tiempo el diferencial a 30 años. El diferencial negativo de los *swaps* a 10 años podría reflejar operaciones de cobertura relacionadas con la emisión de deuda corporativa estadounidense, que aumentó acusadamente en julio. Las reducidas tasas de interés a largo plazo han logrado que los prestatarios con



grado de inversión consideren atractiva la emisión de bonos a tasa fija a 10 años y su conversión en pasivos a tasa variable a cambio de recibir la tasa fija de un *swap* a 10 años. Los comentarios en el mercado sugieren que los bancos pueden haber estado particularmente activos aprovechando esta oportunidad.

Durante los dos meses posteriores a la publicación del informe de la Reserva Federal el 9 de junio sobre la situación económica regional en Estados Unidos (el Libro Beige), que indicaba una atonía del crecimiento económico, el dólar estadounidense se depreció frente a todas las principales monedas. Más notable aún ha sido el mínimo de 15 años registrado frente al yen japonés (panel derecho del Gráfico 4). La rápida apreciación del yen frente al dólar estadounidense movió a las autoridades japonesas a expresar su preocupación por la fortaleza de su moneda y el posible impacto negativo en sus exportaciones.

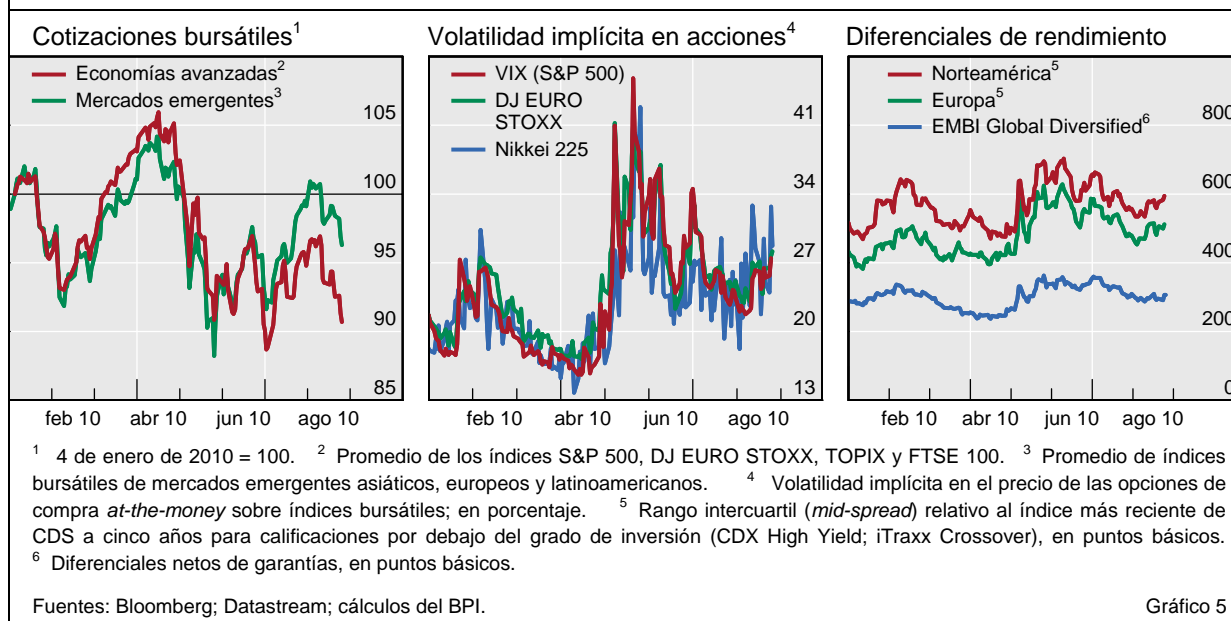
Debilitamiento del dólar de EEUU

Mejor comportamiento de la deuda corporativa ante la cautela de los inversionistas

La creciente preocupación por el crecimiento indujo a los inversionistas a mantenerse prudentes. Aun así, los precios aumentaron tanto en los mercados de renta variable como en los de deuda corporativa, en respuesta a la mejora de las condiciones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, las noticias de beneficios empresariales positivos en Estados Unidos y Europa y la mayor claridad de la agenda reguladora (panel izquierdo del Gráfico 5). Por su parte, la volatilidad de la renta variable también se redujo (panel central). Sin embargo, dadas las sustanciales caídas de los meses precedentes, las cotizaciones bursátiles norteamericanas y europeas se mantuvieron cercanas o por debajo de sus niveles al inicio de año. En cambio, algunos mercados latinoamericanos cosecharon ganancias, que contrastaron con las fuertes pérdidas registradas en los mercados chino, japonés y australiano.

