

II. La crisis financiera internacional

En el periodo transcurrido desde la publicación del pasado Informe Anual, la crisis financiera entró en su segundo año y se transformó en una pérdida generalizada de confianza en el sistema financiero internacional. El estallido de la crisis en 2007 se produjo tras un prolongado periodo caracterizado por tasas de interés reales anormalmente bajas, facilidad de acceso al crédito, reducida volatilidad de los mercados financieros y aumentos generalizados de los precios de los activos, factores todos ellos que generaron vulnerabilidades enormes, aunque ocultas. La cristalización de esas vulnerabilidades, después de repetidas pérdidas por depreciación de los activos, provocó disfunciones en los principales mercados financieros y puso en entredicho la solvencia de importantes segmentos del sistema bancario internacional. En respuesta, los Gobiernos intervinieron repetidamente a una escala sin precedentes. Con todo, y pese al éxito de esas medidas para atajar la crisis financiera, la persistente fragilidad de los mercados anticipaba un proceso de normalización incierto y probablemente dilatado.

Hasta ahora, la crisis se ha desarrollado en cinco etapas más o menos diferenciadas de intensidad variable, iniciándose con las turbulencias procedentes del mercado hipotecario *subprime* entre junio de 2007 y mediados de marzo de 2008 (véase el Gráfico II.1). A esta primera etapa, centrada principalmente en la liquidez de financiación, siguió un proceso de acumulación de pérdidas bancarias y depreciación del valor de los activos conforme el deterioro cíclico iba traduciéndose en descensos adicionales de



los precios de los activos. Como consecuencia, en la segunda etapa de la crisis, desde marzo de 2008 hasta mediados de septiembre del mismo año, las dificultades de financiación se transformaron en preocupación por la solvencia, suscitando abiertamente el riesgo de quiebras bancarias. Una de ellas, la de Lehman Brothers el 15 de septiembre, desencadenó la tercera y más intensa etapa de la crisis, caracterizada por una pérdida de confianza en todo el mundo, que únicamente pudo atajarse mediante rondas de intervenciones públicas sin precedentes. En la cuarta etapa, desde finales de octubre de 2008 hasta mediados de marzo de 2009, los mercados se ajustaron a unas perspectivas de crecimiento mundial cada vez más pesimistas en un entorno de incertidumbre sobre los efectos, en los mercados y la economía, de las medidas oficiales adoptadas. La quinta etapa, iniciada a mediados de marzo de 2009, ha venido marcada por síntomas de cierto optimismo en los mercados, pese a la persistencia de noticias macroeconómicas y financieras bastante negativas, si bien una auténtica normalización —el final de la crisis— aún parece remota.

Las etapas iniciales

Primera etapa: preludio (hasta mediados de marzo de 2008)

Las pérdidas en activos *subprime* se transformaron en tensiones financieras generalizadas...

Durante la primera etapa de la crisis, los temores asociados a las pérdidas en préstamos hipotecarios *subprime* en Estados Unidos dieron paso a tensiones financieras generalizadas. En resumen, lo que inicialmente aparentaba ser un problema limitado a una pequeña parte del sistema financiero estadounidense (véase el Gráfico II.2) se extendió con rapidez, a medida que las complejas interrelaciones entre los mercados crediticios (véase el Gráfico II.3) y de financiación (véase el Gráfico II.4) iban traducéndose de forma creciente en tensiones sistémicas en el sector financiero (véase el Cuadro II.1)¹.

A partir de junio de 2007, las pérdidas en las hipotecas *subprime* revelaron enormes vulnerabilidades, como el amplio recurso a financiación apalancada y fuera de balance, de forma que activos presuntamente de bajo riesgo —muchos relacionados con el mercado hipotecario estadounidense— se financiaban en la práctica con fondos a corto plazo renovables. La acumulación de pérdidas en los activos subyacentes terminó por distorsionar el modelo de financiación a corto plazo en el que se basaban esas posiciones, obligando a un proceso de reintermediación forzosa. El 9 de agosto de 2007 la inestabilidad se propagó a los mercados interbancarios, presagiando una crisis de mayor alcance en los mercados financieros. Las depreciaciones de activos se acentuaron en meses posteriores, induciendo presiones sobre los balances bancarios y provocando finalmente, a mediados de marzo de 2008, una grave crisis de liquidez en Bear Stearns. La secuencia de acontecimientos culminó en la absorción, auspiciada por el Gobierno estadounidense, de ese banco de inversión en dificultades por parte de JPMorgan Chase.

... culminando con la absorción de Bear Stearns...

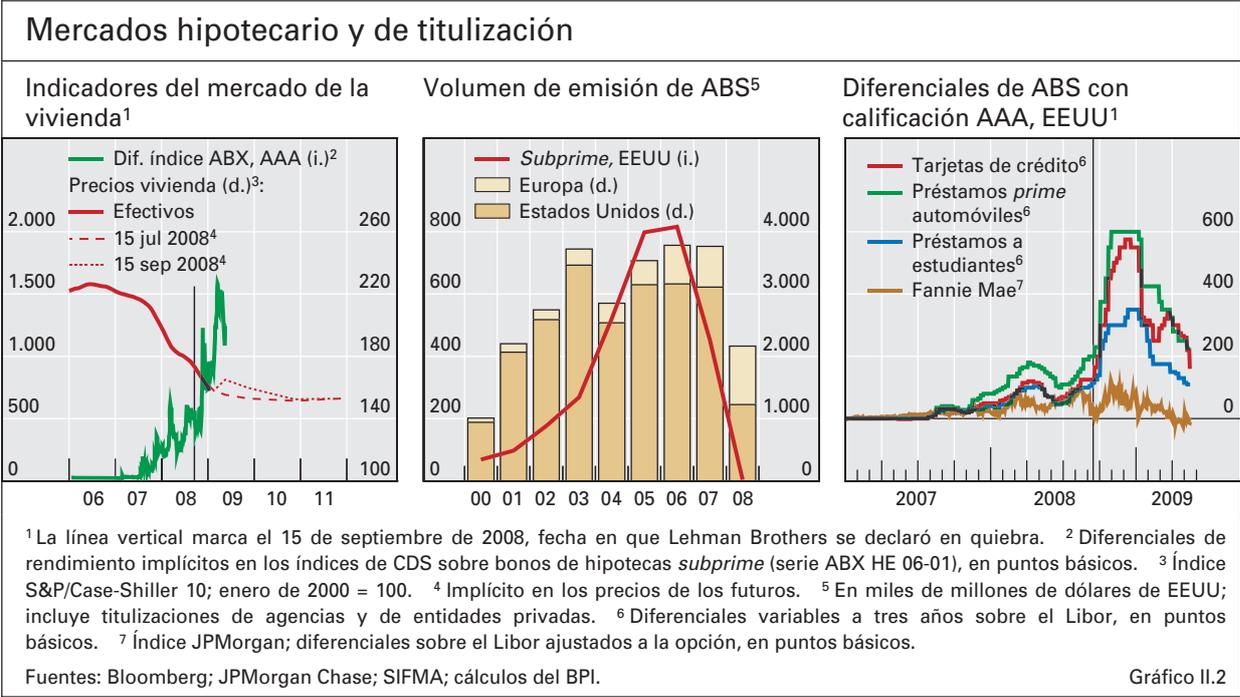
¹ Véase en el Capítulo VI del 78º Informe Anual del BPI una detallada descripción de la evolución de los mercados financieros durante esta etapa inicial de la crisis financiera.

Sucesión de acontecimientos ^①	
2007	
9 de agosto	Los problemas en los mercados hipotecario y de crédito se transmiten a los mercados monetarios interbancarios ante las dificultades de los emisores de pagarés corporativos titulizados para refinanciar los títulos en circulación; los principales fondos de inversión suspenden los reembolsos, alegando incapacidad para valorar sus activos.
12 de diciembre	Los bancos centrales de cinco grandes zonas monetarias anuncian medidas coordinadas para aliviar las presiones en los mercados monetarios a corto plazo, incluida la creación de líneas de <i>swaps</i> en dólares.
2008	
16 de marzo	JPMorgan Chase se compromete a comprar Bear Stearns en una transacción impulsada por las autoridades estadounidenses.
4 de junio	Moody's y Standard & Poor's rebajan la calidad crediticia de las aseguradoras <i>monoline</i> MBIA y Ambac, reavivando el temor a una depreciación contable de los instrumentos que éstas aseguran.
13 de julio	Las autoridades estadounidenses anuncian medidas de respaldo para dos agencias semipúblicas hipotecarias estadounidenses (Fannie Mae y Freddie Mac), incluida la compra de acciones.
15 de julio	La Comisión de Valores y Bolsa estadounidense (SEC) restringe las ventas cortas en descubierto (<i>naked short selling</i>).
7 de septiembre	Fannie Mae y Freddie Mac quedan bajo tutela pública.
15 de septiembre	Lehman Brothers Holdings Inc se declara en quiebra.
16 de septiembre	Reserve Primary, uno de los mayores fondos del mercado monetario estadounidense, registra rendimientos negativos desencadenando un volumen inaudito de órdenes de reembolso; el gobierno estadounidense interviene para respaldar a la aseguradora AIG (en los meses posteriores se verá obligado a aumentar y reestructurar repetidamente el paquete de rescate).
18 de septiembre	Medidas coordinadas de los bancos centrales para aliviar el estrangulamiento de la financiación en dólares de EEUU, con 160.000 millones de dólares en nuevas líneas de <i>swaps</i> y la ampliación de las ya existentes; las autoridades del Reino Unido prohíben la venta en descubierto de acciones de instituciones financieras.
19 de septiembre	El Tesoro de Estados Unidos anuncia la creación de un aval temporal para los fondos del mercado monetario; la SEC prohíbe la venta en corto de acciones de instituciones financieras; se publican los primeros datos sobre una propuesta del Tesoro estadounidense que destinaría 700.000 millones de dólares a la adquisición de activos tóxicos de los balances de instituciones financieras (<i>Troubled Asset Relief Program, TARP</i>).
25 de septiembre	Las autoridades intervienen Washington Mutual, la mayor caja de ahorros de EEUU con cerca de 300.000 millones de dólares en activos.
29 de septiembre	Bradford & Bingley, una entidad de crédito hipotecario del Reino Unido, se nacionaliza; tres gobiernos europeos inyectan capital en la entidad bancaria y aseguradora Fortis; el Gobierno alemán impulsa la concesión de una línea de financiación a la entidad de crédito hipotecario alemana Hypo Real Estate; adquisición del banco estadounidense en dificultades, Wachovia; la Cámara de Representantes de Estados Unidos rechaza la propuesta TARP.
30 de septiembre	El grupo financiero Dexia recibe una inyección de capital público; el Gobierno de Irlanda anuncia la constitución de un fondo para garantizar los depósitos bancarios, los bonos cubiertos y la deuda preferente y subordinada de seis bancos irlandeses; los gobiernos de otros países adoptan iniciativas similares en las semanas siguientes.
3 de octubre	El Congreso de los Estados Unidos aprueba el TARP modificado.
8 de octubre	Los principales bancos centrales rebajan las tasas de interés oficiales de forma coordinada; las autoridades británicas anuncian un paquete de apoyo integral con inyecciones de capital para bancos constituidos en el Reino Unido.
13 de octubre	Los principales bancos centrales anuncian la provisión ilimitada de dólares de EEUU para aliviar las tensiones en los mercados monetarios; los gobiernos de la zona del euro se comprometen a impulsar la recapitalizaciones en el conjunto del sistema bancario; algunas fuentes señalan que el Tesoro de EEUU podría destinar 125.000 millones de dólares a la compra de participaciones en nueve grandes bancos.
28 de octubre	Hungría recibe un paquete de apoyo financiero de 25.000 millones de dólares del FMI y otras instituciones multilaterales para contener las crecientes salidas de capital y las consiguientes presiones sobre la moneda.

