

Presentación general: recuperación del apetito por el riesgo ante la esperanza de recuperación

Los atisbos de esperanza de haber dejado atrás lo peor de la crisis financiera y de la desaceleración económica prendieron una recuperación del apetito de los inversionistas por el riesgo en el periodo comprendido entre finales de febrero y últimos de mayo. Como resultado, las cotizaciones bursátiles se anotaron avances considerables, los diferenciales de rendimiento se estrecharon y las volatilidades implícitas cayeron. Este optimismo en ciernes brotó incluso en un entorno de persistente atonía de los principales indicadores económicos. Aun así, la atención de la comunidad inversora se centró en las incipientes señales de ralentización del deterioro de la coyuntura económica, al tiempo que la intensificación de las políticas frente a la crisis y unos beneficios empresariales superiores a lo previsto reforzaban la confianza.

Diversas iniciativas de política contribuyeron notablemente a la mejora del clima de opinión entre los inversionistas. La publicación de detalles sobre los planes de rescate bancario estadounidense y británico redujo la incertidumbre, al igual que los resultados de las pruebas de tensión realizadas por la Reserva Federal a bancos de Estados Unidos. En concreto, el anuncio de estos resultados indujo un estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de la deuda bancaria estadounidense. Asimismo, los nuevos paquetes de estímulo fiscal y el anuncio de medidas coordinadas tras la cumbre del G-20 en abril alentaron a los inversionistas.

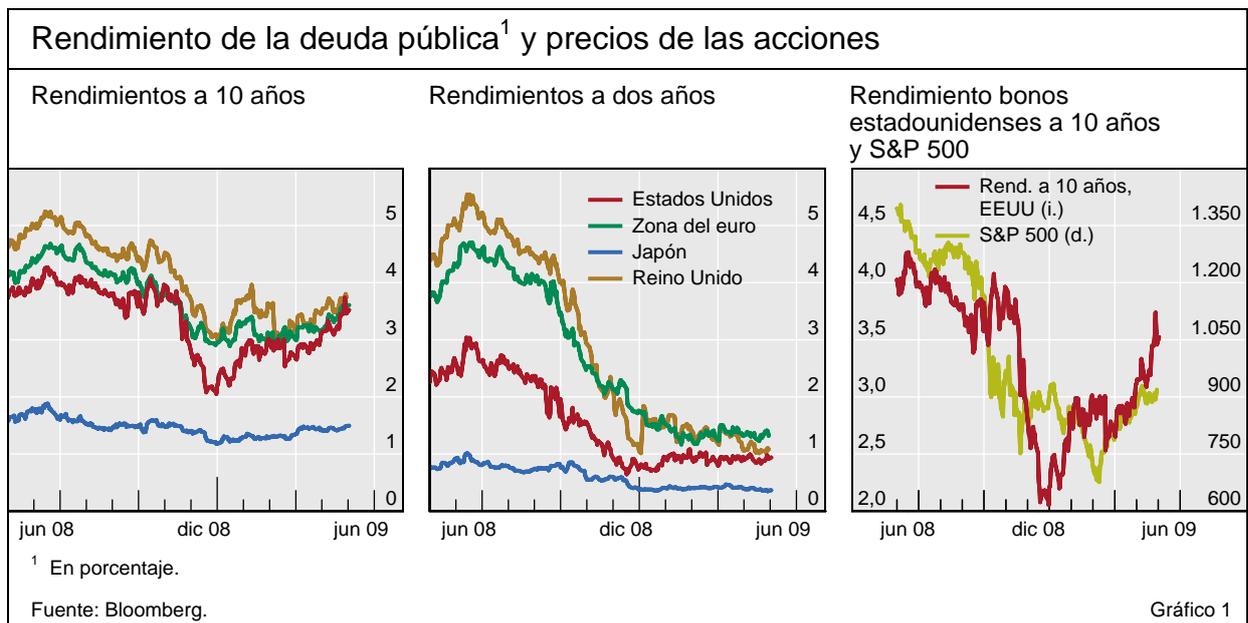
Además, los bancos centrales presentaron nuevas iniciativas para relajar las condiciones monetarias. Aparte de recortar las tasas de interés cuando aún era posible, varios de ellos anunciaron medidas poco convencionales, como ampliaciones de sus programas para facilitar el crédito y adquisiciones de grandes volúmenes de deuda pública. Aunque esas medidas inicialmente ocasionaron una caída de los rendimientos de los valores del Tesoro, las tasas de interés a largo plazo mostraron, por lo general, una tendencia alcista durante el periodo, conforme la recuperación del apetito por el riesgo frenaba el proceso de repliegue hacia activos seguros como la deuda pública. La creciente preocupación por la acumulación de deuda pública acentuó las presiones alcistas sobre los rendimientos, sobre todo a finales del periodo analizado. Las tasas de inflación neutrales a largo plazo subieron en paralelo, quizás como reflejo de la preocupación de los inversionistas por las

consecuencias inflacionistas a largo plazo de la continua expansión de los compromisos de gasto público.

Pese al cambio de tendencia en los mercados, a finales de mayo numerosos segmentos continuaban lejos de los niveles anteriores a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Ejemplo de ello son los mercados bursátiles, donde, a pesar de las fuertes ganancias recientes, la mayoría de los índices aún se situaba entre un 20% y un 30% por debajo de sus niveles de mediados de septiembre. En los mercados crediticios, por su parte, pese al considerable estrechamiento de los diferenciales a partir de los máximos alcanzados a comienzos de 2009, aún no se habían recuperado en general los niveles de mediados de septiembre. En particular, los diferenciales de los CDS de la deuda sin grado de inversión y de la deuda soberana todavía permanecían en cotas significativamente superiores. En cambio, en los mercados interbancarios, pese a haber sufrido las disfunciones más extremas tras el colapso de Lehman, la situación siguió mejorando gradualmente, de modo que a finales de mayo los principales diferenciales de los mercados monetarios habían retornado a los niveles previos a la quiebra.

Aumento de los rendimientos de la deuda conforme remite el repliegue hacia la calidad

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de las economías avanzadas aumentaron considerablemente durante el periodo analizado, como reflejo de las esperanzas puestas en una desaceleración del ritmo de deterioro de la economía mundial y de los temores sobre los crecientes déficits fiscales. Entre finales de febrero y últimos de mayo de 2009, el rendimiento del bono estadounidense a 10 años subió casi 45 puntos básicos, hasta alrededor del 3,45%, mientras los rendimientos de los bonos comparables aumentaban 45 y 20 puntos básicos en la zona del euro y Japón, para rondar el 3,6% y 1,5%, respectivamente (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). Simultáneamente,



Secuencia de acontecimientos durante el periodo analizado

26 de febrero	Las autoridades británicas inyectan otros 13.000 millones de libras esterlinas en RBS y aseguran activos bancarios por importe de 325.000 millones de libras al amparo del Programa de Protección de Activos.
3 de marzo	La Reserva Federal anuncia el lanzamiento de la Facilidad de Préstamo a Plazo de Bonos de Titulización de Activos (TALF) con el fin de prestar hasta 200.000 millones de dólares.
5 de marzo	El Banco de Inglaterra recorta en 50 puntos básicos, hasta el 0,5%, su tasa de interés oficial y anuncia la Facilidad para la Compra de Activos, dotada con 75.000 millones de libras. El BCE reduce en 50 puntos básicos, hasta el 1,5%, la tasa de interés de sus operaciones principales de financiación.
7 de marzo	Lloyds Banking Group participa en el Programa de Protección de Activos asegurando sus activos por un importe de 260.000 millones de libras.
10 de marzo	Una circular interna de Citigroup sugiere que el banco prevé obtener el mayor beneficio en más de un año.
12 de marzo	El Banco Nacional Suizo interviene en los mercados de divisas. S&P rebaja la calificación crediticia de General Electric.
18 de marzo	La Reserva Federal de Estados Unidos anuncia planes para adquirir hasta 300.000 millones de dólares en valores del Tesoro estadounidense a largo plazo y para incrementar sus compras de deuda y de MBS de las agencias semipúblicas. El Banco de Japón amplía sus compras anuales de deuda pública japonesa desde 16,8 billones de yenes hasta 21,6 billones. Unicredit solicita la ayuda de las autoridades austriacas e italianas.
23 de marzo	El Secretario del Tesoro estadounidense desvela detalles del Programa Público-Privado de Inversiones.
2 de abril	Cumbre del G-20. El BCE recorta en 25 puntos básicos, hasta el 1,25%, la tasa de interés de sus operaciones principales de financiación.
6 de abril	HSBC culmina una ampliación de capital por un importe récord de 12.500 millones de libras esterlinas.
7 de abril	Irlanda anuncia planes para crear una Agencia Nacional de Gestión de Activos que se haga cargo de activos crediticios tóxicos.
9 de abril	Wells Fargo anuncia beneficios preliminares récord durante el primer trimestre. Japón desvela un paquete de estímulo fiscal por importe de 15,4 billones de yenes.
15 de abril	UBS anuncia fuertes pérdidas preliminares, de unos 2.000 millones de francos suizos, durante el primer trimestre.
20 de abril	Bank of America anuncia un beneficio de 4.200 millones de dólares en el primer trimestre, aunque también un aumento de las provisiones.
22 de abril	Morgan Stanley anuncia una pérdida de 578 millones de dólares en el primer trimestre.
28 de abril	BBVA anuncia una caída interanual del 14,2% en los beneficios del primer trimestre.
30 de abril	Chrysler LLC solicita acogerse a la protección del Capítulo 11 de la Ley de Quiebras estadounidense.
7 de mayo	Las autoridades estadounidenses publican los resultados de las pruebas de tensión bancarias. El Banco de Inglaterra amplía en 50.000 millones de libras, hasta 125.000 millones, la dotación de la Facilidad para la Compra de Activos. El BCE reduce en 25 puntos básicos, hasta el 1%, la tasa de interés de sus operaciones principales de financiación y anuncia su intención de adquirir bonos cubiertos por un importe aproximado de 60.000 millones de euros.
21 de mayo	S&P revisa a la baja, de estable a negativa, la perspectiva de la calificación crediticia AAA del Reino Unido.
Fuentes: Bloomberg; <i>Financial Times</i> ; <i>The Wall Street Journal</i> .	
Cuadro 1	

los rendimientos a corto plazo apenas registraron cambios, reflejando expectativas de relativa estabilidad de las tasas de interés oficiales en el futuro inmediato (véase el panel central del Gráfico 1). Como resultado, la pendiente de las curvas de rendimientos aumentó considerablemente.