La deuda se comporta mejor que la renta variable...

Cotizaciones bursátiles y diferenciales de rendimiento



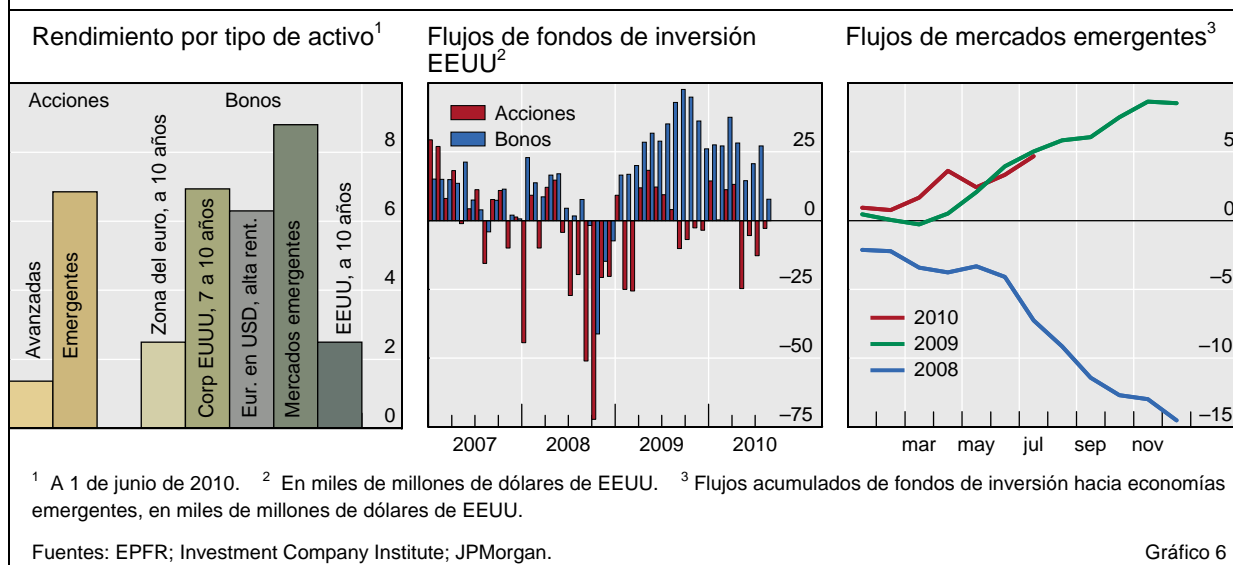
... mientras los fondos fluyen hacia los mercados emergentes

Pese al mantenimiento de los diferenciales de rendimiento (panel derecho del Gráfico 5), tanto los bonos de grado de inversión como los de alta rentabilidad generaron elevados retornos debido a la caída de las tasas de interés libres de riesgo (panel izquierdo del Gráfico 6). El mejor comportamiento relativo de los mercados de deuda frente a las bolsas se reflejó en los flujos de inversión internacional. En Estados Unidos, las fuertes salidas de los fondos de inversión en renta variable entre mayo y julio se vieron compensados por las abultadas entradas en los fondos en renta fija (panel central del Gráfico 6), que volvieron a aumentar durante el mes de julio.

Normalización gradual de las políticas, dentro de la diversidad

El menor crecimiento de las economías avanzadas y los niveles históricamente reducidos de los rendimientos de la deuda pública alentaron una creciente demanda de activos con mayores rendimientos esperados en las principales economías de mercado emergentes. Este mayor interés de los inversionistas se refleja tanto en las encuestas como en los datos sobre flujos de inversión. Tras experimentar fuertes salidas en 2008, los fondos de inversión en renta variable y renta fija de los mercados emergentes registraron cuantiosas entradas durante 2009 y el primer semestre de 2010 (panel derecho del Gráfico 6). Desde comienzos de junio, la deuda de los países emergentes ha sido uno de los activos de mayor rentabilidad (panel izquierdo). Los mercados de renta fija y variable de Brasil, China y la India, así como del sudeste asiático, que habían retrocedido en respuesta a la creciente volatilidad y mayor aversión al riesgo durante la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, repuntaron un 10% o más (panel izquierdo del Gráfico 7). Por su parte, los diferenciales de los CDS de la deuda soberana de esos países disminuyeron y sus tipos de cambio se apreciaron (panel derecho).