29 de octubre	Para combatir el prolongado estrangulamiento de la financiación en dólares, la Reserva Federal de Estados Unidos establece líneas de <i>swaps</i> con las autoridades monetarias de Brasil, Corea, México y Singapur.
15 de noviembre	Los países del G-20 se comprometen a adoptar medidas conjuntas para mejorar la cooperación, restablecer el crecimiento global y reformar los sistemas financieros mundiales.
25 de noviembre	La Reserva Federal anuncia la creación de una línea de 200.000 millones de dólares para la concesión de créditos contra titulaciones respaldadas por préstamos al consumo y a pequeñas empresas; también destina hasta 500.000 millones a la compra de bonos y valores de titulización hipotecaria emitidos por agencias hipotecarias estadounidenses.
2009	
16 de enero	Las autoridades irlandesas toman el control de Anglo Irish Bank; siguiendo la pauta adoptada con Citigroup en noviembre, las autoridades estadounidenses respaldan a Bank of America mediante la toma de una participación en acciones preferentes y la creación de garantías para un paquete de activos tóxicos.
19 de enero	En el marco de un amplio paquete de rescate, las autoridades británicas elevan su participación en Royal Bank of Scotland. Pocos días después, otras autoridades nacionales adoptan medidas similares.
10 de febrero	Las autoridades estadounidenses anuncian la adopción de nuevas medidas integrales de apoyo al sector financiero, entre ellas el <i>Public-Private Investment Program</i> (PPIP) que destina hasta 1 billón de dólares a la compra de activos tóxicos.
10 de febrero	Los ministros de Finanzas y los Gobernadores de los bancos centrales del G-7 confirman su compromiso de adoptar todas las medidas a su alcance para respaldar el crecimiento y el empleo, y reforzar el sector financiero.
5 de marzo	El Banco de Inglaterra lanza un programa de cerca de 100.000 millones de dólares para la compra directa de activos del sector privado y bonos del Estado en un periodo de tres meses.
18 de marzo	La Reserva Federal anuncia que comprará hasta 300.000 millones de títulos del Tesoro a largo plazo en un periodo de seis meses y aumenta los importes máximos de las compras programadas de títulos de agencias de EEUU.
23 de marzo	El Tesoro de Estados Unidos publica información detallada sobre el PPIP propuesto en febrero.
2 de abril	En el comunicado emitido en la cumbre del G-20, los gobiernos se comprometen a realizar esfuerzos conjuntos para restablecer la confianza y el crecimiento, con la adopción de medidas para reforzar el sistema financiero.
6 de abril	El Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de Estados Unidos autoriza nuevas líneas de <i>swaps</i> en divisas, temporales y recíprocas, con el Banco de Inglaterra, el BCE, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza.
24 de abril	La Reserva Federal publica los resultados de las pruebas de tensión realizadas para evaluar la solidez financiera de las 19 mayores instituciones financieras de Estados Unidos, según los cuales la mayoría goza de niveles de capital muy por encima de los necesarios para mantener una correcta capitalización.
7 de mayo	El Consejo de Gobierno del BCE acuerda la compra de bonos cubiertos denominados en euros por parte del Eurosistema; las autoridades estadounidenses publican los resultados de las pruebas de tensión que identifican 10 bancos con un déficit de capital global de 75.000 millones de dólares, que se cubrirá en su mayoría incrementando su volumen de acciones ordinarias.
<p>® Véase una lista más completa de acontecimientos hasta marzo de 2008, en el Capítulo VI del 78º Informe Anual del BPI, junio de 2008.</p> <p>Fuentes: Banco de Inglaterra; Junta de Gobernadores de la Reserva Federal; Bloomberg; <i>Financial Times</i>; <i>The Wall Street Journal</i>.</p> <p style="text-align: right;">Cuadro II.1</p>	

... y dejando el sistema financiero muy debilitado

Pese a haberse eludido una quiebra bancaria directa, esa primera etapa de la crisis debilitó sobremanera el sistema financiero. Los elevados riesgos crediticios lastraron los mercados, mientras los bancos pugnaban por reconstituir sus fondos propios. La elevada volatilidad reflejaba la incertidumbre de los inversionistas sobre las perspectivas económicas y sus repercusiones en el valor de los activos (véase el Gráfico II.5). Por su parte, los



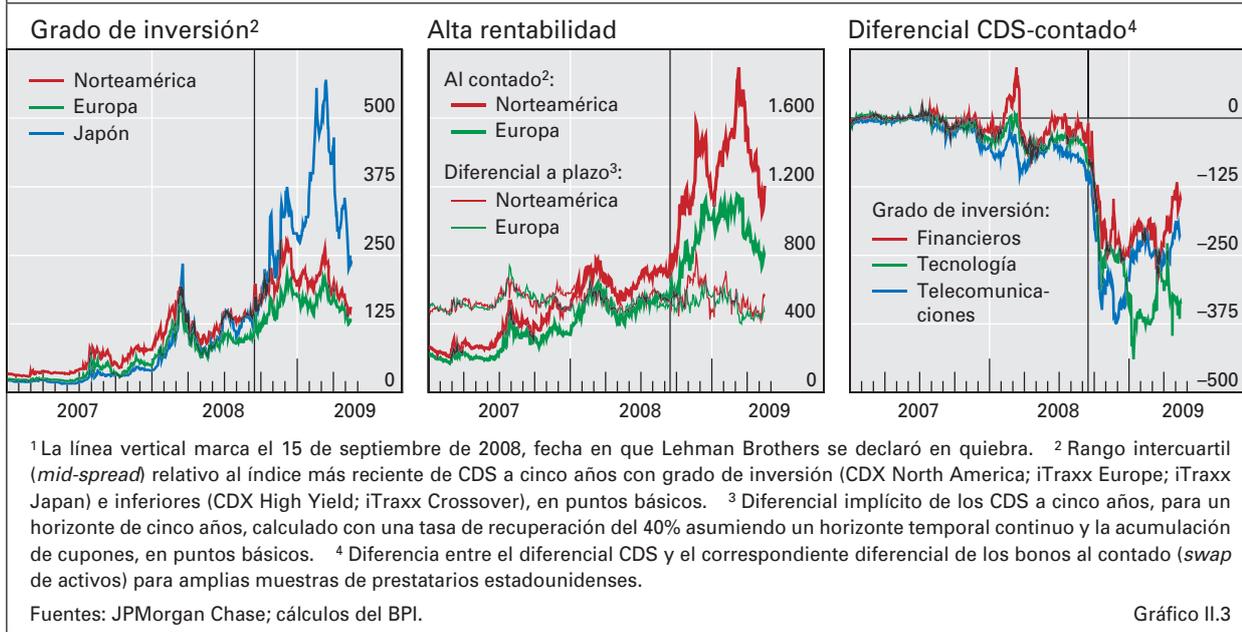
diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) se situaban muy por encima de sus niveles históricos (véase el panel central del Gráfico II.6), mientras las cotizaciones de las acciones registraban caídas sustanciales desde sus máximos de octubre de 2007 (véase el panel izquierdo del Gráfico II.7). Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda (véase el Gráfico II.8) y las tasas de interés oficiales (véase el Gráfico II.9) en las principales economías seguían reflejando su diferente coyuntura cíclica y la percepción de que Estados Unidos sería el país más afectado por la crisis. Esta opinión se vio inicialmente avalada por el sólido crecimiento de numerosas economías de mercado emergentes en el primer semestre de 2008.

Segunda etapa: evolución hasta la quiebra de Lehman Brothers (desde mediados de marzo hasta mediados de septiembre de 2008)

Durante la segunda etapa de la crisis, y tras la breve tregua que siguió a la absorción de Bear Stearns el 16 de marzo, los precios de los activos financieros se vieron nuevamente presionados. Un rasgo distintivo del periodo que abarca hasta mediados de septiembre fue la creciente atención prestada por los inversionistas a los indicios de que la agravada crisis estadounidense se había propagado a otras economías importantes, acarreado una desaceleración económica sincronizada. El panorama resultante de beneficios, impagos y pérdidas concomitantes en el sector financiero tensionó aún más los balances bancarios, alentando temores sobre la capacidad de los bancos para llevar a cabo sus planes de recapitalización. En consecuencia, la atención de los inversionistas se desplazó progresivamente desde aspectos relativos a la liquidez de financiación hacia cuestiones relacionadas con la solvencia bancaria, afectando en especial a aquellas instituciones que destacaban por su elevado apalancamiento y exposición a activos dudosos.

Ante el deterioro de las perspectivas económicas...

Principales índices crediticios de grado de inversión y de alta rentabilidad¹



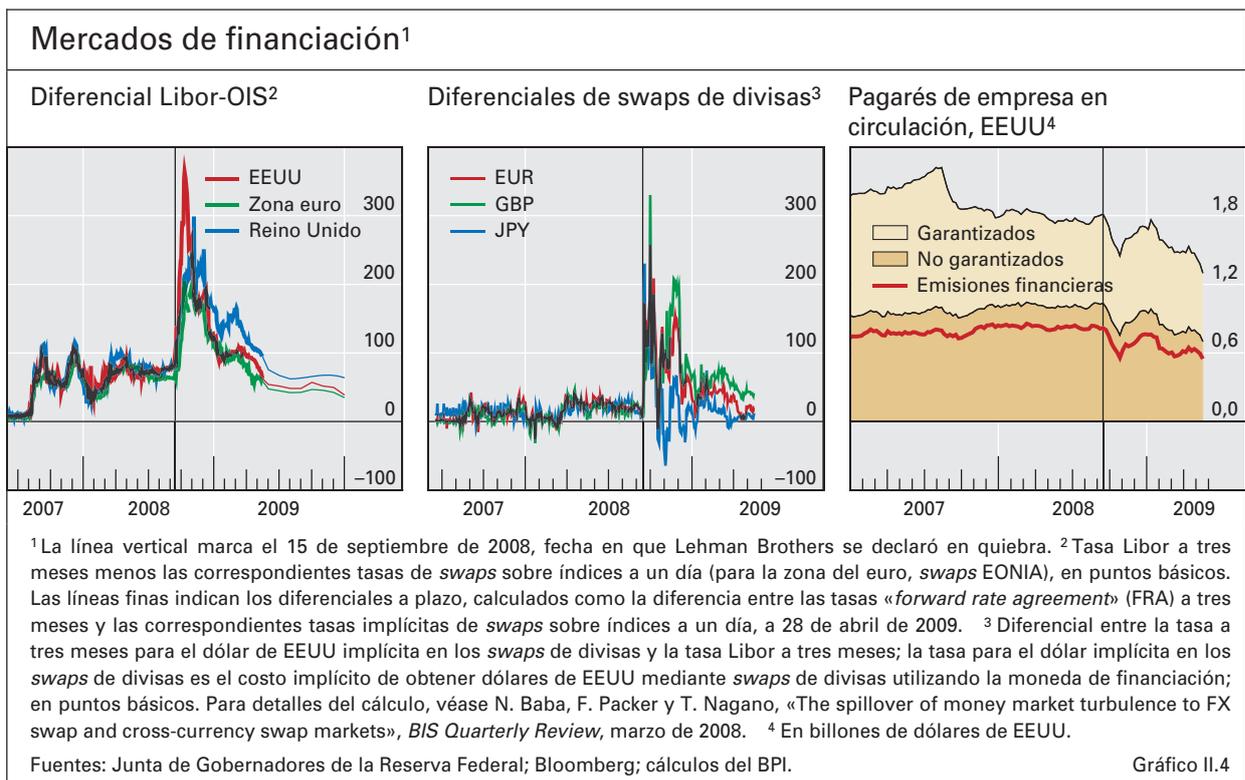
... y las tensiones en los mercados interbancarios...

Pese a que el rescate de Bear Stearns marcó el comienzo de un periodo de relativa estabilidad y de alzas en los precios de los activos financieros, los mercados interbancarios no lograron recuperarse. Los diferenciales entre las tasas interbancarias de financiación a plazo y las tasas de los *swaps* sobre índices a un día (OIS) se mantuvieron en niveles significativamente superiores a los observados hasta agosto de 2007 (véanse el Gráfico II.1 y el panel izquierdo del Gráfico II.4). Así pues, los bancos parecían mostrarse reticentes a comprometer sus balances en operaciones de préstamo a otros bancos, al tiempo que la prima cargada en esos préstamos sugería mayor preferencia por la liquidez, unida a la preocupación por el riesgo de contraparte. Los temores persistieron pese a la inédita batería de medidas adoptadas por los bancos centrales para apoyar el funcionamiento del mercado monetario y suplir fondos previamente aportados por el conjunto de mercados financieros, incluidos los programas de *swaps* de dólares por otras divisas concertados con la Reserva Federal (véase en el Capítulo VI una descripción detallada de éstas y posteriores respuestas de política económica a la crisis).

... reaparecieron los temores sobre las posiciones de capital...