Gran parte del aumento de los rendimientos de la deuda a largo plazo respondió a la creciente percepción, entre la comunidad inversora, de haber dejado atrás lo peor de la crisis financiera y la recesión económica. Esas esperanzas indujeron una recuperación del apetito por el riesgo, también visible en otros mercados —sobre todo, en las bolsas—. Conforme aumentaba la demanda de activos de riesgo, comenzaron a disminuir las tensiones en los mercados de deuda pública causadas por un repliegue hacia activos seguros y líquidos, impulsando sus rendimientos al alza. En consecuencia, el repunte de los rendimientos de la deuda pública se aceleró en marzo, a medida que cobraban impulso las cotizaciones en los mercados bursátiles (véase el panel derecho del Gráfico 1).

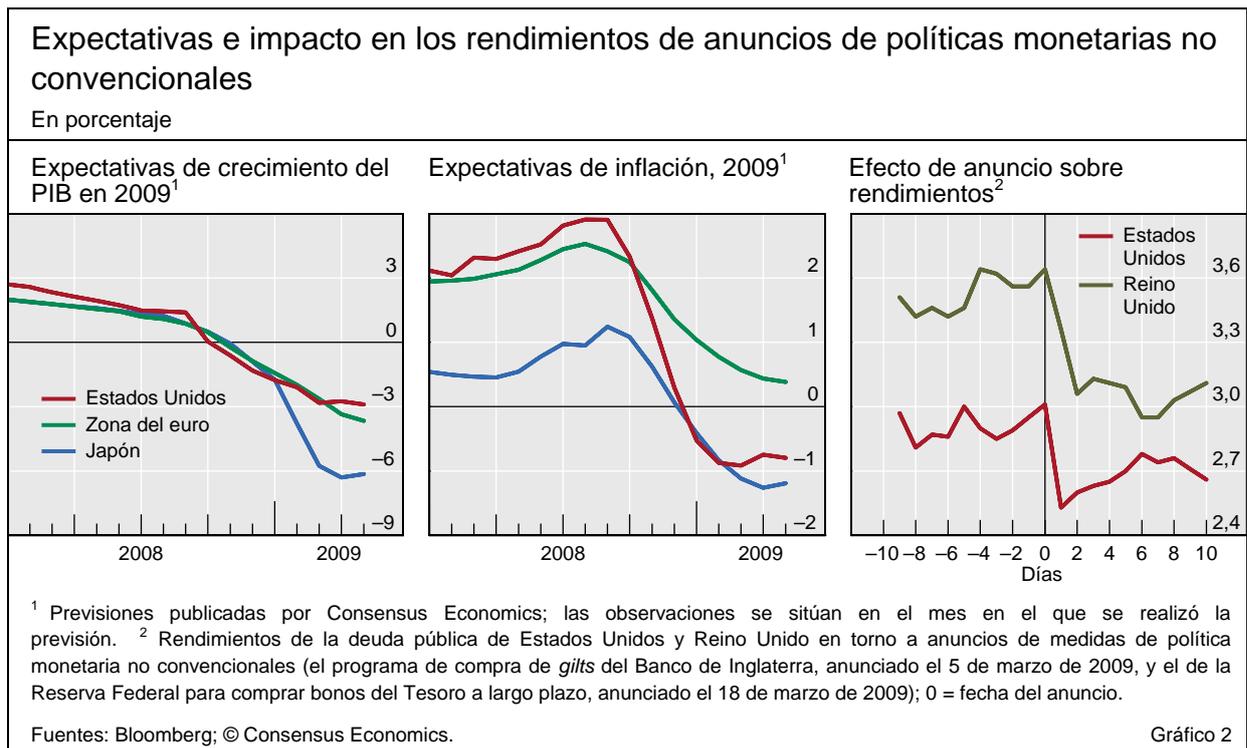
Aumento de los rendimientos ante las esperanzas de recuperación...

El incipiente optimismo inversor se nutrió de la mayor confianza generada por la conjunción de varias medidas anunciadas por diferentes autoridades y de datos macroeconómicos menos adversos de lo esperado. La publicación de detalles sobre el Programa de Protección de Activos británico y el Programa Público-Privado de Inversiones estadounidense, la cumbre del G-20 celebrada a comienzos de abril en Londres y las pruebas de tensión realizadas a bancos estadounidenses se cuentan entre las medidas que, aparentemente, más alentaron la confianza en los mercados (véase el Cuadro 1).

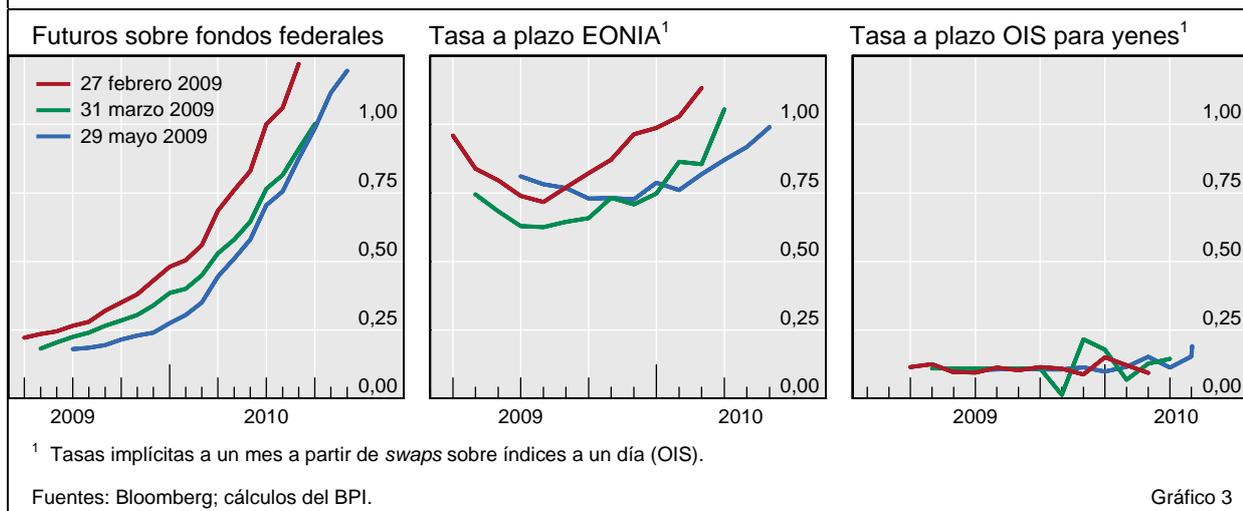
... alentadas por las iniciativas públicas...

Los nuevos datos macroeconómicos resultaron menos sombríos de lo previsto, especialmente en Estados Unidos (pese a una caída anualizada del PIB del 6,1% en el primer trimestre). En ese país, las cifras de empleo no agrario sugirieron una desaceleración en la pérdida de puestos de trabajo, ya que el dato de abril, sin dejar de ser deprimente (-539.000 empleos), logró mejorar las previsiones, en parte debido a un aumento puntual del empleo en el sector público. Otros indicadores más adelantados, como el clima de confianza de empresarios y consumidores procedente de encuestas,

... y unos datos menos sombríos



Curvas a plazo implícitas



repuntaron desde niveles muy bajos. Ciertos indicios de estabilización se observaron también en la zona del euro, con una mejora de la confianza de los consumidores y una recuperación del índice Ifo alemán. En Japón, en cambio, escasearon las noticias positivas. Los datos de expectativas de crecimiento procedentes de encuestas reflejaron el panorama general, ya que aunque las previsiones apuntaban a una contracción de las tres mayores economías en 2009, revisiones recientes han mostrado, por lo general, algunos signos de estabilización (véase el panel izquierdo del Gráfico 2).

Además de las medidas adoptadas por los Gobiernos de todo el mundo para estimular sus economías, los bancos centrales continuaron relajando sus políticas monetarias, con nuevos recortes de las tasas de interés oficiales cuando aún era posible. Entre marzo, abril y mayo, el BCE redujo en un total de 100 puntos básicos, hasta un mínimo récord del 1%, la tasa que aplica a sus operaciones principales de financiación, rebajando además hasta el 0,25% la tasa de interés de su facilidad de depósitos. El Banco de Inglaterra recortó en marzo su tasa bancaria otros 50 puntos básicos, hasta el 0,5%, que también constituye otro mínimo histórico. En Estados Unidos y Japón, las principales tasas de interés oficiales permanecieron sin cambios, al situarse ya próximas a cero. La formación de los precios de los contratos a plazo en los mercados monetarios anticipó correctamente esas decisiones, con previsión de pocos cambios importantes en los próximos meses (véase el Gráfico 3).