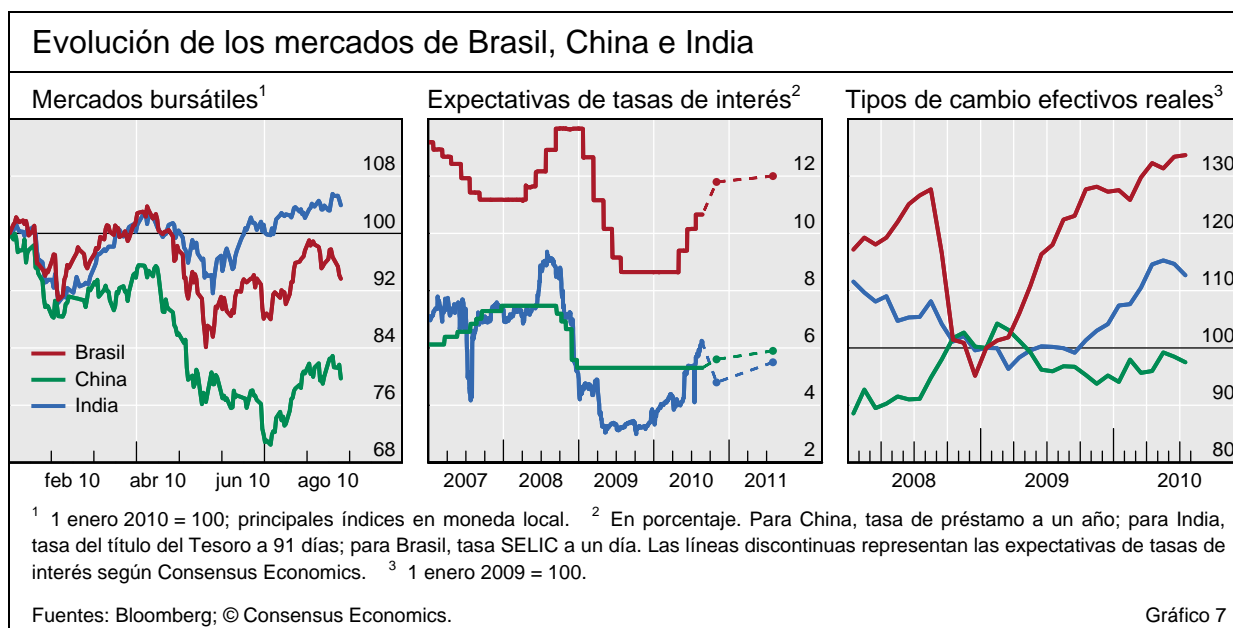
Mejores resultados de los bonos ante la cautela de los inversionistas



Estos movimientos de los precios de los activos reflejaron las expectativas entre los inversionistas de continuidad de las altas tasas de crecimiento en las principales economías emergentes, pese al endurecimiento de las políticas internas y al menor crecimiento de las economías avanzadas. En el ámbito de la política monetaria, los bancos centrales de las economías en rápido crecimiento intentaron contener las presiones inflacionistas y los crecientes precios de los activos mediante una combinación de subidas de las tasas de interés oficiales, apreciación del tipo de cambio y adopción de medidas macroprudenciales (panel central del Gráfico 7). Las previsiones de consenso sobre inflación, que iniciaron un descenso en julio, sugerían que los mercados consideraban fructíferas esas políticas más restrictivas.

Las economías en rápido crecimiento endurecen sus políticas...

China, por ejemplo, ha adoptado recientemente diversas medidas para reducir la expansión del crédito y normalizar otras políticas. El 19 de junio, el