Los acuciantes temores sobre las posiciones de capital de los bancos reaparecieron en junio, tras las malas noticias sobre el problemático sector asegurador de bonos (*monoline*)². La decisión adoptada a comienzos de ese mes por Moody's y Standard & Poor's de revisar a la baja las calificaciones crediticias de MBIA y Ambac, dos importantes aseguradoras de bonos, fue la primera de una serie de rebajas de *rating* de aseguradoras similares a lo largo de las siguientes semanas. Los temores desatados por la depreciación de los

² Las compañías aseguradoras de bonos (*monoline*) ofrecen mejoras crediticias a las emisiones de bonos e instrumentos financieros estructurados, incluidas garantías sobre tramos preferentes de bonos respaldados por préstamos hipotecarios u otros activos, así como sobre emisiones de bonos municipales. En este contexto, las propias calificaciones crediticias de las aseguradoras tienden a determinar las calificaciones de los instrumentos que aseguran.



activos asegurados por estas compañías se sumaron a las noticias sobre la erosión de los beneficios de los bancos de inversión. Como resultado, las valoraciones en los mercados, tanto de deuda como bursátiles, sufrieron un deterioro generalizado a partir de mediados de junio (véase el panel izquierdo de los Gráficos II.3 y II.7), con los activos del sector financiero encabezando las caídas de los índices generales del mercado.

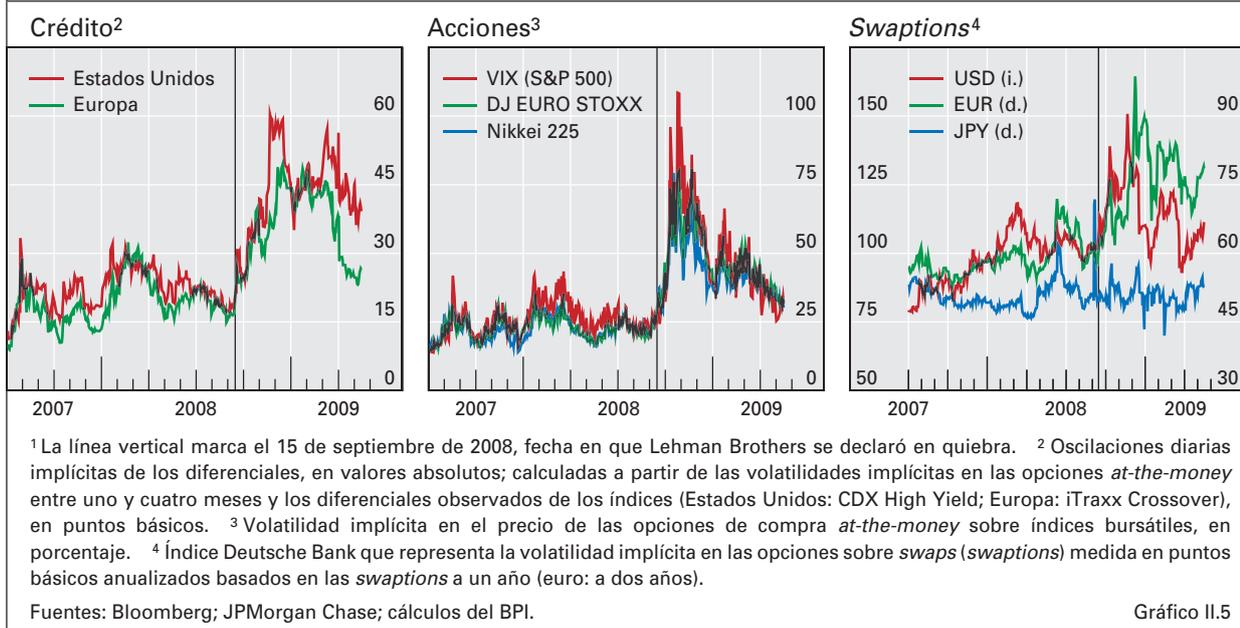
Con todo, las tensiones del sector financiero se cebaron en Fannie Mae y Freddie Mac, las dos principales agencias semipúblicas (GSE) de financiación hipotecaria en Estados Unidos. En un contexto de creciente debilidad de los mercados inmobiliarios residenciales, se preveía un dilatado periodo de caída de los precios de la vivienda en Estados Unidos (véase el panel izquierdo del Gráfico II.2). Como consecuencia, y pese a las declaraciones de su regulador sobre la adecuada capitalización de las GSE, los diferenciales de rendimiento de su deuda y de los bonos de titulización hipotecaria (MBS) garantizados por estas instituciones retornaron a niveles inéditos desde marzo, cuando se ampliaron con la absorción de Bear Stearns (véase el panel derecho del Gráfico II.2). La cotización de sus acciones se desplomó, anotándose pérdidas superiores al 70% respecto a sus niveles a finales de mayo de 2008. Dado que gran parte de las restantes operaciones de financiación hipotecaria dependía de las garantías aportadas por esas agencias, el Gobierno estadounidense decidió intervenir el domingo 13 de julio, permitiendo al Tesoro ampliar una línea de crédito previa y comprar acciones de las GSE.

Estas medidas de respaldo a las GSE estadounidenses dieron un respiro transitorio a los mercados financieros. Los diferenciales de rendimiento se estrecharon y las cotizaciones bursátiles comenzaron a recuperar parte de las pérdidas anteriores. La adopción de nuevas medidas de emergencia por

... afectando especialmente a las GSE hipotecarias estadounidenses

Las medidas de apoyo a las GSE...

Medidas de la volatilidad implícita¹



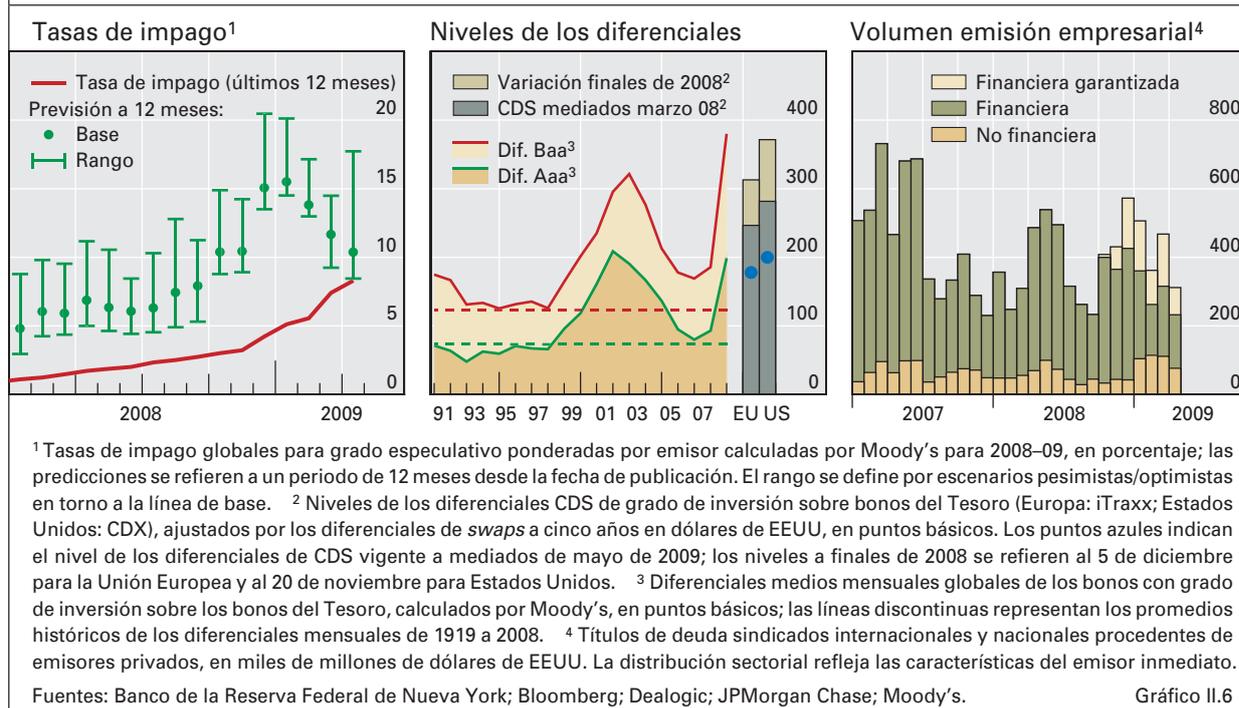
parte de la Comisión de Valores y Bolsa estadounidense (SEC) con el fin de frenar la venta en descubierto de acciones de los principales bancos y firmas de intermediación financiera también contribuyó a aliviar las tensiones. En consecuencia, y como reflejo de la tendencia general a la reducción de las primas de riesgo, las volatilidades implícitas de las diferentes categorías de activos retrocedieron desde sus máximos previos, permaneciendo no obstante por encima de los niveles previos a la crisis, a mediados de 2007 (véase el Gráfico II.5).

Simultáneamente, la incertidumbre sobre las necesidades de financiación de los bancos y el riesgo de contraparte persistía en los mercados monetarios. En este sentido, los diferenciales Libor-OIS en las principales divisas, incluido el dólar estadounidense, mantuvieron su amplitud. En los mercados de *swaps* de divisas se observaron pautas análogas, reflejo de tensiones de financiación asimétricas en dólares estadounidenses y otras monedas que tuvieron como efecto un encarecimiento de los fondos en dólares (véase el Gráfico II.4)³. Este mayor coste de la financiación en dólares se produjo a pesar de las medidas adoptadas por las autoridades estadounidenses a finales de julio, encaminadas a potenciar la eficacia de las facilidades de liquidez creadas en torno a la fecha del episodio de absorción de Bear Stearns. Esta batería de mejoras incluyó préstamos a un plazo mayor (84 días) en el marco del programa de Facilidades de Financiación a Plazo mediante Subasta (*Term Auction Facility, TAF*), complementarias de las subastas de fondos en dólares estadounidenses a plazos más largos realizadas por el BCE y el Banco Nacional de Suiza.

Las tensiones también persistieron en los mercados de la vivienda, reavivando la inquietud de los inversionistas por la solvencia de las GSE

³ Véase en N. Baba y F. Packer, «Interpreting deviations from covered interest parity during the financial market turmoil of 2007–08», *BIS Working Papers*, n° 267, diciembre de 2008, un análisis sobre la propagación de efectos entre los mercados monetarios y los mercados de *swaps* de divisas.

Tasas de impago, diferenciales de rendimiento y volúmenes de emisión



hipotecarias estadounidenses. Las cotizaciones de Fannie Mae y Freddie Mac reanudaron su trayectoria descendente, hasta caer a niveles inéditos desde finales de la década de los 80, al conocerse en agosto pérdidas trimestrales superiores a las previstas. La confianza en la solvencia continuada de ambas agencias se esfumó, forzando al Gobierno estadounidense a asumir formalmente su control el domingo 7 de septiembre. El rescate eliminó en gran medida el riesgo de crédito para los tenedores de su deuda preferente y subordinada, al tiempo que el nuevo paquete de acciones preferentes del Gobierno diluía la participación de anteriores accionistas. Esta intervención presagió los efectos de futuros paquetes de rescate bancario, convirtiéndose en un factor de incertidumbre sobre las consecuencias que podrían tener estas medidas para los inversionistas en función del grado de prelación de sus participaciones.

Pese a que la intervención condujo al estrechamiento de los diferenciales de los MBS garantizados por las GSE y los de sus instrumentos de deuda, no logró disipar los temores sobre la situación general del sector financiero. En cambio, actuó como recordatorio de nuevas pérdidas, que se sumaron a los aproximadamente 500.000 millones de dólares que habían aflorado hasta finales de agosto en todo el mundo por la depreciación de activos financieros. Asimismo, la intervención sugirió que las medidas adoptadas por los bancos centrales para suplir la financiación previamente ofrecida en los mercados podían haber dejado de surtir efecto, lo que recondujo la atención de los inversionistas hacia aspectos relacionados con la solvencia. Al desentenderse éstos de las GSE hipotecarias estadounidenses para centrarse de nuevo en los balances bancarios, las cotizaciones y los diferenciales de rendimiento de las instituciones financieras volvieron a registrar tensiones. Éstas, a su

... culminaron con un rescate en toda regla

Pero las tensiones generalizadas no se disiparon...