En un entorno de tasas de interés oficiales cercanas a cero en numerosas economías, los bancos centrales anunciaron y comenzaron a aplicar medidas poco convencionales a fin de reforzar aún más el carácter expansivo de sus políticas (véanse el Recuadro y el Cuadro 1). El 5 de marzo, el Banco de Inglaterra anunció el inicio de inyecciones directas de dinero en la economía con el fin de alcanzar su objetivo de inflación, mediante un programa de compras directas de deuda pública británica y activos del sector privado por importe de 75.000 millones de libras esterlinas (posteriormente elevado a 125.000 millones a comienzos de mayo). Ampliando su vigente programa de mejora de las condiciones en los mercados crediticios, la Reserva Federal

Los bancos centrales comienzan a aplicar medidas de política poco convencionales...

estadounidense anunció el 18 de marzo la compra de valores del Tesoro a largo plazo por un importe de hasta 300.000 millones de dólares durante los seis meses posteriores. El Banco de Japón amplió su programa de compras de deuda pública japonesa en 4,8 billones de yenes anuales (véase asimismo el artículo monográfico de McCauley y Ueda en este *Informe Trimestral*). Por último, el BCE anunció el 7 de mayo su intención de adquirir bonos cubiertos emitidos en la zona de euro y denominados en la moneda única por un importe aproximado de 60.000 millones de euros¹.

En respuesta inmediata a los anuncios de compras de valores del Tesoro, los rendimientos de la deuda pública sufrieron notables descensos, en especial en Estados Unidos y el Reino Unido (véase el panel derecho del Gráfico 2). Los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años cayeron casi 50 puntos básicos tras el anuncio de la Reserva Federal, mientras los rendimientos de la deuda británica a 10 años se desplomaban casi 60 puntos básicos tras el comunicado del Banco de Inglaterra. Los rendimientos en la zona del euro también retrocedieron ante esos anuncios, al alimentar especulaciones sobre la posibilidad de que el BCE desvelase medidas similares. Aun así, el efecto depresor sobre los rendimientos no resultó duradero y las tasas de interés a largo plazo pronto comenzaron a aumentar. Aunque cabe la posibilidad de que, en buena medida, esta subida haya respondido a otros factores, anteriormente discutidos, la adopción de medidas de política monetaria poco convencionales podría haber sido, paradójicamente, un factor explicativo adicional. En concreto, esas medidas podrían haber propiciado un aumento de la confianza de los inversionistas y de su apetito por el riesgo, reduciendo así las tensiones en los mercados de deuda pública ocasionadas por el repliegue hacia activos seguros.

La persistente inquietud sobre la oferta de deuda pública fue otro factor que presionó al alza sobre los rendimientos. La combinación de planes de estímulo fiscal a gran escala, paquetes de rescate financiero y rápidas caídas de la recaudación impositiva acarreó crecientes déficits públicos en todo el mundo y, por tanto, la necesidad de emitir mucha más deuda pública. Los rendimientos de los bonos subieron a medida que parecía crecer la inquietud de los mercados sobre la disposición de los inversionistas a absorber volúmenes de deuda pública mucho más abultados. Además, el pronunciado aumento de los déficits ha suscitado temores sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas y la capacidad de algunos Gobiernos para satisfacer sus crecidas obligaciones. Los consiguientes aumentos del riesgo de crédito, real o percibido, de la deuda soberana podría, en ciertos casos, haber inducido a los inversionistas a exigir una mayor compensación por mantener deuda pública, impulsando así sus rendimientos al alza.

La preponderancia de estos factores quedó patente en la decisión de Standard & Poor's, adoptada el 21 de mayo, de pasar a perspectiva negativa a medio plazo la calificación crediticia AAA de la deuda soberana británica. La decisión de esa agencia se basó en su opinión de que la carga de la deuda

... que deprimen los rendimientos...

... durante un tiempo

La preocupación por los crecientes déficits ejerce presiones alcistas sobre los rendimientos

¹ Véase una discusión de los mercados de bonos cubiertos en el artículo monográfico de Packer *et al.* incluido en el *Informe Trimestral* de septiembre de 2007.

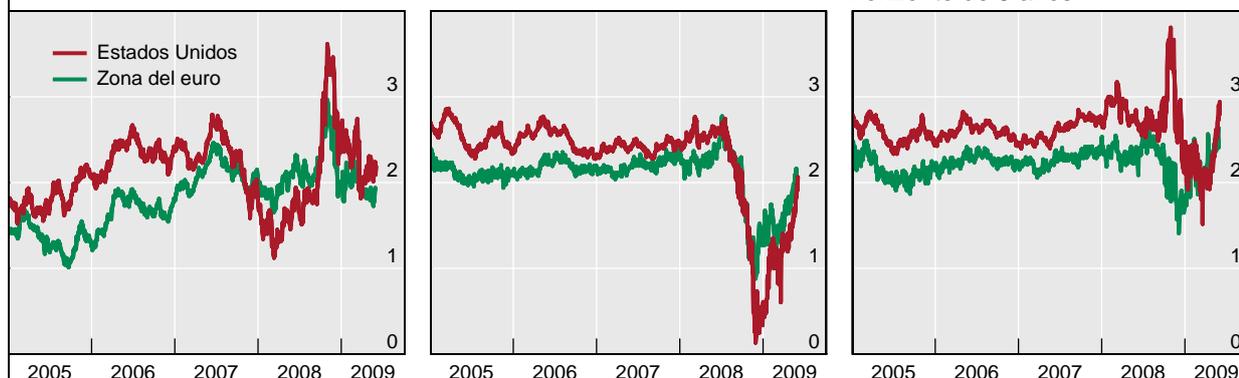
Rendimientos reales y tasas de inflación neutrales¹

En porcentaje

Rendimientos reales a 10 años

Tasas neutrales a 10 años

Tasas neutrales a 5 años en un horizonte de 5 años



¹ Rendimientos reales a 10 años y tasas neutrales cupón cero se calculan según R. Gürkaynak, B. Sack y J. Wright, «The TIPS yield curve and inflation compensation», *FEDS Paper* 2008-05, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, 2008.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Gráfico 4

pública podría alcanzar el 100% del PIB a medio plazo. Inmediatamente tras el anuncio, los rendimientos de la deuda a 10 años se elevaron en torno a 10 puntos básicos, mientras el diferencial de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) británicos a cinco años crecía 8 puntos básicos en el mismo día. La decisión pareció también contribuir a una subida de los rendimientos en otros países, especialmente en Estados Unidos, conforme los inversionistas reevaluaban el riesgo de posibles rebajas de las calificaciones crediticias de otras economías importantes.

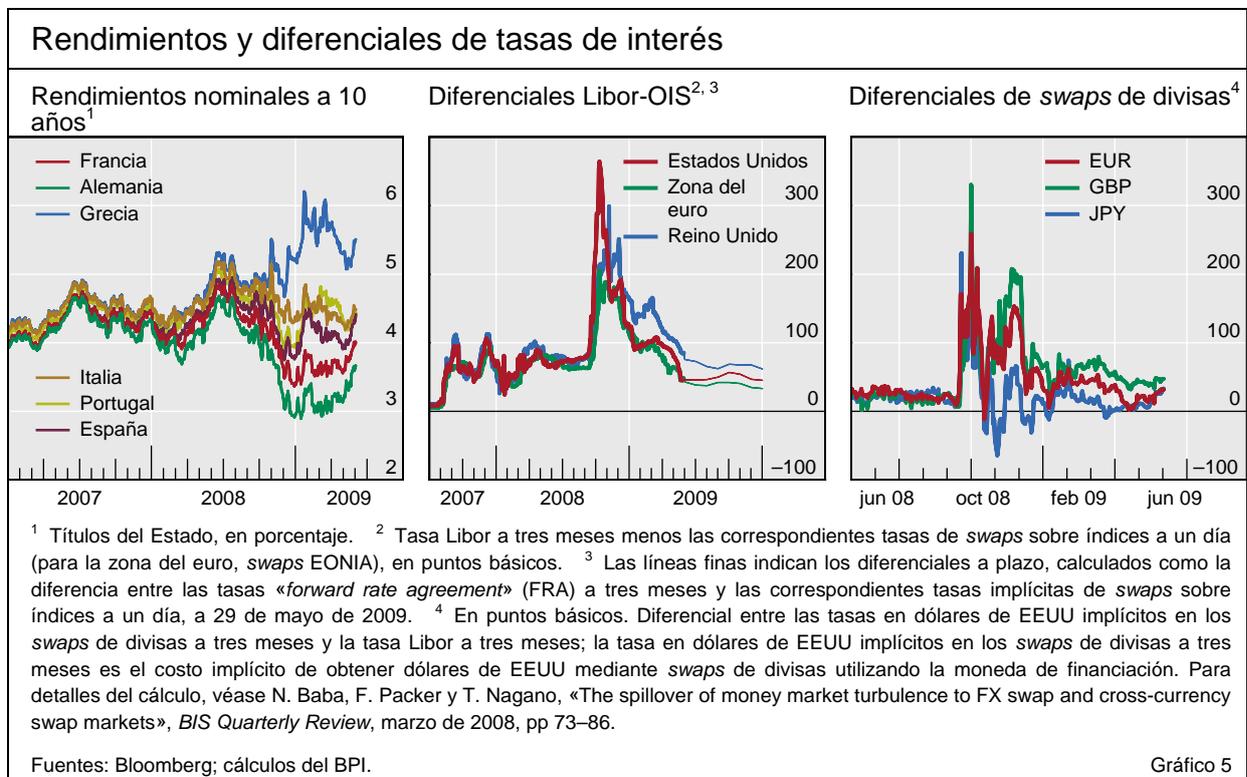
Las tasas de
inflación neutrales
repuntan desde
niveles reducidos...