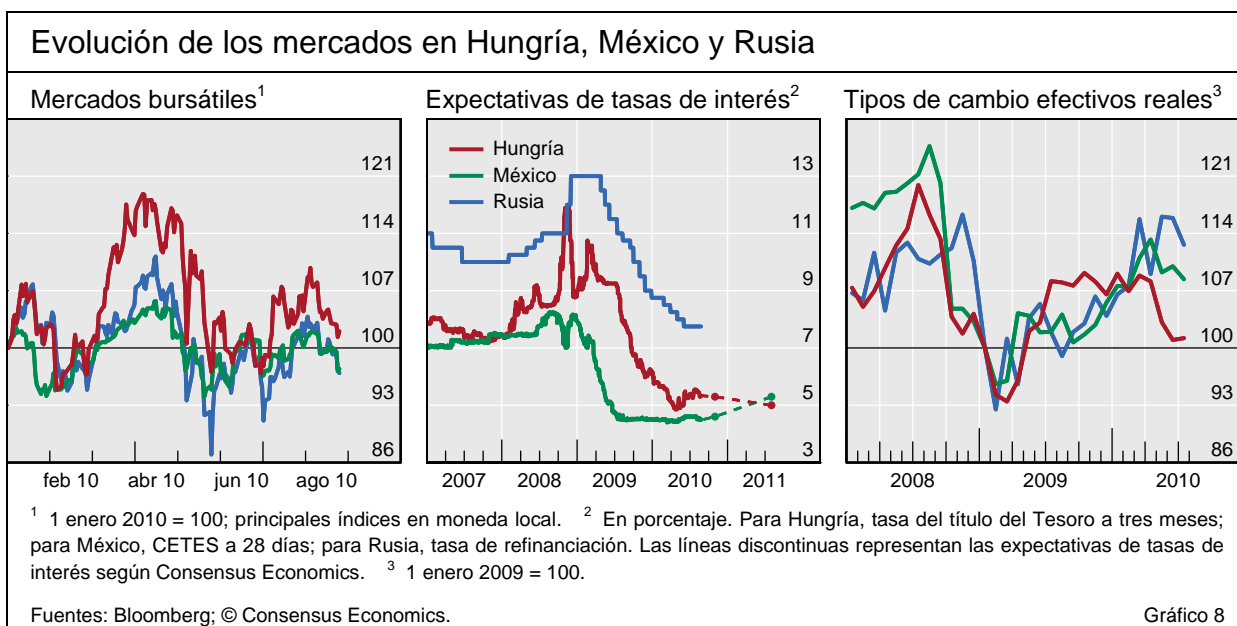


Banco de la República Popular de China (PBoC) anunció que «avanzaría en las reformas del régimen de tipo de cambio del RMB [renminbi] y aumentaría la flexibilidad de éste». Los inversionistas consideraron que esta declaración implicaba el final del régimen de tipo de cambio fijo no oficial entre la moneda china y el dólar adoptado por China como medida frente a la crisis. Tras su anuncio, el PBoC señaló que no se produciría una sustancial revaluación puntual del renminbi, al fijar el tipo de cambio al contado diario al mismo nivel que antes del anuncio. La reacción inicial en el mercado de divisas a plazo con liquidación por diferencias (NDF) resultó significativa, al apreciarse estos contratos implícitamente frente al dólar estadounidense el 6,7% a un mes y el 2,7% a un año. Pese a las iniciales expectativas en los mercados, hacia finales de agosto el renminbi se había apreciado menos de un 0,5% frente al dólar estadounidense.

... mientras otras reducen las tasas de interés

Mientras una serie de países emergentes experimentaban altos crecimientos y políticas más restrictivas, otros registraron crecimiento más débil y condiciones monetarias más laxas. Entre los países que redujeron sus tasas de interés oficiales están México y Colombia en América Latina; Rusia, la República Checa y Hungría en Europa central y oriental; y Sudáfrica. Cada una de estas economías afrontaba diferentes retos, algunos de origen interno y otros externos. Las bolsas de Hungría, México y Rusia, por ejemplo, fueron muy volátiles, subiendo durante junio y julio, pero sufriendo posteriores retrocesos a finales de julio y en la primera mitad de agosto (véase el panel izquierdo del Gráfico 8), conforme los bancos centrales reducían sus tasas de interés oficiales (panel central). Las expectativas de menor crecimiento y tasas de interés más bajas contribuyeron a la depreciación de los correspondientes tipos de cambio (panel derecho).

En el caso de Hungría, las declaraciones y las medidas del nuevo gobierno introdujeron la volatilidad en los mercados de renta variable y en el tipo de cambio. A comienzos de junio, un funcionario público sugirió que no



cabía descartar la suspensión de pagos del país, ocasionando una brusca caída del forint húngaro y un aumento del rendimiento de la deuda pública. Acentuando los temores de los inversionistas, en julio el gobierno húngaro canceló de repente las conversaciones con el FMI sobre los términos de un paquete crediticio FMI/EU, dejando en suspenso financiación por importe de 4.400 millones de euros.

Pruebas de resistencia bancaria en la UE: buenas para la transparencia

Michael Davies y Michael R. King

Las pruebas de resistencia de los bancos de la UE se diseñaron para evaluar la flexibilidad del sistema bancario de la UE ante una serie de perturbaciones adversas sobre la economía y los mercados financieros. Las pruebas fueron realizadas por el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS), la Comisión Europea y los supervisores nacionales e incluyeron a 91 bancos de 20 Estados miembros de la UE que representaban en torno al 65% de los activos bancarios de la UE y al menos el 50% de los activos en el respectivo Estado miembro. La mayor cobertura se registró en España, con la participación de 27 bancos que representaban casi el 100% de los activos bancarios del país. Los resultados, tanto para el agregado de la UE como para cada grupo bancario individual, se publicaron el viernes 23 de julio tras el cierre de los mercados de valores europeos. Ese mismo día, el regulador bancario suizo FINMA anunció también que los dos mayores bancos suizos habían superado sus pruebas de resistencia.