... generando graves problemas que se cebaron en los principales bancos de inversión...

vez, agravaron los problemas que los bancos venían encontrando para recomponer sus bases de capital y cubrir sus necesidades de financiación en unos mercados reacios a aceptar garantías que no fueran de la máxima calidad. Las tensiones resultantes fueron generalizadas, aunque con diferencias en función de los distintos modelos de negocio de los bancos y de sus implicaciones para los activos dudosos, la financiación y el apalancamiento. En este contexto, los principales bancos de inversión soportaron las mayores tensiones (véase el Gráfico II.10).

... y en especial en Lehman Brothers

A comienzos de septiembre, el banco de inversión Lehman Brothers se vio seriamente presionado al no materializarse una inyección de capital prevista desde hacía tiempo. El diferencial de los CDS que aseguraban la deuda de Lehman se disparó casi 200 puntos básicos, hasta cerca de los 500, lo que indujo al agente de compensación de la entidad a exigir facultades adicionales para el embargo de garantías y obligó a los acreedores a corto plazo a cancelar sus líneas de financiación. El martes 9 de septiembre, la ya vapuleada cotización bursátil de la entidad se hundió un 45%, cayendo aún más al día siguiente tras publicar sus deslucidos resultados del tercer trimestre de 2008. A pesar del anuncio simultáneo de planes para segregarse unidades de negocio, la confianza en su capacidad para captar con urgencia la financiación requerida se evaporó de la noche a la mañana, dando pábulo a especulaciones sobre maniobras de las autoridades para tratar de auspiciar una absorción al estilo Bear Stearns durante el fin de semana siguiente (13–14 de septiembre).

La crisis de confianza

*Tercera etapa: pérdida de confianza a escala mundial
(desde el 15 de septiembre hasta finales de octubre de 2008)*

La quiebra de Lehman...

El curso de los acontecimientos se precipitó el lunes 15 de septiembre, cuando Lehman Brothers Holdings Inc. solicitó acogerse a la protección del Capítulo 11 de la legislación de quiebras: lo que muchos pensaban que sería un año de inestabilidad relativamente manejable en los mercados acabó convirtiéndose en una auténtica crisis mundial. Repentinamente, en un entorno de creciente confusión en los mercados, un grupo cada vez más numeroso de instituciones financieras afrontaba riesgos de impago. La crisis de confianza resultante se propagó rápidamente por mercados y países, evidenciando la necesidad de que las intervenciones públicas iniciales de apoyo a la liquidez se transformaran en iniciativas de mayor calado, incluida la recapitalización en todo el sistema bancario. Al mismo tiempo, al sufrir los mercados emergentes el colapso de sus exportaciones y el endurecimiento de las condiciones de financiación, fue quedando de manifiesto el alcance mundial de la crisis, así como la necesidad de una respuesta de las políticas igualmente internacional.

Por lo que hace a la quiebra de Lehman, la inquietud la suscitaba el papel de la institución como intermediario financiero y como entidad de referencia (es decir, la fuente del riesgo de impago frente al que tratan de asegurarse

los compradores de protección). En realidad, más fatídicas se revelaron las exposiciones a los instrumentos de deuda de Lehman en circulación. Tres acontecimientos contribuyeron a proteger de la quiebra de Lehman a los participantes en el mercado de CDS. En primer lugar, se convocó una sesión especial de contratación el domingo 14 de septiembre, justo antes de declararse la quiebra, con el objetivo de facilitar a los principales intermediarios de CDS la compensación de las posiciones en las que Lehman intervenía como contraparte, así como la recomposición de sus estados contables mediante la sustitución de transacciones. En segundo lugar, el 16 de septiembre se concedió un paquete de ayudas públicas a AIG, una importante compañía de seguros que mantenía posiciones nocionales en contratos de CDS por importe superior a 440.000 millones de dólares (a menudo procedentes de operaciones realizadas con bancos clientes, similares a las efectuadas por las aseguradoras de bonos). Este rescate, repetidamente reestructurado y ampliado durante los meses siguientes, impidió la quiebra desordenada de AIG. Asimismo, evitó que los riesgos intrínsecos a los CDS hubieran de reintegrarse en los balances de sus clientes en un entorno ya de por sí frágil. En tercer lugar, el importe de las exposiciones a los CDS que tenían a Lehman como entidad de referencia terminó siendo inferior a lo temido y se tradujo en liquidaciones netas relativamente modestas, que rondaron los 5.200 millones de dólares y se cancelaron sin incidentes a finales de octubre. Así pues, la infraestructura del mercado de CDS resistió bastante bien. Con todo, la opacidad del mercado se sumó a la incertidumbre de las autoridades en los días inmediatamente anteriores a la solicitud de quiebra, lo que agravó tensiones previas en los mercados de financiación⁴. Esas tensiones respondían, a su vez, a las pérdidas registradas por fondos de inversión en activos del mercado monetario derivadas de su exposición a obligaciones a corto y medio plazo emitidas por Lehman.

... elevó el riesgo de contraparte...

La naturaleza sistémica de los riesgos de los fondos monetarios se hizo patente cuando Reserve Primary, un emblemático fondo estadounidense del sector, afloró pérdidas superiores a los 780.000 millones de dólares en instrumentos de deuda de Lehman (véase el Recuadro). Con ello se convirtió en el primer fondo monetario importante en obtener un rendimiento negativo (*break the buck*), es decir, en declarar un patrimonio neto inferior a un dólar por cada dólar invertido. Este hecho desencadenó un volumen inaudito de órdenes de reembolso en fondos del mercado monetario estadounidense (un «pánico bancario» en toda regla, salvo por el nombre), obligando a los gestores de fondos a liquidar activos en unos mercados básicamente ilíquidos. Aunque las presiones sufridas por los fondos no fueron uniformes, la tensión se transmitió con rapidez a los mercados de deuda corporativa a corto plazo y de certificados de depósito bancarios, donde la presencia inversora de los fondos del mercado monetario era destacada. La desinversión afectó sobre todo a los pagarés de empresa no garantizados emitidos por entidades financieras, cuyo volumen total en circulación se contrajo en más

... conforme un pánico inversor en los fondos del mercado monetario...

⁴ Véase un análisis más detallado en las páginas 20–22 de la «Presentación general» del *Informe Trimestral del BPI* de diciembre de 2008.

Los fondos del mercado monetario amplifican la inestabilidad tras la quiebra de Lehman

La pérdida de confianza en los fondos de inversión en activos del mercado monetario denominados en dólares estadounidenses amplificó en septiembre de 2008 las tensiones financieras derivadas de la quiebra de Lehman Brothers. El análisis que sigue ilustra por qué el episodio de reembolsos masivos de esos fondos coincidió con el deterioro de los mercados interbancarios internacionales.

El preludeo del abandono de los fondos del mercado monetario

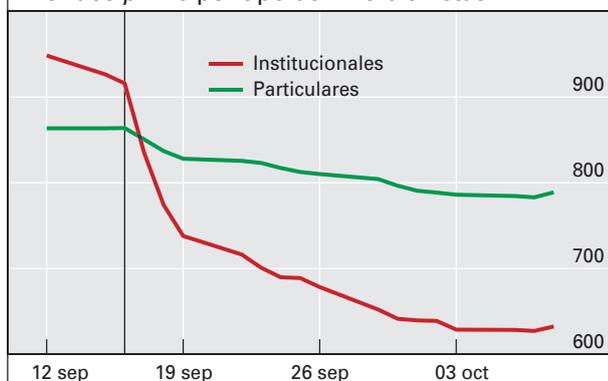
Según se documenta de forma más detallada en el Capítulo III, la necesidad generalizada de los bancos no estadounidenses de captar financiación en dólares fue una vulnerabilidad imprevista para el sistema financiero internacional antes de la crisis. En particular, los activos de los bancos europeos denominados en la divisa norteamericana habían crecido notablemente a lo largo de la última década, hasta superar los 8 billones de dólares a mediados de 2007. Además, esa cifra excedía en más de 800.000 millones la cuantía estimada de sus pasivos denominados en esa divisa, lo que implicaba la financiación en otras monedas y, por tanto, una fuerte dependencia de instrumentos como los *swaps* de divisas. Asimismo, los bancos financiaban sus posiciones mediante endeudamiento directo en otros mercados interbancarios mayoristas y a través de proveedores no bancarios de financiación a corto plazo, como los fondos del mercado monetario^①.

Cuando la financiación en dólares comenzó a agotarse en los mercados interbancarios en agosto de 2007, los bancos europeos recurrieron de forma creciente a *swaps* de divisas para obtener dólares a cambio de divisas europeas, impulsando el correspondiente coste de financiación muy por encima de la tasa Libor en dólares estadounidenses ya de por sí elevada (véase el panel central del Gráfico II.3). Ante las tensiones en los mercados interbancarios, a los bancos no estadounidenses les resultaba crucial mantener el acceso a fuentes alternativas de financiación en dólares, en especial a la principal, los fondos del mercado monetario en dólares. La mayoría de los fondos que adquieren valores del sector privado, los denominados fondos *prime*, invierten cuantiosas sumas en emisores no estadounidenses. Los datos a mediados de 2008 de los 15 mayores fondos *prime*, que detentan más del 40% de los activos del sector, mostraban que más de la mitad de sus carteras se encontraban invertidas en bancos no estadounidenses (y, de esa cifra, alrededor del 85% en bancos europeos). Así pues, las inversiones de los fondos del mercado monetario estadounidenses en bancos de otros países rondaban entonces el billón de dólares (frente a unos activos totales superiores a 2 billones), más del 15% de los pasivos en dólares adeudados por los bancos europeos a entidades no bancarias.

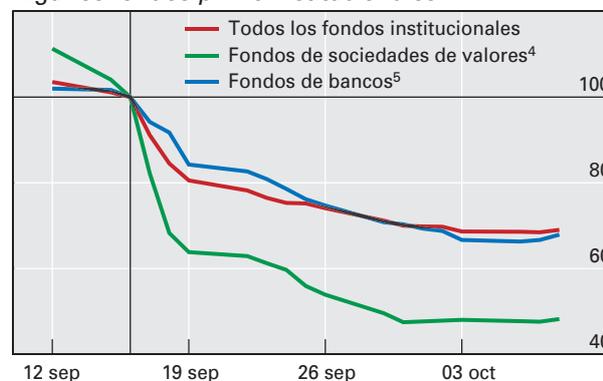
La financiación en dólares siguió fluyendo hasta septiembre de 2008, al tiempo que los fondos del mercado monetario estadounidenses parecían haber elevado su inversión directa en bancos extranjeros en el periodo inmediatamente anterior a la quiebra de Lehman. Los activos de estos fondos crecieron con fuerza a medida que los inversionistas se retiraban de inversiones a corto plazo menos seguras. Los bancos no estadounidenses se beneficiaron de esa tendencia conforme los gestores de los fondos *prime*

Activos de fondos de inversión *prime* del mercado monetario, EEUU

Fondos *prime* por tipo de inversionistas^{1, 2}



Algunos fondos *prime* institucionales^{2, 3}



¹ En miles de millones de dólares de EEUU. ² La línea vertical marca el 16 de septiembre de 2008, el día después de que Lehman Brothers se declarara en quiebra y la fecha en que Reserve Management Co. anunció que las acciones tanto de su fondo insignia como de su fondo caribeño valían menos de un dólar. ³ 16 de septiembre de 2008 = 100. ⁴ Goldman Sachs, Merrill Lynch y Morgan Stanley. ⁵ Bank of America (Columbia), Bank of New York (Dreyfus), Barclays, JPMorgan Chase, State Street, Wachovia (Evergreen) y Wells Fargo.

Fuentes: Crane Data; cálculos del BPI.