Ante la sensación de prudente optimismo que desprendían las condiciones económicas, las tasas de inflación neutrales continuaron aumentando desde los niveles excepcionalmente reducidos alcanzados a finales de 2008 (véase el panel central del Gráfico 4). Esta tendencia alcista podría, en parte, haber reflejado expectativas de una desaceleración o relajación de las presiones a la baja sobre los precios de consumo a corto plazo, en consonancia con el panorama dibujado por las previsiones de inflación para 2009 procedentes de encuestas (véase el panel central del Gráfico 2) y con el repunte de los precios de la energía. Sin embargo, al igual que ocurrió durante el episodio de pronunciada caída de las tasas de inflación neutrales a finales de 2008, es probable que gran parte de su reciente subida haya reflejado otros factores (véase el Recuadro incluido en la «Presentación general» de marzo de 2009), sobre todo una reversión de la demanda de la seguridad y liquidez que ofrecen los bonos del Tesoro con rentabilidad nominal. La caída de los rendimientos reales, probablemente debida a descensos de las primas de liquidez en los bonos indexados a la inflación, ha sido otro factor explicativo (véase el panel izquierdo del Gráfico 4). Dado que estos factores suelen tener menos importancia en el caso de las tasas a plazo, las tasas de inflación a plazo neutrales a cinco años para un horizonte de cinco años aumentaron, consiguientemente, algo menos que las tasas de inflación neutrales a 10 años (véase el panel derecho del Gráfico 4). Sin

embargo, el sustancial incremento de las tasas de inflación a plazo neutrales para horizontes largos podría reflejar una creciente preocupación en la comunidad inversora de que el actual proceso de acumulación de compromisos del sector público lleve aparejado futuras subidas de la inflación.

Otros segmentos del mercado también mostraron indicios de mejora gradual. Por ejemplo, los diferenciales entre los rendimientos de los *bunds* alemanes y los de la deuda pública de otros países de la zona del euro, que habían experimentado aumentos casi continuos desde mediados de 2008, comenzaron a estrecharse levemente (véase el panel izquierdo del Gráfico 5). En ausencia de factores que sugieran una convergencia del riesgo de crédito soberano entre los países de la zona del euro, la compresión de los diferenciales de rendimiento pareció claramente reflejar el aumento de la liquidez en el mercado y la recuperación del apetito por el riesgo. La evolución de los mercados interbancarios estuvo en consonancia con esa tendencia. Por ejemplo, los diferenciales Libor-OIS y los de los *swaps* de divisas continuaron estrechándose gradualmente, de modo que a finales de mayo muchos de ellos habían retornado a niveles inferiores a los observados inmediatamente antes de la quiebra de Lehman (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 5). No obstante, los precios de los contratos a plazo sobre tasas de interés y los de los contratos OIS únicamente anticipaban limitadas mejoras adicionales en los mercados interbancarios durante el resto del año.

... mientras continúa el proceso de normalización en otros mercados



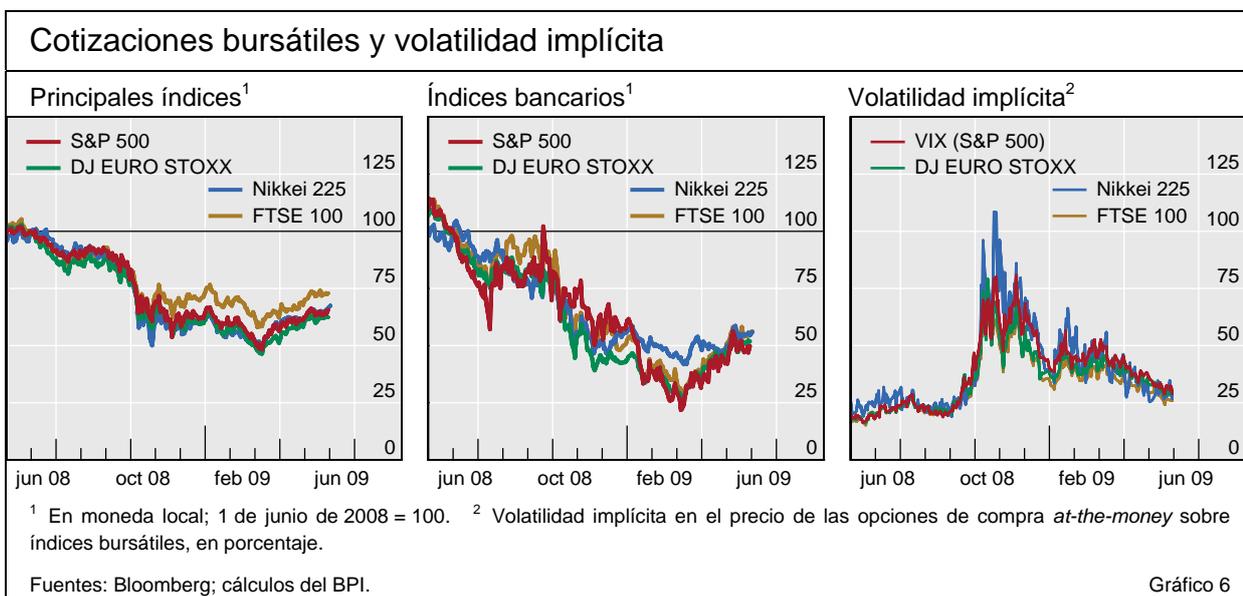
Recuperación de los mercados bursátiles ante las esperanzas de estabilización del sector financiero

Cambio de tendencia en los mercados bursátiles a comienzos de marzo

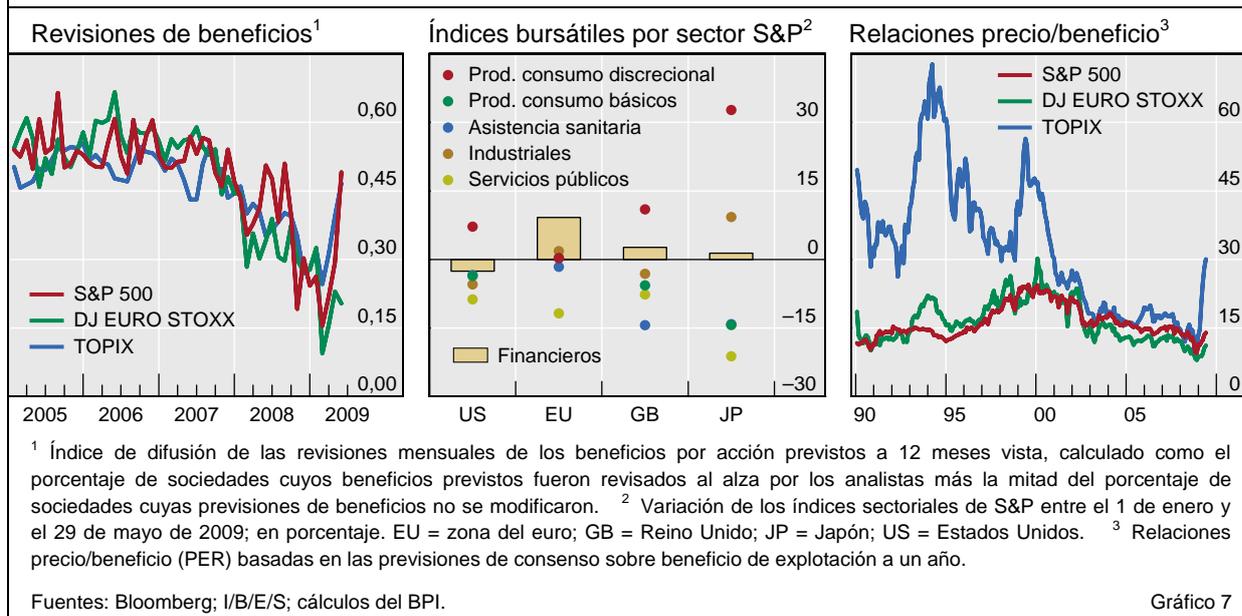
Durante el periodo analizado se produjo un cambio de tendencia en los principales mercados bursátiles. La recuperación comenzó a primeros de marzo y continuó hasta finales de mayo, sólo en ocasiones interrumpida por breves episodios de duda o determinadas noticias adversas. Aunque la mayoría de los datos económicos publicados continuaron reflejando una débil actividad real, la atención de los participantes en los mercados pareció centrarse en los indicios de un menor deterioro o incluso, en ciertos casos, de una estabilización de las condiciones económicas. Ni siquiera los temores suscitados a finales de abril a raíz de la posibilidad de una pandemia de gripe lograron socavar de forma duradera la confianza. Entre finales de febrero y últimos de mayo de 2009, el índice S&P 500 avanzó un 25%, recuperándose de todas las pérdidas registradas desde el inicio del año. Las principales bolsas de la zona del euro y Japón cosecharon también ganancias similares, mientras en el Reino Unido el índice FTSE 100 ascendía un 15% durante el mismo periodo (véase el panel izquierdo del Gráfico 6).