Las pruebas de los bancos de la UE analizaron tres escenarios macroeconómicos para un periodo de dos años hasta diciembre de 2011: (i) un escenario de referencia bajo las perspectivas económicas de la UE con un crecimiento del PIB del 1% en 2010 y del 1,7% en 2011; (ii) un escenario adverso donde el PIB se sitúa un 3% por debajo de las previsiones de la UE durante el periodo de dos años; y (iii) el escenario adverso junto con una perturbación soberana. Dicha perturbación se modeló como un desplazamiento al alza de la curva de rendimientos de la deuda pública en todos los países de la UE, con subidas adicionales —en función del país— de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. Para cada escenario, las autoridades aportaron un conjunto común de variables macroeconómicas correspondientes a cada Estado miembro de la UE, Estados Unidos y el resto del mundo. Para superar la prueba, los bancos debían mantener un coeficiente de capital de Nivel 1 de al menos el 6% en cada uno de los escenarios (frente al mínimo regulador del 4%).

La mayoría de los bancos superaron con facilidad las pruebas de resistencia, con una caída del coeficiente de capital de Nivel 1 para el agregado de la UE desde el 10,3% a finales de 2009 hasta el 9,2% a finales de 2011 en el escenario más riguroso. En este escenario, las pérdidas agregadas por deterioro de la cartera crediticia ascendían a 473.000 millones de euros durante los dos años, las pérdidas en la cartera de negociación representaban 26.000 millones de euros y la perturbación soberana añadía otros 67.000 millones de pérdidas. El resultado de operación esperado del sector bancario durante ese horizonte de dos años prácticamente compensaba esas pérdidas.

Siete bancos no alcanzaron el coeficiente de capital de Nivel 1 del 6% y, en conjunto, debían captar unos 3.500 millones de euros de capital adicional. Otros 20 bancos mantuvieron coeficientes de capital comprendidos entre el 6% y el 7%. Los bancos con déficits de capital fueron cinco Cajas de Ahorro españolas (con necesidades de 1.800 millones de euros), el Hypo Real Estate de Alemania (1.200 millones de euros) y el Banco Agrícola de Grecia (200 millones de euros). Las autoridades están trabajando con estos bancos para aumentar sus coeficientes de capital o proceder a su reestructuración. Con anterioridad a la publicación de los resultados de las pruebas, algunos países ya habían establecido facilidades de respaldo, mientras que en otras economías las autoridades han anunciado la disponibilidad de fondos públicos si fuera necesario.

El ejercicio no estuvo exento de críticas, por ejemplo se citó la escasa severidad de las pruebas, que no contemplaron el impacto de la suspensión de pagos de un país de la zona del euro, por lo que no sometieron a tensión los precios de la deuda pública mantenida en las carteras de inversión (el grueso de las carteras de los bancos). Además, las pruebas se centraron en los coeficientes de capital de Nivel 1 vigentes y no en los coeficientes de Nivel 1 básicos que son más exigentes, aunque la diferencia entre estas dos medidas sólo es significativa en algunos países. Pese a estas críticas, el mercado agradeció la mayor transparencia ofrecida por las pruebas, especialmente la coherencia de los datos sobre deuda soberana de la UE mantenida por cada uno de los bancos.

Durante las semanas previas a la publicación de los resultados, las acciones de los bancos evolucionaron mejor que los índices bursátiles generales y los diferenciales de los CDS de la deuda bancaria se estrecharon, anticipando posiblemente un resultado positivo. La reacción inmediata del mercado tras la publicación de los resultados oficiales fue favorable, con una subida del 2% de las acciones de los bancos europeos y un descenso de entre 10 y 15 puntos básicos de los diferenciales de sus CDS en la primera jornada de negociación posterior a la publicación. En las semanas siguientes, continuó la subida de las acciones bancarias y el estrechamiento de los diferenciales de los CDS, aunque el efecto de las pruebas de resistencia no puede distinguirse de la respuesta de los mercados a la actualización del paquete de reformas sobre la liquidez y el capital anunciada por el Comité de Basilea. Además, una serie de bancos publicaron resultados positivos durante este periodo. El acceso de los mayores bancos a la financiación en los mercados al parecer mejoró tras la publicación. En consonancia, ha aumentado la emisión de deuda de los bancos europeos, particularmente de los mayores bancos españoles. Sin embargo, evidencias informales sugieren que los bancos de pequeño y mediano tamaño siguen soportando difíciles condiciones de financiación.