Gráfico II.A

adoptaban un perfil inversor menos arriesgado, primando los certificados de depósito (CD) en sus carteras, en detrimento de los pagarés de empresa (CP). Este reajuste sugiere una mayor participación de los fondos *prime* en la provisión de financiación no garantizada en dólares a bancos no estadounidenses, dada la mayor participación de estos últimos en la emisión de CD frente a la de CP mantenidos por esos fondos en sus carteras. Simultáneamente, el reajuste también implicaba que un reembolso masivo de fondos del mercado monetario denominados en dólares dificultaría la financiación a los bancos europeos

El abandono de los fondos del mercado monetario estadounidenses

El 16 de septiembre, el día después de la quiebra de Lehman, Reserve Management Co., la gestora de fondos de inversión de mayor crecimiento en los últimos años, anunciaba que, debido a las pérdidas sufridas en las obligaciones de Lehman, las participaciones en su fondo insignia, Reserve Primary, y en su fondo caribeño valían entonces 97 y 91 centavos, respectivamente. El rendimiento negativo obtenido por Reserve Primary era inédito en el segmento de los principales fondos, existiendo un único precedente histórico en el conjunto de fondos del mercado monetario. Este hecho indujo un episodio generalizado —aunque diferenciado— de reembolsos de participaciones en esos fondos, semejante a un pánico bancario. El 15 de septiembre, Reserve Primary recibió órdenes de reembolso por importe de 25.000 millones de dólares, que junto a los 35.000 millones solicitados hasta el 19 de septiembre, sumaban 60.000 millones de dólares, de un total de 62.000 millones con que contaba el fondo. Pese a presentar un rendimiento no negativo, el fondo de inversión de 10.000 millones de dólares en deuda pública estadounidense gestionado por Reserve recibió órdenes de reembolso por importe de 6.000 millones de dólares. Otros fondos *prime* recibieron también órdenes de liquidación, mientras los fondos invertidos en valores públicos registraban aportaciones netas².

Los inversionistas institucionales fueron mucho más rápidos que los particulares en cancelar posiciones. Durante el miércoles y el jueves posteriores al martes en que trascendió la noticia del rendimiento negativo de Reserve Primary, los inversionistas institucionales liquidaron 142.000 millones de dólares en 102 fondos *prime* institucionales, el 16% de sus posiciones (véase el panel izquierdo del Gráfico II.A). En esas fechas, dichos inversionistas adquirieron participaciones en fondos de inversión en valores públicos por importe de 54.000 millones de dólares, incrementando sus carteras en un porcentaje similar al arriba reflejado. Los inversionistas particulares vendieron un volumen más modesto (27.000 millones de dólares) de participaciones en fondos *prime* (un 3% de sus tenencias), mientras compraban 34.000 millones netos en fondos de inversión en valores públicos.

Los mayores reembolsos se produjeron en fondos *prime* institucionales gestionados por las restantes sociedades de valores y pequeñas gestoras independientes con dudosa capacidad para proteger sus fondos, en opinión de los inversionistas. Durante los dos días mencionados, los reembolsos registrados en los mayores fondos *prime* institucionales gestionados por las tres principales sociedades de valores representaron entre 20% el 38% de sus activos, muy por encima del 16% promedio. En contraste, los mayores fondos de este segmento gestionados por filiales de siete grandes bancos recibieron, durante esos dos días, órdenes de reembolso por un importe que se situó entre el 2% y el 17% de sus activos (véase el panel derecho del Gráfico II.A).

El repliegue hacia activos más seguros, representado tanto por el desplazamiento hacia inversiones en valores públicos como por los cambios en la composición de las carteras, generó una nueva demanda de valores del Tesoro, de agencias semipúblicas y de operaciones con pacto de recompra (*repos*), en detrimento de la demanda de CP y de CD bancarios. Las tenencias de *repos* de los fondos *prime*, que representaban el 11% de su cartera, fueron insuficientes para satisfacer las órdenes de reembolso recibidas por numerosos fondos durante los dos primeros días. La liquidación de *repos* elevó los plazos de vencimiento medios, induciendo a los fondos a reinvertir únicamente a plazos muy cortos.

Así pues, el episodio de reembolsos masivos de fondos del mercado monetario amenazó con generar liquidaciones masivas, primero en el mercado de CP y después en el de CD, susceptibles, por tanto, de desatar un pánico bancario en entidades financieras no estadounidenses. Dicho episodio desestabilizó unos mercados internacionales de financiación bancaria de por sí tensionados. El Capítulo VI discute las medidas de política diseñadas para frenar estos procesos, así como el grado en que éstas sustituyeron financiación privada por financiación pública.

² Véase P. McGuire y G. von Peter, «La escasez de dólares estadounidenses en el sistema bancario internacional», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2009. ³ Véase N. Baba, R. McCauley y S. Ramaswamy, «Fondos del mercado monetario en dólares de EEUU y bancos no estadounidenses», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2009.

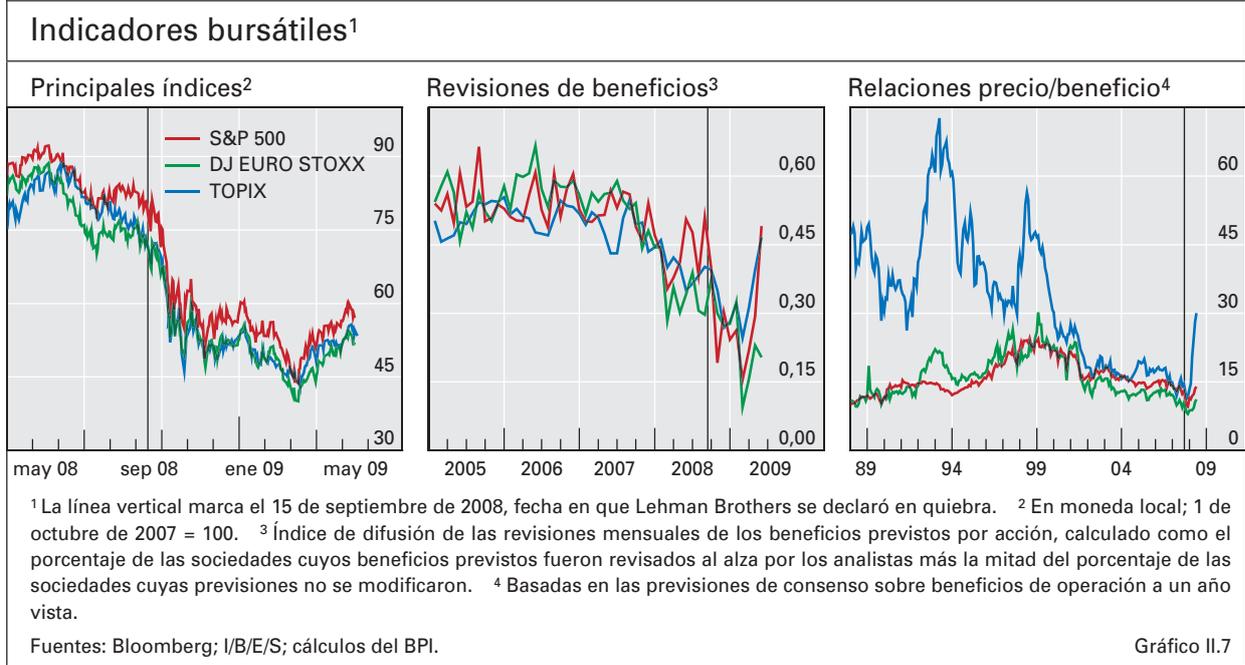
de 325.000 millones de dólares entre el 10 de septiembre y el 22 de octubre en Estados Unidos, desde una cifra inicial próxima a 1,76 billones de dólares (véase el panel derecho del Gráfico II.4). Como resultado, los bancos extranjeros y las entidades estadounidenses sin una base propia de depósitos minoristas dejaron de tener acceso a una importante fuente de financiación en un momento en el que debían ofrecer su respaldo a los fondos del mercado monetario que patrocinaban, o bien incorporarlos a sus propios balances de situación. En respuesta, aumentó la demanda de financiación interbancaria en dólares estadounidenses, provocando un estrangulamiento de los mercados monetarios y de crédito a corto plazo.

... se propagaba con rapidez por el sistema financiero

La inestabilidad resultante se propagó con rapidez por todo el sistema financiero internacional. Ante el atesoramiento de liquidez por los bancos, los diferenciales Libor-OIS en dólares estadounidenses escalaron desde unos niveles ya de por sí elevados, en torno a 80 puntos básicos a comienzos de septiembre, hasta situarse cerca de los 250 puntos básicos a finales de mes. La evolución de otros mercados, como los de fondos en euros y en libras esterlinas, dio muestras de distorsión similares. Las tensiones fueron en especial patentes en los *swaps* de divisas, donde los crecientes diferenciales de rendimiento de la deuda del sector financiero y la mayor demanda mundial de fondos en dólares estadounidenses impulsaron el coste implícito de éstos últimos hasta cotas históricamente elevadas sobre la tasa Libor (véase el Gráfico II.4). Al cuestionarse de repente la viabilidad de algunos de los principales participantes en el mercado y percibirse una escalada del riesgo de contraparte, el índice estadounidense de referencia de CDS de grado de inversión aumentó 42 puntos básicos en un solo día —el 15 de septiembre—, mientras los diferenciales de la deuda estadounidense de alta rentabilidad se disparaban 118 puntos básicos durante esa misma jornada (véase el Gráfico II.3). Los diferenciales de rendimiento crecieron en cuantías similares en otros mercados importantes, con evoluciones paralelas a las observadas en Estados Unidos. El día de la quiebra de Lehman, las cotizaciones bursátiles cayeron alrededor de un 4% en Estados Unidos y Europa, y siguieron retrocediendo hasta el 17 de septiembre (véase el Gráfico II.7).

Pese a una primera ronda de iniciativas de política económica...

En un entorno de graves tensiones sistémicas, las autoridades aumentaron el ritmo y la escala de sus iniciativas. El 18 de septiembre, el banco británico HBOS fue obligado a aceptar una fusión, auspiciada por el Gobierno, con uno de sus competidores. Al mismo tiempo, las autoridades británicas trataron de rebajar las tensiones sobre las acciones financieras suspendiendo la venta en descubierto, medida secundada al día siguiente por Estados Unidos. De forma simultánea, los principales bancos centrales reaccionaron con una nueva ronda de medidas coordinadas para paliar la escasez de financiación a corto plazo en dólares estadounidenses. A ellas siguió el anuncio, realizado el 19 de septiembre por el Tesoro estadounidense, de un aval temporal para los inversionistas en fondos del mercado monetario, medida dirigida a atajar el creciente pánico que amenazaba a ese sector en Estados Unidos. En respuesta a este anuncio, las órdenes de reembolso se desaceleraron, retornando finalmente los activos totales a sus niveles anteriores al 15 de septiembre.



Los mercados se repusieron de la reacción inicial a la quiebra de Lehman, si bien la presión sobre bancos y otras entidades del sector financiero no cedió. Estimulados por las primeras noticias de un plan estadounidense para cancelar activos tóxicos de los balances de las instituciones financieras por un importe de 700.000 millones de dólares, los diferenciales de rendimiento retrocedieron transitoriamente desde sus máximos alcanzados esa misma semana. Los mercados bursátiles también se recuperaron, alentados en parte por la nueva prohibición de las ventas en descubierto. El índice S&P 500 ganó un 4% el 19 de septiembre, con subidas aún mayores de las acciones de varios bancos de primera fila; por su parte, las bolsas europeas se anotaron ganancias superiores al 8% ese mismo día. Aun así, en un intento por frenar la transferencia de posiciones como contraparte y de fondos de clientes hacia terceros, el domingo 21 de septiembre los bancos de inversión Goldman Sachs y Morgan Stanley obtuvieron autorización de las autoridades de Estados Unidos para convertirse en conglomerados bancarios. Una semana después, las autoridades de este país intervinieron la entidad de ahorro Washington Mutual.

... la presión sobre el sector financiero no cedió...

La prueba concluyente de la profundidad y amplitud de la crisis llegó el lunes 29 de septiembre, cuando las autoridades de diversos países europeos se vieron obligadas a neutralizar las amenazas a la estabilidad de algunas instituciones financieras dentro de sus sistemas bancarios nacionales. Tras las rondas de negociaciones mantenidas durante el fin de semana, el Reino Unido decidió nacionalizar la entidad de crédito hipotecario Bradford & Bingley, mientras el grupo de banca y seguros Fortis recibía una inyección de capital de tres gobiernos europeos. Ese mismo día, Hypo Real Estate, una entidad alemana de crédito hipotecario comercial, obtuvo una línea de crédito facilitada por el Gobierno, respaldada más tarde con medidas de apoyo adicionales.