Los mayores beneficios, especialmente en el sector financiero, alientan las subidas

Las expectativas de beneficios empresariales, tras su repunte en marzo, cimentaron la recuperación de los mercados bursátiles (véase el panel izquierdo del Gráfico 7). En concreto, las acciones del sector financiero, que habían encabezado anteriores episodios de ventas masivas de renta variable durante el año, lideraron esta vez las subidas. Unas cifras de resultados del primer trimestre superiores a lo previsto en un grupo de importantes instituciones financieras a ambos lados del Atlántico ofrecieron evidencias palpables de una posible estabilización del sector financiero (véase el Cuadro 1). El aumento de la pendiente de las curvas de rendimientos y la ampliación de los diferenciales de mercado estimularon los ingresos corrientes por intereses, sumándose al sustancial aporte de ingresos bancarios procedente de la recuperación de la actividad en el segmento de banca de inversión, especialmente a raíz de la oleada de emisiones de deuda en los



Beneficios, precios de las acciones y relaciones precio/beneficio



primeros meses de este año. En este contexto, el subíndice financiero del S&P 500 remontó desde sus niveles mínimos en 17 años, avanzando un 96% entre primeros de marzo y finales de mayo (véase el panel central del Gráfico 6). Por su parte, las acciones del sector financiero subieron alrededor de un 90% en el Reino Unido y en otras bolsas europeas durante el mismo periodo. Las cotizaciones bursátiles de las instituciones financieras también se recuperaron en Japón, aunque en menor medida.

Aun así, persistían las incógnitas sobre la calidad y sostenibilidad de los beneficios bancarios. En primer lugar, la nueva normativa contable estadounidense de valoración a precios de mercado, aprobada a comienzos de abril (pero aplicable de forma retroactiva al periodo de presentación de resultados finalizado el 15 de marzo de 2009), podría haber propiciado una mejora transitoria de los resultados de los bancos estadounidenses en el primer trimestre, al proporcionarles mayor flexibilidad en la determinación de los valores razonables de los activos cuando los mercados no están operativos o los precios reflejan liquidaciones masivas. En segundo lugar, la decisión de algunos bancos estadounidenses y europeos de reclasificar ciertos activos, pasándolos de sus carteras de «negociación» a las de «inversión a vencimiento» en el segundo semestre de 2008, les permitió evitar un reconocimiento pleno de las minusvalías sufridas en sus estados financieros del primer trimestre de 2009. En tercer lugar, el repentino aumento de los ingresos por comisiones procedentes de la colocación y aseguramiento de deuda podría revelarse transitorio si las emisiones remitieran en meses posteriores. Con todo, el principal motivo de preocupación residía en las expectativas de nuevas pérdidas en las carteras crediticias en trimestres posteriores.

Como reflejo de estas dudas, hubo casos en que cifras de resultados positivas tuvieron acogidas desfavorables en los mercados. El 20 de abril, por ejemplo, la cotización de Bank of America sufrió una acusada caída, mayor

Persisten las dudas sobre la rentabilidad de los bancos...

que la de sus competidores, pese a publicar unos beneficios netos de 4.200 millones de dólares y un beneficio diluido por acción de 0,44 dólares en el primer trimestre, superiores a los 1.200 millones de dólares y 0,23 dólares, respectivamente, del mismo trimestre de 2008. Además, otras destacadas instituciones financieras continuaron anunciando fuertes pérdidas (como UBS el 15 de abril o Morgan Stanley el 22 de abril; véase el Cuadro 1).

... aunque parece haber remitido la incertidumbre sobre la estabilidad del sector financiero

Con todo, las nuevas medidas públicas de tratamiento de los problemas del sector financiero redujeron en cierta medida la incertidumbre. La puesta en marcha a finales de febrero del Programa de Protección de Activos británico limitó los riesgos bajistas soportados por los accionistas. Este programa permitió al Tesoro ofrecer a cada institución participante protección frente a pérdidas (por encima de un primer tramo de pérdida asumido por la entidad) en una o más carteras de activos crediticios predefinidas. El 23 de marzo, el mercado acogió muy favorablemente el ansiado anuncio del nuevo Programa Público-Privado de Inversiones estadounidense. La publicación, el 7 de mayo, de las pruebas de tensión realizadas a bancos de Estados Unidos ofreció asimismo un cierto alivio al revelar que, en el escenario «más adverso», 10 de las 19 instituciones participantes necesitaban ampliar capital por un importe total de 74.600 millones de dólares a fin de protegerse frente a las posibles pérdidas hasta finales de 2010. Al considerarse manejable el déficit de capital, las acciones del sector financiero cosecharon fuertes ganancias (véase también la sección siguiente sobre mercados crediticios). La mejora de las condiciones en los mercados bursátiles facilitó también la obtención de capital a los bancos (Morgan Stanley y Wells Fargo captaron inmediatamente, el 8 de mayo, más de 12.000 millones de dólares en acciones ordinarias). En días posteriores, otro grupo de bancos, incluidos algunos con suficiente capital a tenor de las pruebas de tensión, también anunciaron planes para ofrecer acciones ordinarias (o para convertir acciones preferentes en éstas), así como su intención de devolver los fondos públicos previamente recibidos.

Las volatilidades implícitas retroceden hacia los niveles previos a la quiebra de Lehman

La reducción de la incertidumbre en el sector financiero se reflejó en el descenso de las medidas de volatilidad implícita en las opciones sobre acciones (véase el panel derecho del Gráfico 6). El índice VIX, por ejemplo, que el 8 de abril había superado 40, cayó el 19 de mayo por debajo de 30 por vez primera desde la quiebra de Lehman Brothers, si bien dejó de bajar hacia finales de mayo.

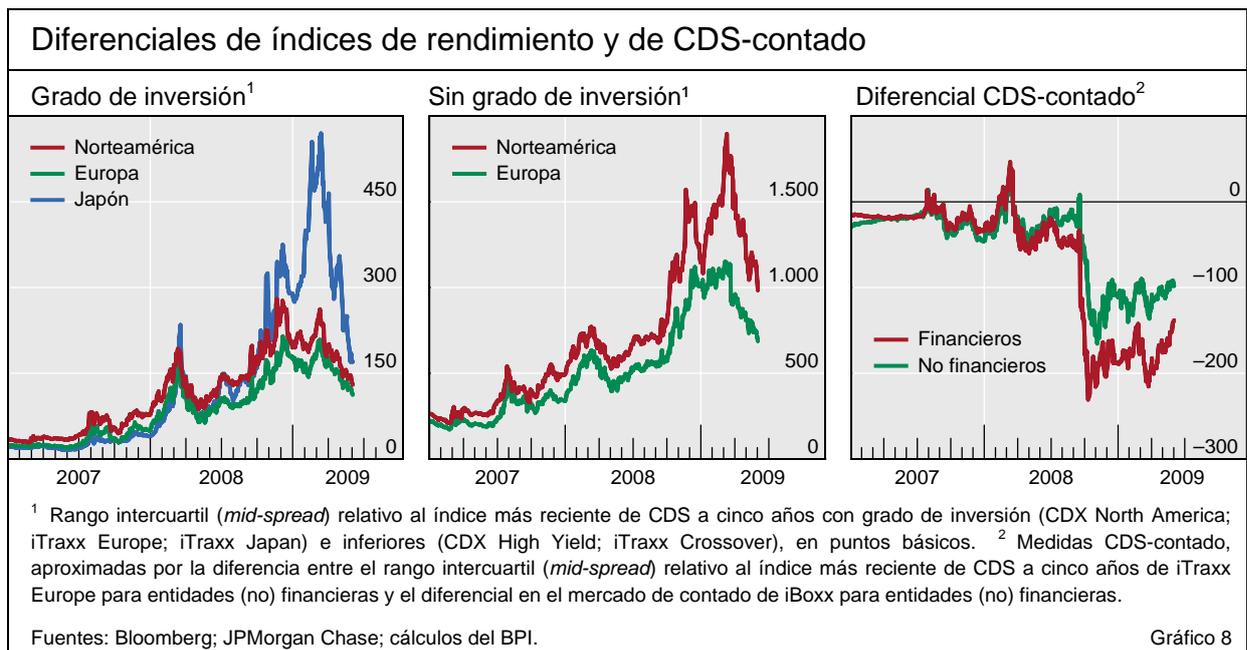
Al margen del sector financiero, las cotizaciones bursátiles de otros sectores cíclicos, como el industrial o el de consumo discrecional, también rebotaron durante el periodo analizado. En cambio, los precios de las acciones de sectores no cíclicos, como los de consumo básico, asistencia sanitaria o servicios públicos, continuaron registrando pérdidas en el año, sobre todo en Japón (véase el panel central del Gráfico 7). Las relaciones precio/beneficio aumentaron por lo general, aunque sus niveles continuaron siendo reducidos en comparación con los observados en las dos últimas décadas (véase el panel derecho del Gráfico 7).