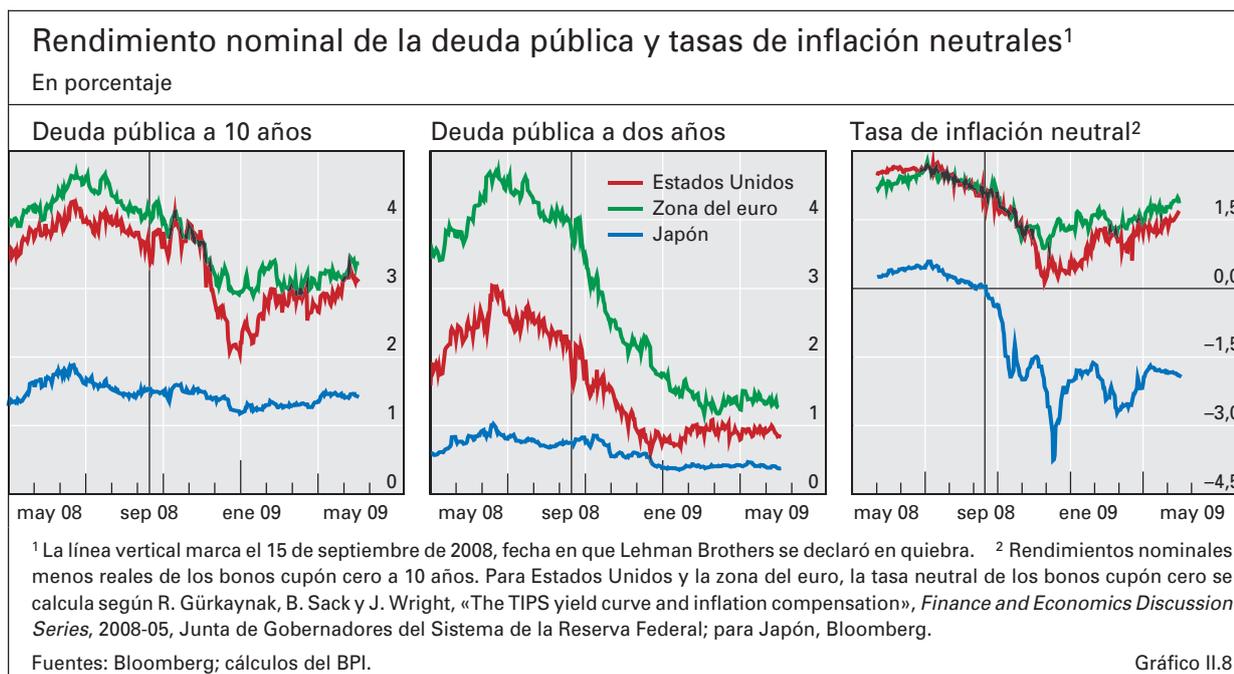
... obligando a un creciente número de gobiernos a adoptar medidas de apoyo

La confianza en la estabilidad de los bancos se perdió...

Pese a estas medidas, la confianza en la estabilidad del sistema bancario había desaparecido: la atención de los mercados financieros estaba ahora decididamente puesta en la necesidad de una iniciativa integral de política económica. Unas horas más tarde ese mismo 29 de septiembre, el mercado respondió con contundencia al rechazo por parte de la Cámara de Representantes de Estados Unidos de la versión inicial del plan de rescate del sector financiero elaborado por el Tesoro (cuya versión modificada quedaría aprobada al final de esa semana). Así, el índice S&P 500 se desplomó un 8,8%, arrastrado de nuevo por las acciones financieras, mientras otros índices registraban caídas porcentuales comparables, llegando a acumular pérdidas cercanas al 30% para finales de octubre. Los mercados crediticios también se vieron sometidos a tensiones extremas, retornando los diferenciales de los principales índices de CDS a los máximos de los días inmediatamente posteriores a la quiebra de Lehman, e incluso superándolos. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo disminuyeron (véase el Gráfico II.8) y las volatilidades repuntaron en todas las categorías de activos (véase el Gráfico II.5) a medida que el agravamiento de la crisis conducía a un repliegue generalizado hacia activos de mayor calidad.

... a escala mundial...

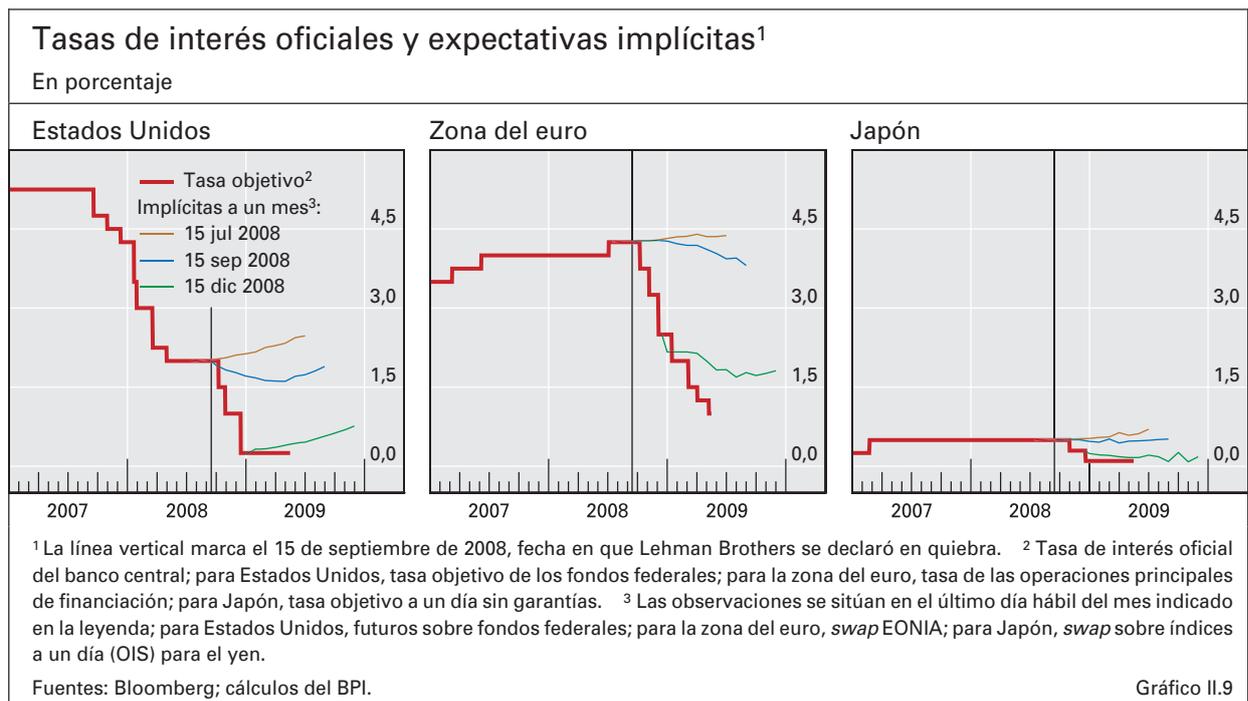
Las economías de mercado emergentes se vieron afectadas cada vez más por el proceso de inestabilidad, aun cuando era conocida su limitada exposición directa a activos tóxicos. Tras haber exhibido hasta mayo de 2008 un comportamiento mejor que el de los índices bursátiles de los países industriales desde el comienzo de la crisis (agosto de 2007), los precios de las acciones cotizadas en mercados emergentes, medidos por el índice MSCI, retrocedieron en torno a un 28% en moneda local entre mediados de mayo y el día anterior a la quiebra de Lehman (frente a la caída del 12% del índice S&P 500). Hasta ese momento, las pérdidas respondían básicamente a las repercusiones de la crisis en la demanda de exportaciones, tanto de forma



directa como a través de los efectos de la menor demanda sobre los precios de los productos básicos (véase el Capítulo V). Tras el episodio de Lehman, los precios de los activos de los mercados emergentes volvieron a retroceder de forma generalizada a medida que la preocupación por la estabilidad de los sistemas bancarios de las principales economías suscitaba temor a un desplome del crecimiento mundial, caídas de precios de productos básicos y escasa disponibilidad de fuentes de financiación externa. Como resultado, los diferenciales de la deuda soberana se ampliaron extraordinariamente y las cotizaciones bursátiles cedieron mucho más que durante turbulencias anteriores en los mercados, registrando caídas paralelas a las observadas en las economías industriales (véase el Gráfico II.11).

Si bien las tensiones afectaron particularmente a los países considerados más vulnerables por la comunidad inversora, a lo largo de octubre se apreciaron indicios de ventas de activos más indiscriminadas. La preocupación por el acceso a la financiación externa se hizo patente a comienzos de ese mes, cuando la quiebra casi simultánea de tres bancos islandeses llevó a los inversionistas internacionales a reevaluar sus posiciones frente a países con elevados déficit por cuenta corriente y grandes necesidades de financiación, incluidos los de Europa central y oriental (véase el Capítulo V). En los últimos años, las entradas de capital en los mercados con sistemas bancarios dominados por entidades extranjeras —y, por ende, el acceso a cuantiosos depósitos en moneda extranjera— habían correspondido en gran medida a préstamos en divisas concedidos a empresas y hogares. Sin embargo, los prestamistas mostraban ahora mayores reticencias a renovar estos créditos o a otorgar nuevos. Además, ante las disfunciones de importantes segmentos del sistema financiero internacional, el desplome de las valoraciones en los mercados de países industriales se tradujo progresivamente en abultadas

... mientras los activos de los mercados emergentes se veían abocados...



... a un proceso generalizado de ventas masivas

salidas de capital de las economías de mercado emergentes ante la retirada de depósitos bancarios y la liquidación de inversiones de cartera. Como resultado, aumentó la presión sobre los precios de los activos y creció la volatilidad en los mercados, generalizándose el proceso de ventas masivas. Y todo ello, pese a las iniciativas adoptadas por los bancos centrales de economías emergentes para mejorar sus facilidades de préstamo en moneda nacional y extranjera, y pese al anuncio del establecimiento de garantías totales o parciales para los depósitos bancarios en varios países. Como consecuencia, el índice MSCI de mercados emergentes cayó alrededor de un 40% desde su nivel previo a la quiebra de Lehman, alcanzando valores desconocidos desde octubre de 2004.

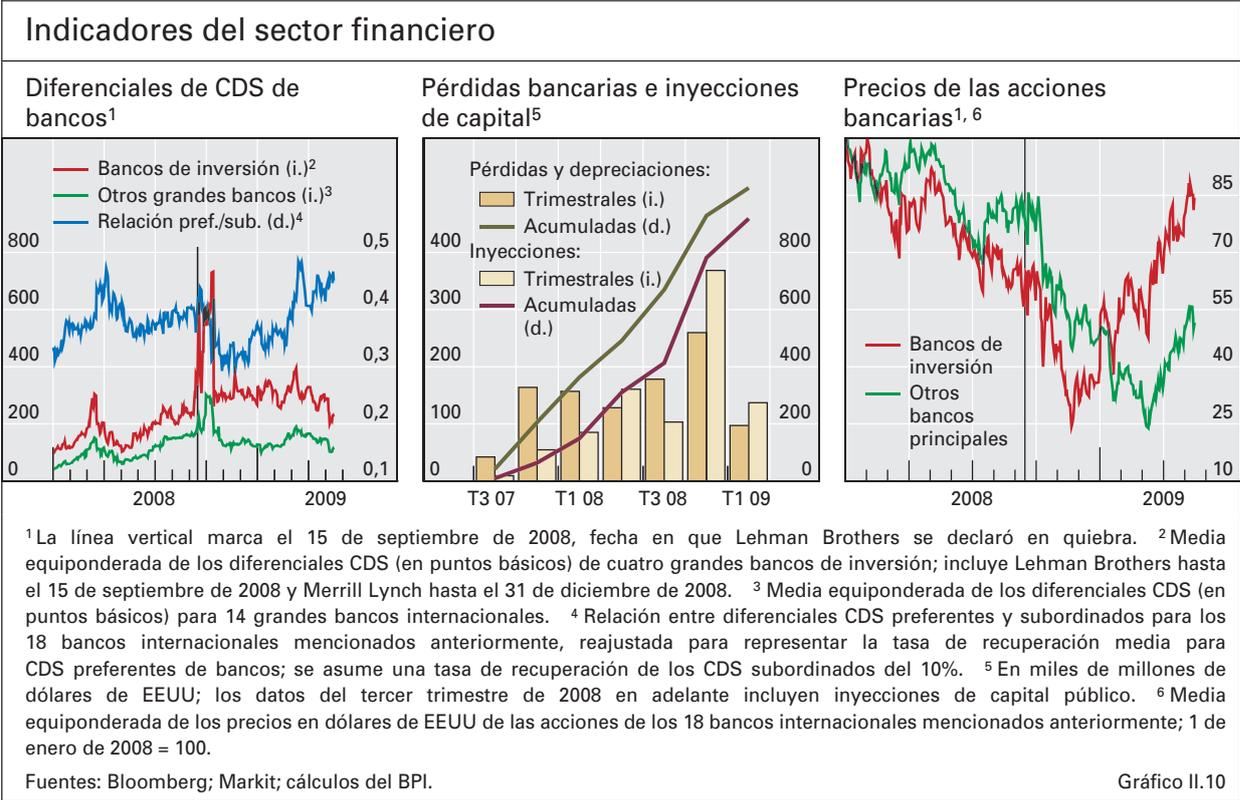
La crisis de confianza se atajó...

Hacia mediados de octubre de 2008, al percibirse que la oleada de medidas inéditas de política económica adoptadas en los diferentes países se asemejaba cada vez más a una respuesta conjunta, los mercados comenzaron a mostrar indicios de que la crisis de confianza había sido atajada. El 8 de octubre, las autoridades del Reino Unido anunciaron un paquete integral de medidas de recapitalización de los bancos británicos. A esta decisión siguió, por vez primera en la historia, una ronda de recortes coordinados de las tasas de interés oficiales concertada por seis de los principales bancos centrales, incluidos el BCE, el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal. El proceso de adopción de amplias medidas adicionales continuó durante las siguientes semanas; por ejemplo, el 13 de octubre, la Reserva Federal y otros importantes bancos centrales ampliaron sus líneas de *swaps* para dar cabida a cantidades ilimitadas de financiación en dólares estadounidenses. Esa misma jornada, los países de la zona del euro anunciaron conjuntamente la constitución de avales e inyecciones de capital con el fin de estabilizar el sector bancario. Al día siguiente trascendió que el Tesoro estadounidense destinaría 250.000 millones de dólares (del paquete de rescate de 700.000 millones previamente autorizado) a recapitalizar los principales bancos. Ante el abultado volumen de deuda preferente de las instituciones financieras que, a causa de esa medida, se había transformado en deuda casi pública, los inversionistas reaccionaron estrechando los diferenciales de rendimiento del sector financiero desde sus máximos alcanzados en el periodo examinado (véase el panel izquierdo del Gráfico II.10).

... con la adopción de políticas coordinadas...

... mientras los mercados daban señales de menor tensión

Las señales de relajación de las tensiones también se hicieron patentes en otros mercados. Tras alcanzar el 10 de octubre una cota máxima de 364 puntos básicos, el diferencial Libor-OIS en dólares estadounidenses a tres meses se redujo paulatinamente, hasta situarse finalmente por debajo de los 100 puntos básicos en enero de 2009 (véase el panel izquierdo del Gráfico II.4). Los diferenciales Libor-OIS en euros y en libras esterlinas evolucionaron de forma similar, apuntando el comienzo de una estabilización de los mercados interbancarios. Mientras tanto, los principales índices bursátiles daban muestras transitorias de alivio y se recuperaban desde sus mínimos de finales de octubre. Las condiciones en los mercados emergentes también se estabilizaron, tras la exitosa asistencia del FMI y otros organismos internacionales recabada por una serie de países, y tras conocerse el 29 de octubre que la Reserva Federal había concertado líneas de *swaps* en



dólares estadounidenses con las autoridades monetarias de las principales economías de mercado emergentes. Sin embargo, los riesgos característicos de determinados países mantuvieron deprimidos los precios de sus activos, contribuyendo a la deslucida evolución relativa de los índices crediticios y bursátiles de las economías europeas emergentes (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico II.11).

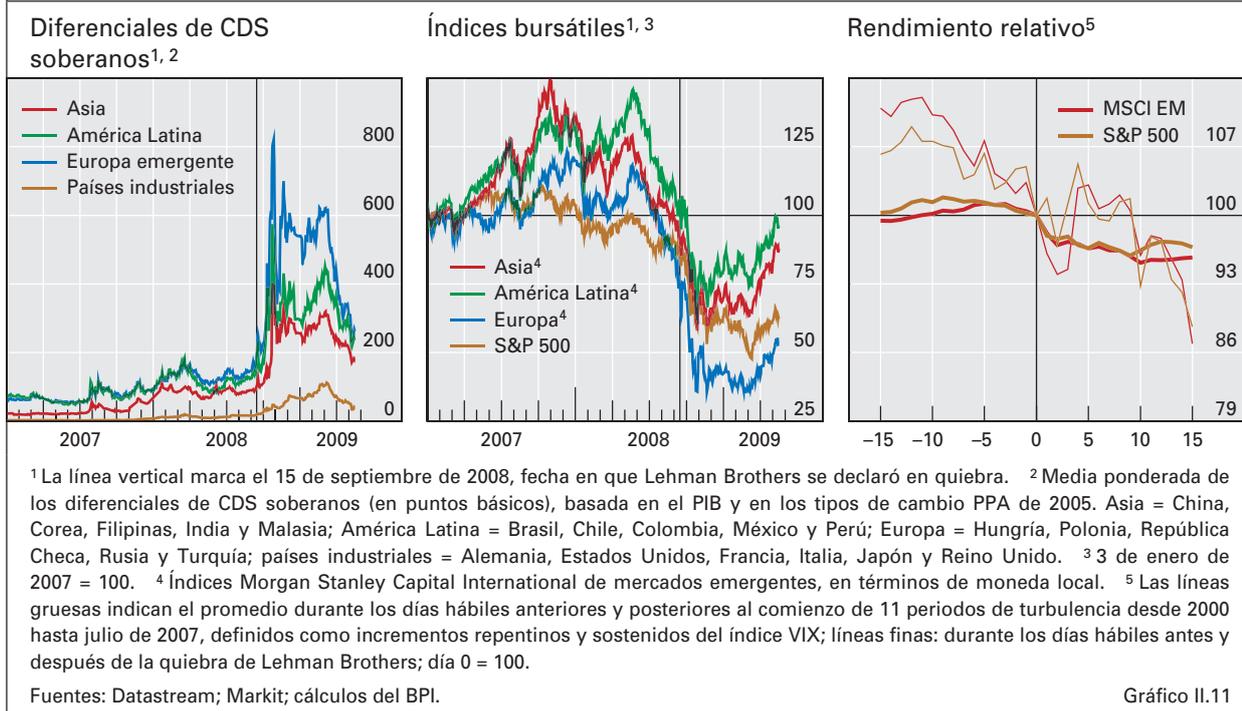
Transmisión internacional de los efectos macroeconómicos y financieros

Cuarta etapa: los inversionistas se centran en la desaceleración económica mundial (desde finales de octubre de 2008 hasta mediados de marzo de 2009)

La siguiente etapa de la crisis, iniciada a finales de octubre, se caracterizó por la incertidumbre sobre la estabilidad del sistema financiero y la probabilidad de una recesión internacional cada vez más profunda. Aunque la crisis mundial de confianza había sido neutralizada, las medidas de intervención pública a escala internacional continuaron conforme los gobiernos intentaban secundar el funcionamiento de los mercados y amortiguar los efectos de la brusca contracción económica. Con todo, al desconocerse muchos de sus detalles, siguió cuestionándose el diseño, el impacto y la coherencia de esas medidas. Como resultado, los mercados financieros se vieron lastrados por la publicación de datos macroeconómicos y de beneficios empresariales cada vez peores, salpicados de breves episodios de optimismo (a menudo, en respuesta al anuncio de nuevas baterías de medidas públicas).

Los temores a una recesión cobraron protagonismo...

Indicadores de mercados emergentes



... mientras los rendimientos se movían a la baja...

Los temores a una recesión se hicieron muy patentes en los rendimientos de la deuda pública, que prosiguieron su senda descendente en noviembre y diciembre. Los recortes de las tasas de interés oficiales y el repliegue hacia activos más seguros provocaron una drástica caída de los rendimientos de la deuda a dos años, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, hasta situarse por debajo del 1% y 2%, respectivamente, a mediados de diciembre (véase el panel central del Gráfico II.8). Los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años también disminuyeron, marcando el 30 de diciembre un mínimo histórico cerca del 2,05% (el mínimo anterior, establecido en 1941, rondó el 2,10%). En consonancia con el curso de los rendimientos, las expectativas sobre la senda de las tasas de interés oficiales en el corto plazo fueron revisadas a la baja. Mientras tanto, los precios de los futuros sobre los fondos federales anticipaban tasas de interés oficiales reducidas y en líneas generales estables durante buena parte de 2009 en Estados Unidos, acordes con unas expectativas de crecimiento económico exiguo o negativo para los trimestres siguientes. En la zona del euro, los precios de los *swaps* de tasas de interés anticipaban reducciones adicionales de las tasas oficiales por el BCE durante los 12 meses siguientes, en parte por su relativa lentitud en ajustar esas tasas desde el comienzo de la crisis. En Japón, cuya tasa de interés oficial había sufrido un recorte a finales de octubre, las tasas de interés a plazo implícitas sugerían la estabilidad de las tasas oficiales durante gran parte de 2009. Por su parte, las tasas de inflación neutrales (es decir, la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los indexados a la inflación) casaban con unas expectativas de rápida desinflación, especialmente en los horizontes más cortos. Al mismo tiempo, la evolución de estas tasas a largo plazo pareció responder básicamente a

... las expectativas de inflación se ajustaban...

factores técnicos, como la demanda de refugio en la liquidez que ofrecen los valores del Tesoro con rendimientos nominales y las crecientes primas de liquidez de la deuda indexada a la inflación. Al introducir un sesgo pesimista, estos factores técnicos limitaron la utilidad de las tasas de inflación neutrales a largo plazo como indicador de las expectativas de inflación (véase el panel derecho del Gráfico II.8)⁵.

Tanto los mercados crediticios como los bursátiles registraron cierta recuperación ya entrado el nuevo año, conforme las anteriores medidas de política económica daban muestras de surtir efecto. Un ejemplo de tentativa de normalización de un mercado distorsionado inducida por medidas de política económica fue el mercado de titulización estadounidense, donde se estrecharon los diferenciales de los MBS y de la deuda de agencias, así como de los bonos de titulización respaldados por créditos al consumo, en respuesta a una batería de medidas de respaldo anunciadas tras la primera iniciativa de esta índole lanzada por la Reserva Federal el 25 de noviembre (véase el panel derecho del Gráfico II.2).

Sin embargo, cuando en enero de 2009 pudo apreciarse plenamente la magnitud de la desaceleración económica mundial, los precios de los activos financieros resultaron nuevamente lastrados. Ante la debilidad de los datos de coyuntura del cuarto trimestre, indicativos del peor hundimiento de la actividad económica en décadas (véase al respecto el Capítulo IV), los mercados retomaron su tendencia bajista. Los principales índices bursátiles retrocedieron ante el deterioro de los beneficios, persistiendo en su caída hasta bien entrado marzo, y llegando a perforar los mínimos registrados en noviembre (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico II.7): el 9 de marzo, el índice S&P 500 se desplomó hasta casi los 676 puntos, un nivel desconocido desde octubre de 1996. Los mercados crediticios también volvieron a debilitarse, al augurar la desaceleración económica en curso un deterioro adicional de la solvencia. El aumento particularmente acusado de los diferenciales japoneses (véase el panel izquierdo del Gráfico II.3) se vio exacerbado por efectos de composición del índice —tanto de naturaleza sectorial como relacionados con la calidad crediticia—, así como por la escasa liquidez del mercado.

Por su parte, los mercados emergentes sufrieron tensiones similares. Los datos del PIB correspondientes al cuarto trimestre confirmaron el creciente impacto de la crisis financiera sobre economías hasta entonces dependientes de las exportaciones para estimular su crecimiento, especialmente asiáticas. El PIB del cuarto trimestre disminuyó en Corea más de un 3% en tasa interanual, mientras China anunciaba una desaceleración del crecimiento de más de 4 puntos porcentuales, debida en parte a la menor demanda de exportaciones (véase al respecto el Capítulo V). Como reflejo de los problemas del sector financiero, el colapso de los flujos comerciales se vio probablemente agravado por el temor al riesgo de contraparte entre los bancos implicados en la financiación comercial y por la correspondiente distorsión de los flujos netos

... y caían los precios de los activos

El desplome de las exportaciones lastró los activos de los mercados emergentes...