Mercados crediticios en busca de estabilización

Siguiendo la estela del rebote de los precios de las acciones, los mercados crediticios repuntaron desde mediados de marzo hasta finales de mayo, conforme las nuevas iniciativas de política y los indicios de estabilización del sistema financiero reforzaban la confianza de los inversionistas en los mercados crediticios (véanse las secciones anteriores sobre deuda pública y mercados bursátiles). Los diferenciales de rendimiento de la deuda de los bancos de Estados Unidos se estrecharon drásticamente una vez que trascendió el tono general de los resultados de las pruebas de tensión en ese país antes de su publicación oficial a comienzos de mayo. Los indicadores de tolerancia de los inversionistas al riesgo mostraron una notable recuperación durante el periodo, en sintonía con las previsiones de menores tasas de morosidad futuras. Sin embargo, los diferenciales aún eran bastante más elevados por lo general que antes de la quiebra de Lehman Brothers. Los síntomas de debilidad también fueron evidentes en la actividad emisora, especialmente en los mercados de bonos de titulización de activos (ABS) y de pagarés de empresa (CP).

Recuperación de los mercados crediticios tras la estela de las bolsas

Los diferenciales de la deuda sin grado de inversión, que a comienzos de marzo habían alcanzado un máximo histórico, se redujeron durante el periodo en mayor medida que los diferenciales de grado de inversión (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 8), en parte como reflejo de una mejora de las perspectivas de impagos. Aunque las tasas de morosidad reales continuaron aumentando a partir de los niveles muy reducidos de principios de 2008, los mercados empezaron a anticipar menores tasas futuras a comienzos de 2009, a raíz de nuevas baterías de cifras económicas y de beneficios empresariales menos sombríos de lo previsto (véase el panel izquierdo del Gráfico 9). El estrechamiento de los diferenciales coincidió también con una recuperación de los indicadores de tolerancia de los inversionistas al riesgo. Las volatilidades implícitas en las opciones sobre índices de CDS cayeron de



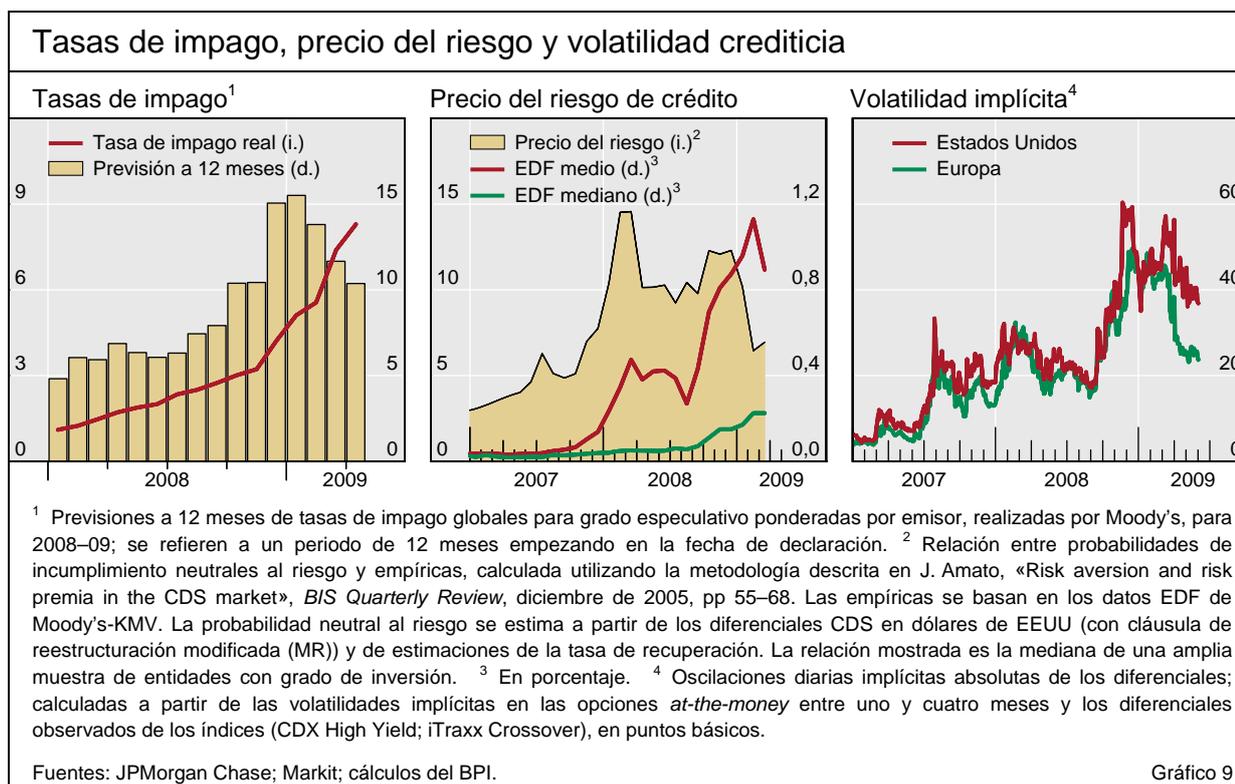
La tolerancia al riesgo repunta...

forma pronunciada en el segundo trimestre, especialmente en Europa, reflejando una menor incertidumbre sobre la evolución a corto plazo de los diferenciales de rendimiento (véase el panel derecho del Gráfico 9). Además, un indicador de la tolerancia de los inversionistas al riesgo en los mercados crediticios, calculado como la relación entre las probabilidades de incumplimiento implícitas en los diferenciales de rendimiento (neutrales al riesgo) y las empíricas de los emisores con grado de inversión, mejoró sustancialmente a comienzos de 2009 (véase el panel central del Gráfico 9).

A finales de mayo, el índice CDX estadounidense de alta rentabilidad a cinco años se había estrechado sustancialmente, en unos 820 puntos básicos, desde su cota máxima cercana a los 1.900 puntos alcanzada a comienzos de marzo (véase el panel central del Gráfico 8), aunque aún permanecía bastante por encima del nivel anterior a la quiebra de Lehman. Los correspondientes diferenciales de grado de inversión se comprimieron unos 125 puntos básicos, hasta la cota de 138, casi equivalente al nivel previo al episodio de Lehman (véase el panel izquierdo del Gráfico 8). Los índices de CDS europeos también experimentaron una notable reducción, repitiéndose la mejor evolución relativa de los diferenciales sin grado de inversión sobre los de los emisores de mayor calidad. Los diferenciales japoneses de grado de inversión, que habían crecido sustancialmente hasta comienzos de marzo, en parte por efecto del rápido deterioro de los datos económicos, se estrecharon 395 puntos básicos desde su cota máxima de principios de marzo, hasta situarse en 175.

... pero persisten las disfunciones en los mercados

Pese a la mejora generalizada de la coyuntura en los mercados crediticios, el denominado margen CDS-liquidez de los principales índices, es decir, el diferencial de precios entre los contratos de CDS y la deuda corporativa comparable en el mercado al contado, únicamente experimentó un

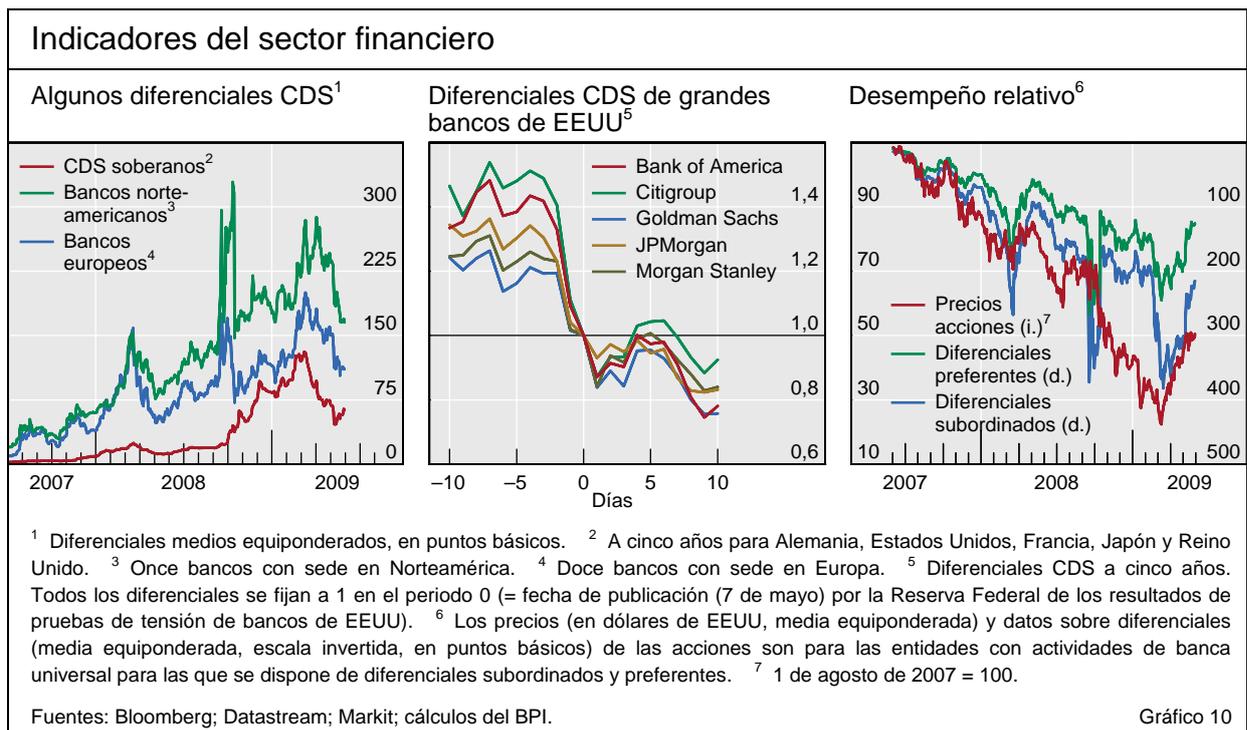


leve ascenso desde comienzos de marzo, permaneciendo en niveles negativos muy deprimidos (véase el panel derecho del Gráfico 8). Esta evolución sugiere que las disfunciones de los mercados impidieron aprovechar unas oportunidades de arbitraje potencialmente importantes.

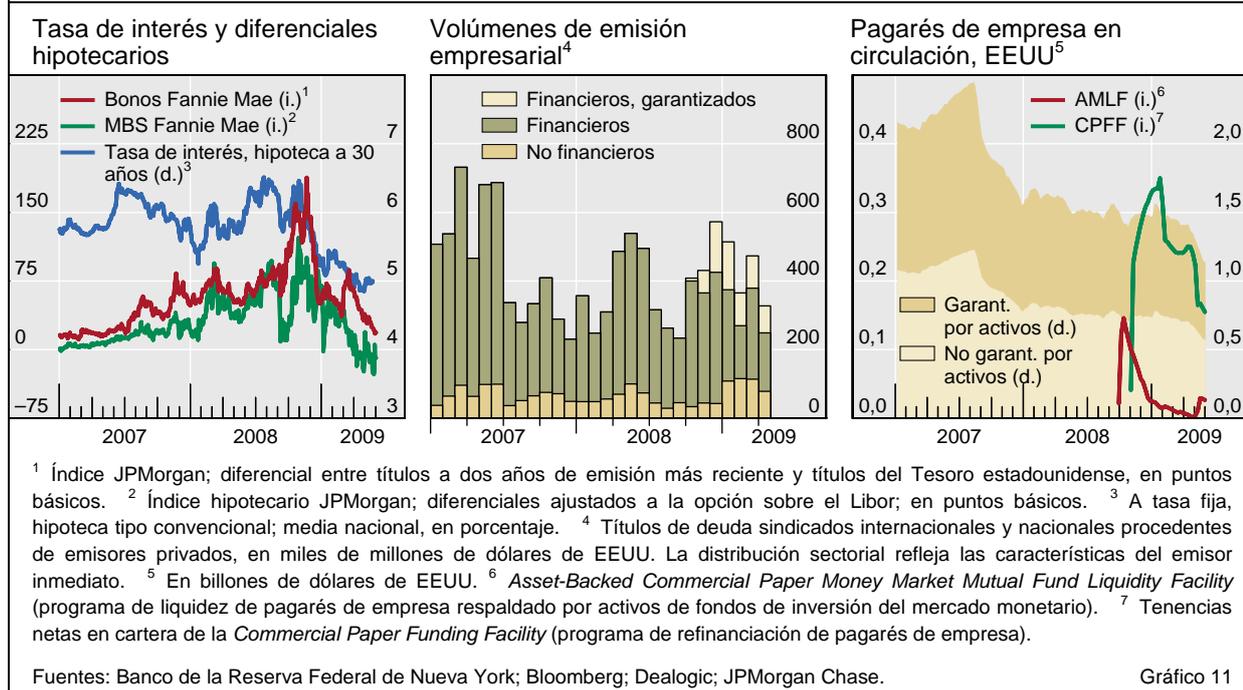
Los diferenciales del sector financiero, especialmente los de la deuda subordinada de los principales bancos, se estrecharon drásticamente a partir de mediados de marzo, en consonancia con la recuperación de las cotizaciones bursátiles (véase el panel derecho del Gráfico 10). Dicho esto, los temores profundamente arraigados sobre la calidad y sostenibilidad de los beneficios bancarios continuaron afectando a los diferenciales de rendimiento de los bancos estadounidenses en mayor medida que a los precios de sus acciones, pese a las inyecciones de capital por un importe total superior a 900.000 millones de dólares recibidas desde el tercer trimestre de 2007 (véase la anterior sección sobre mercados bursátiles). Los diferenciales de la deuda de los bancos estadounidenses permanecieron elevados hasta comienzos de mayo, básicamente como reflejo de la incertidumbre sobre los posibles resultados de las pruebas de tensión realizadas (véase el panel izquierdo del Gráfico 10). Esos diferenciales registraron posteriormente una marcada recuperación una vez que trascendió el tono general de dichos resultados antes de su publicación oficial el 7 de mayo (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 10). En cambio, los diferenciales de los bancos europeos se comprimieron durante el periodo.

Compresión de los diferenciales de rendimiento de los bancos estadounidenses ante los resultados de las pruebas de tensión

Durante el periodo analizado, las autoridades anunciaron nuevas medidas de política en conexión con los mercados crediticios y otros mercados relacionados (véase el Cuadro 1 y la sección anterior sobre mercados de deuda pública). El 3 de marzo, la Reserva Federal puso en marcha la Facilidad de Préstamo a Plazo de Bonos de Titulización de Activos (TALF) con el fin de



Mercados hipotecario, de bonos corporativos y de pagarés de empresa, EEUU



prestar hasta 200.000 millones de dólares a propietarios habilitados de carteras de ABS con calificación AAA respaldados por créditos para la compra de automóviles, derechos de cobro procedentes de la utilización de tarjetas de crédito, préstamos a estudiantes y préstamos a pequeñas empresas. El 18 de marzo, además de planes para adquirir valores del Tesoro, la Reserva Federal anunció su intención de dedicar 750.000 millones de dólares adicionales a la compra de bonos de titulización hipotecaria, así como de aumentar sus compras de deuda de agencias por un importe de hasta 100.000 millones de dólares. En Europa, el Banco de Inglaterra anunció el 5 de marzo compras de activos del sector privado, mientras el BCE desvelaba sus planes para adquirir bonos cubiertos el 7 de mayo.

La formación de precios de los instrumentos hipotecarios y de titulización estadounidenses puso especialmente de manifiesto que la estabilización financiera era resultado de las medidas de política adoptadas. Así, las tasas de interés de los tradicionales préstamos hipotecarios a 30 años volvieron a caer hasta alrededor del 5% (véase el panel izquierdo del Gráfico 11). En este contexto, los prestatarios capacitados mostraron una tendencia creciente a refinanciar sus deudas a través de préstamos hipotecarios a menores tasas de interés. Los diferenciales de los bonos de titulización hipotecaria de agencias, que venían evolucionando a la baja desde finales de noviembre tras el anuncio de compras directas de valores de las agencias realizado por la Reserva Federal, alcanzaron un mínimo histórico a últimos de mayo (véase el panel izquierdo del Gráfico 11). Los mercados de ABS respaldados por préstamos al consumo presentaron asimismo una evolución similar. Dicho esto, los datos de SIFMA para Estados Unidos revelan una disminución de las emisiones totales de ABS superior al 70% en términos interanuales en el primer trimestre de 2009, hasta una cifra inferior a los 15.000 millones de dólares, con una caída

Las medidas de política impulsan la estabilización...

... pero continúa la debilidad de las emisiones de ABS

mucho más modesta, de alrededor del 6% también en tasa interanual, de las emisiones de instrumentos hipotecarios, hasta 366.000 millones de dólares.

Los síntomas de debilidad continuaron siendo evidentes en algunos otros mercados. En los mercados primarios de deuda, el volumen bruto de instrumentos de deuda sindicada no garantizada emitido por sociedades financieras cayó en abril drásticamente, más de un 60% en términos interanuales, hasta 156.000 millones de dólares, mientras las emisiones de las sociedades no financieras mostraban un incremento en torno al 11%, también en tasa interanual (véase el panel central del Gráfico 11). Además, la actividad del mercado de CP registró un nuevo estancamiento, con un volumen total en circulación próximo a los 1,3 billones de dólares a finales de mayo, un nivel desconocido desde finales de 2004 (véase el panel derecho del Gráfico 11).

Las medidas de política continuaron cubriendo las necesidades de liquidez en el mercado de CP, aunque a menor escala. Las tenencias de CP al amparo del Programa de Refinanciación de Pagarés de Empresa (CPFF) de la Reserva Federal disminuyeron nuevamente, desde unos 240.000 millones de dólares a finales de febrero hasta unos 150.000 millones a últimos de mayo, reflejando con ello las menores tensiones en el conjunto de los mercados monetarios (véase la sección anterior sobre mercados de deuda pública). En cambio, la utilización del Programa de Liquidez de Pagarés de Empresa Respaldo por Activos de Fondos de Inversión del Mercado Monetario (AMLF) de la Reserva Federal repuntó hasta 29.000 millones de dólares a comienzos de mayo, un nivel desconocido desde diciembre de 2008. Este aumento se produjo tras la decisión de Standard & Poor's, adoptada a primeros de mayo, de pasar a perspectiva negativa la calificación crediticia de más de 20 instituciones financieras estadounidenses en respuesta a los cambios en los criterios de admisión introducidos por la Reserva Federal a finales de abril para excluir a las entidades con perspectiva negativa de la cesta admisible de ABCP con calificaciones A1, F1 y P1.

Los mercados de deuda y de CP también sufren un estancamiento

Los compromisos multilaterales estimulan las economías emergentes

Los inversionistas también recuperaron su apetito por los activos de mercados emergentes. Entre finales de febrero y últimos de mayo de 2009, el índice bursátil MSCI Emerging Markets subió un 38%, 15 puntos porcentuales más que el índice World de mercados bursátiles bien establecidos. Por su parte, los mercados de deuda emergentes tendieron asimismo a batir a sus homólogos establecidos. Hacia finales de mayo, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de numerosas economías emergentes habían retrocedido hasta niveles cercanos a los observados justo antes de la quiebra de Lehman Brothers, aunque sólo muy pocos se habían estrechado hasta las cotas previas a ese episodio (como Filipinas, Malasia, Tailandia y Turquía, en sus CDS soberanos a cinco años).