⁵ Para más información, véanse las páginas 19–21 de la «Presentación general» del *Informe Trimestral del BPI* de marzo de 2009.

de crédito comercial entre países exportadores e importadores. El descenso de las exportaciones se reflejó, a su vez, en una caída de los precios de los activos. Sin embargo, comparados con su evolución durante la inmediata crisis de confianza de septiembre y comienzos de octubre de 2008, los precios de los activos mostraron ahora una mayor diferenciación por países y regiones (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico II.11). Esta circunstancia contribuyó a amortiguar el impacto sobre los índices bursátiles agregados de los mercados emergentes, permitiéndoles presentar en general una evolución relativamente más favorable que los de países industriales durante la cuarta etapa de la crisis. Por ejemplo, pese a seguir debilitándose desde comienzos de enero, el índice MSCI de mercados emergentes no retornó a los mínimos de finales de octubre, ya que los países de otras regiones compensaron el peor comportamiento relativo de las economías europeas emergentes (véase el panel central del Gráfico II.11).

... reapareciendo la debilidad del sector financiero...

La recurrente debilidad de los mercados bursátiles y crediticios de los países industriales dimanó también en parte de los continuos problemas del sector financiero. Pese a la inyección conjunta de capital privado y público por importe de 925.000 millones de dólares recibida a partir del tercer trimestre de 2007, a comienzos de 2009 el sector ya daba muestras de no haber recobrado su estabilidad de forma sostenida (véase el panel central del Gráfico II.10). Así, el 8 de enero, el Gobierno alemán tuvo que acudir al rescate de un gran banco nacional a fin de contener sus pérdidas, iniciativa posteriormente repetida en varios países europeos y en Estados Unidos. Como consecuencia, los diferenciales de rendimiento y las acciones del sector financiero contribuyeron al deterioro de los índices agregados observado hasta bien entrado marzo (véase el Gráfico II.7).

... en un entorno de incertidumbre sobre el alcance...

Al mismo tiempo, los avales ya existentes y las perspectivas de ulteriores medidas de apoyo limitaron, por lo general, las fluctuaciones de los diferenciales del sector financiero. Ahora bien, aunque los avales estatales espolearon las emisiones de deuda de las instituciones financieras (véase el panel derecho del Gráfico II.6), los diferenciales ya no volvieron a estrecharse anticipando medidas oficiales de apoyo. A diferencia de lo ocurrido a finales de 2008, los inversionistas parecían cada vez menos seguros del alcance que requerían esas medidas y de sus posibles efectos sobre las carteras de deuda. En ocasiones, otras incertidumbres generaron diferencias sustanciales en los precios de los instrumentos que configuran la estructura de capital, como reflejo de las cambiantes expectativas sobre las tasas de recuperación relativas en un entorno condicionado por las intervenciones públicas (véase el panel izquierdo del Gráfico II.10). A su vez, ante los fuertes descuentos en la valoración de la deuda subordinada, numerosos bancos decidieron retirar esos valores y reforzar su base de capital mediante beneficios no distribuidos. Al mismo tiempo, los precios de las acciones de los antiguos bancos de inversión independientes batieron al conjunto del sector bancario, en consonancia con la mejora de las posiciones de capital y los indicios de que, ante el deterioro de la coyuntura, los temores sobre los riesgos bancarios se habían desplazado desde la cartera de negociación a la cartera de inversión (véase el panel derecho del Gráfico II.10, así como el Capítulo III).

... y las consecuencias de las medidas públicas de apoyo

A la incertidumbre también contribuyó la impresión de que los generosos paquetes de rescate del sector financiero y las pródigas medidas de estímulo económico comenzaban a socavar las finanzas públicas. En este sentido, los diferenciales de los CDS de la deuda soberana de los países industriales, que desde la adopción de las primeras medidas de apoyo en el verano de 2008 habían tendido al alza desde niveles reducidos, perseveraron en esa tendencia hasta bien entrado marzo (véase el panel izquierdo del Gráfico II.11). Su ampliación respondió a los crecientes compromisos presupuestarios, sugiriendo los patrones de correlación entre los emisores soberanos la presencia de un potente catalizador común. En particular, la correlación entre los diferenciales de los CDS de la deuda soberana y los de la deuda preferente del sector financiero superó la observada en el periodo anterior a la quiebra de Lehman. Este patrón reflejaba la creencia entre los inversionistas de que los gobiernos de los principales países habían asegurado los riesgos de buena parte del sistema bancario, aunque no reflejaba necesariamente las particularidades de esos compromisos en cada país. Los mercados de deuda pública mostraron una evolución similar, ya que las expectativas de cuantiosas emisiones comenzaron a contrarrestar las presiones bajistas sobre los rendimientos inducidas por los flujos de capital en busca de refugio seguro y las perspectivas económicas (véase el Gráfico II.8).

Los diferenciales de los CDS de la deuda soberana se ampliaron...

... en la creencia de que las autoridades habían asegurado los riesgos del sector bancario

Quinta etapa: primeros indicios de estabilización (a partir de mediados de marzo de 2009)

A mediados de marzo, los acontecimientos dieron otro giro. Las volatilidades cayeron y los precios de los activos repuntaron desde sus mínimos previos, conforme nuevas políticas más decididas transmitían cierto optimismo a los mercados, pese a seguir existiendo perspectivas financieras y macroeconómicas bastante sombrías. Al mismo tiempo, y a pesar de la mejoría en diversos mercados, persistían las señales de disfunción y otras distorsiones, evidenciando que las intervenciones conjuntas de gobiernos y bancos centrales no habían restablecido aún la plena confianza en el sistema financiero internacional. En consecuencia, se adivinaba un proceso de normalización dilatado y expuesto a considerables riesgos.

Los acontecimientos dieron otro giro...

En la mejora de la valoración de los activos fue determinante la confianza transmitida por los anuncios de ampliación de la gama y la cuantía de los activos que los principales bancos centrales estaban dispuestos a adquirir de forma directa. A comienzos de marzo, el Banco de Inglaterra anunció planes para comprar activos del sector privado y deuda pública. El 18 de marzo, la Reserva Federal secundó la iniciativa al desvelar que compraría hasta 300.000 millones de dólares en valores del Tesoro a largo plazo. Anticipándose a esa demanda adicional, los inversionistas reaccionaron provocando una caída de 47 puntos básicos en los rendimientos de la deuda del Tesoro a 10 años, su mayor descenso diario en más de 20 años. Los rendimientos de los valores del Tesoro estadounidense a corto plazo también disminuyeron, al igual que los de la deuda pública japonesa alentados por el anuncio realizado ese mismo día por las autoridades de incrementar en un 29% el presupuesto anual destinado a la compra directa de estos valores. Pese al mayor margen

... cuando las nuevas medidas económicas...

de maniobra del BCE al contar con tasas de interés oficiales superiores a las de otras economías industriales (véase el Gráfico II.9), la especulación sobre su eventual adopción de medidas similares también afectó a los rendimientos de la deuda de la zona del euro. Aunque estas caídas de rendimientos revirtieron con rapidez, las compras anunciadas compensaron, al menos temporalmente, las presiones derivadas de la mayor emisión de deuda pública (véase el Gráfico II.8). Análogos «efectos de señalización» (véase el Capítulo VI) se observaron en los mercados de titulización de crédito al consumo estadounidense, donde los programas de respaldo oficiales habían contribuido a estrechar los diferenciales (véase el panel derecho del Gráfico II.2), y más tarde se observarían también en Europa, después de que el BCE anunciase, a comienzos de mayo, que acometería la compra de bonos cubiertos denominados en euros (véase el Cuadro II.1).

... y las noticias más favorables procedentes del sector financiero...

Los demás mercados de activos también se recuperaron, aunque desde niveles deprimidos. Las compras de deuda anunciadas reforzaron el optimismo suscitado a comienzos de mes por los favorables resultados de los principales bancos estadounidenses, publicados el 10 y 11 de marzo. Los mercados de renta variable y renta fija respondieron abandonando sus mínimos, liderados de nuevo por el sector financiero. Ambos mercados ampliaron sus ganancias en las semanas siguientes, alentados por el anuncio de nuevas medidas de política económica, por la confianza de los inversionistas en que las iniciativas propuestas en la cumbre del G-20 celebrada en Londres contribuirían a impulsar la economía mundial y por los sólidos beneficios de los principales bancos y empresas en el primer trimestre. Ante el estímulo adicional ofrecido por la mejora provisional de los principales indicadores macroeconómicos, el índice S&P 500 se anotó una subida del 29% entre el 9 de marzo y finales de abril, con ganancias similares en otros índices destacados. Las cotizaciones de los activos de las economías emergentes también se elevaron durante este periodo, reflejando la positiva evolución de los principales mercados, como el chino, y la recuperación de los precios de las acciones en las economías europeas emergentes, cuyos índices regionales agregados batieron a los de los países industriales (véase el panel central del Gráfico II.11).

... estimularon los mercados financieros

Sin embargo, las persistentes señales de disfunción...

Con todo, y pese a estos acontecimientos favorables, las persistentes señales de disfunción en los mercados seguían revelando riesgos irresueltos en el sector financiero. Las repetidas inyecciones de liquidez de los bancos centrales y la constitución de avales públicos ciertamente ayudaron a sosegar los mercados de crédito interbancario y a reducir los diferenciales Libor-OIS, pero los niveles observados permanecían muy por encima de los registrados antes de la crisis, en parte debido a una notable y persistente incertidumbre sobre el alcance y la eficacia de las intervenciones públicas (véase el panel izquierdo del Gráfico II.4). Por su parte, las tasas de interés a plazo implícitas dejaban traslucir que los inversionistas tan sólo esperaban mejoras limitadas de dichos diferenciales hasta finales de 2009. En los mercados crediticios las preocupaciones no eran muy diferentes. El diferencial de precios entre los contratos CDS y la deuda corporativa al contado comparable, el denominado margen CDS-contado, se había situado en niveles anormalmente negativos

tras la quiebra de Lehman. Las operaciones de arbitraje que suelen comprimir ese margen exigen que los inversionistas comprometan tanto financiación ajena como capital propio; en consecuencia, los amplios diferenciales de precios sugerían la persistencia de restricciones en los balances, así como unas elevadas primas de liquidez relativas entre los distintos mercados (véase el panel derecho del Gráfico II.3)⁶.

A mediados de mayo, a pesar de los nuevos aumentos de valor de diversas clases de activos tras las pruebas de tensión (*stress tests*) realizadas por las autoridades estadounidenses, la coyuntura de los mercados continuaba siendo frágil. La adopción de medidas de política económica sin precedentes logró atajar la crisis financiera, pero resultaba evidente que el proceso de normalización sería prolongado. Al ser improbable una recuperación sostenida sin la estabilización duradera del sector financiero, perduraron los interrogantes sobre la eventual eficacia de las políticas pasadas y futuras para mantener el tono más optimista observado en los mercados (véase también el Capítulo VI). Los pronunciados recortes de las tasas de interés oficiales y de los rendimientos reflejaban las incisivas medidas públicas adoptadas, así como el deterioro del entorno macroeconómico (véanse los Gráficos II.8 y II.9). Los principales mercados bursátiles habían caído un 45% desde los máximos de octubre de 2007 y las valoraciones, medidas por la relación precio/beneficio sobre resultados previstos, habían retornado a cotas inéditas desde principios de los años 90 (véanse los paneles izquierdo y derecho del Gráfico II.7). Los diferenciales de rendimiento, pese al apreciable descenso desde sus máximos, aún mantenían su amplitud en comparación con niveles pasados, anticipando un repunte pronunciado de las tasas de morosidad y las consiguientes pérdidas en las carteras de deuda e inversión crediticia (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico II.6, así como el Capítulo III). Aunque el deterioro cíclico de la calidad crediticia parecía inexorable, los diferenciales a plazo implícitos en los CDS sugerían una previsible reversión de las primas de riesgo hacia niveles más normales a medio plazo (véase el panel central del Gráfico II.3).

... auguraban un largo proceso de normalización

⁶ Entre los factores que suelen afectar al margen CDS-contado se incluyen las restricciones de financiación, el riesgo de crédito de contraparte y las condiciones de liquidez relativa. Véase J. De Wit, «Exploring the CDS-bond basis», *National Bank of Belgium Working Papers*, n° 104, noviembre de 2006.