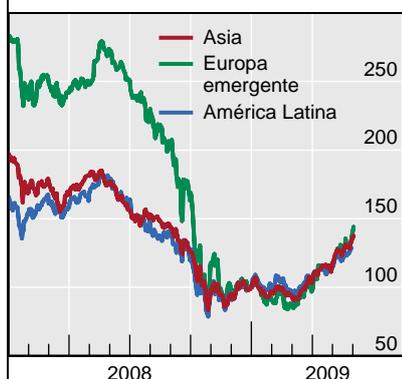
Dentro del grupo de mercados emergentes, la mayor recuperación se registró en las economías de Europa central y oriental, tras el episodio de ventas masivas sufrido durante enero y febrero. El índice MSCI Emerging

Recuperación del apetito de los inversionistas por los mercados emergentes

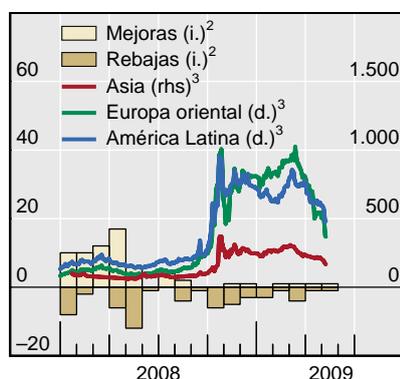
Remiten las tensiones en los países europeos emergentes

Indicadores de mercados emergentes

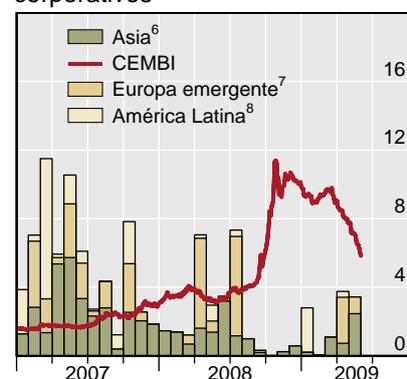
Cotizaciones regionales del MSCI¹



Modificaciones de calificación y diferenciales CDS soberanos



Emisión de deuda corporativa⁴ y diferenciales de bonos corporativos⁵



¹ En moneda local; 31 de diciembre de 2008 = 100. ² Modificaciones mensuales de la calificación de deuda soberana a largo plazo en moneda local y extranjera. ³ Media ponderada de los diferenciales CDS soberanos (en puntos básicos), basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. Asia = China, Corea, Hong Kong RAE, India y Singapur; Europa emergente = Hungría, Polonia, República Checa, Rusia y Ucrania; América Latina = Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú. ⁴ Títulos de deuda sindicados internacionales (excluidas participaciones preferentes); emisiones anunciadas de entidades no financieras, en miles de millones de dólares de EEUU. ⁵ En puntos porcentuales. ⁶ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia y Singapur. ⁷ Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rusia y Turquía. ⁸ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; Dealogic; JPMorgan Chase; Markit; Standard & Poor's; cálculos del BPI.

Gráfico 12

Markets para Europa oriental, que incluye renta variable checa, húngara, polaca y rusa, se disparó un 58% entre finales de febrero y últimos de mayo, frente a subidas del 43% y 32% de los índices de Asia y América Latina, respectivamente (véase el panel izquierdo del Gráfico 12). Las menores tensiones en los mercados también se manifestaron en la recuperación de las divisas de la región, así como en la notable compresión de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana (véase el panel central del Gráfico 12). La intervención verbal de tres bancos centrales de Europa central y el compromiso de la Unión Europea de prestar apoyo a países miembros en situación precaria (véase el Cuadro 2) fueron algunas de las primeras decisiones propiciatorias de una mejora de las condiciones.

El acuerdo del G-20 de incrementar los recursos del FMI, con el fin de responder mejor a las posibles necesidades de las economías emergentes y en desarrollo durante la actual crisis, reforzó también la confianza de la comunidad inversora en el conjunto de países emergentes. Entre las diversas iniciativas novedosas del FMI, las economías emergentes y los inversionistas acogieron con satisfacción la creación de una nueva Línea de Crédito Flexible (FCL), diseñada para ofrecer puntual asistencia, en condiciones no onerosas, a economías con políticas solventes. Al mes de su lanzamiento, tres países (Colombia, México y Polonia) ya habían manifestado su interés en el programa y habían obtenido líneas de crédito por un importe total superior a 77.000 millones de dólares. Asimismo, otras agencias multilaterales trataron de ampliar su capacidad de asistencia a economías emergentes y en desarrollo (véase el Cuadro 2).

Los compromisos de los organismos internacionales refuerzan la confianza

Secuencia de acontecimientos en las economías emergentes en el periodo analizado

23 de febrero	Los bancos centrales checo, húngaro y polaco intervienen verbalmente.
27 de febrero	Un grupo de inversionistas y prestamistas internacionales se compromete a facilitar hasta 24.500 millones de euros en ayudas a los sistemas bancarios de Europa central y oriental. Indonesia vende deuda soberana por importe de 3.000 millones de dólares mediante una transacción con dos tramos, la mayor operación realizada en Asia, excluido Japón, desde noviembre de 2003.
1 de marzo	Cumbre de la UE: los Gobiernos se comprometen a ampliar, caso por caso, las ayudas a los países de Europa oriental y a respetar las reglas del mercado único.
5 de marzo	El primer ministro de China afirma que su país cumplirá este año su objetivo de crecimiento económico del 8%, pero no anuncia nuevos gastos adicionales al plan de inversiones de 4 billones de yuanes presentado en noviembre.
11 de marzo	Los bancos centrales de China y Bielorrusia anuncian la firma de un acuerdo bilateral de <i>swaps</i> de divisas de tres años de duración por importe de 20.000 millones de yuanes/8 billones de rublos bielorrusos, el cuarto de ese tipo desde diciembre de 2008.
12 de marzo	Las monedas de Europa central se aprecian con fuerza frente al franco suizo.
23 de marzo	Los bancos centrales chino e indonesio anuncian la firma de un acuerdo bilateral de <i>swaps</i> de divisas de tres años de duración por importe de 100.000 millones de yuanes/175 billones de rupias indonesias.
24 de marzo	El Comité Ejecutivo del FMI aprueba una profunda reestructuración del marco de crédito de la institución, incluida la creación de una nueva Línea de Crédito Flexible (FCL).
25 de marzo	El Comité Ejecutivo del FMI culmina el primer examen de la evolución económica de Hungría en el marco del Acuerdo de Derecho de Giro, permitiendo el inmediato desembolso de 2.110 millones de derechos especiales de giro (unos 2.350 millones de euros). Rumanía anuncia que espera recibir un paquete de ayuda por importe de 20.000 millones de euros facilitado por organismos internacionales.
29 de marzo	Los bancos centrales de China y Argentina firman un acuerdo bilateral de <i>swaps</i> de divisas de tres años de duración por importe de 70.000 millones de yuanes/38.000 millones de pesos argentinos (formalmente anunciado el 2 de abril).
1 de abril	México se convierte en el primer país en manifestar interés en la nueva FCL del FMI (materializado en un acuerdo por un año por importe de 47.000 millones de dólares, que sería aprobado el 17 de abril). El Banco Asiático de Desarrollo (ADB) acuerda una ampliación de su programa de financiación comercial, con un importe máximo de 15.000 millones de dólares en asistencia hasta 2013.
2 de abril	El G-20 acuerda facilitar 850.000 millones de dólares en recursos adicionales a través del FMI y de los bancos multilaterales de desarrollo, encaminado a estimular el crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo.
3 de abril	El Banco de México anuncia la activación de su línea <i>swap</i> de 30.000 millones de dólares con la Reserva Federal y la realización, el 21 de abril, de una subasta de fondos por importe de 4.000 millones de dólares a un plazo de 264 días.
7 de abril	Corea del Sur intenta obtener unos 2.000 millones de dólares con su primera venta de deuda soberana en tres años.
14 de abril	Polonia manifiesta interés en la FCL (materializado en un acuerdo por un año por importe de 20.600 millones de dólares, aprobado el 6 de mayo). Por vez primera en una década, Rusia expresa su intención de endeudarse en los mercados internacionales.
20 de abril	Colombia manifiesta interés en la FCL (materializado en un acuerdo por un año por importe de 10.500 millones de dólares, aprobado el 11 de mayo).
30 de abril	Tras triplicar recursos propios por acuerdo de sus accionistas, el ADB prevé inyectar 3.000 millones de dólares adicionales en economías con problemas en respuesta a la crisis financiera e impulsar en 10.000 millones de dólares su financiación crediticia a proyectos a lo largo de los próximos dos años.
1 de mayo	México paraliza la actividad cinco días tras el brote de gripe H1N1.
3 de mayo	Los Ministros de Finanzas del grupo de países de la ASEAN más Tres anuncian un acuerdo sobre todos los componentes principales del Fondo Multilateral de la Iniciativa Chiang Mai (CMIM) dotado con 120.000 millones de dólares.
4 de mayo	El Comité Ejecutivo del FMI aprueba un Acuerdo de Derecho de Giro para Rumanía de 24 meses de duración y un importe de 11.400 millones de derechos especiales de giro (unos 12.900 millones de euros).
8 de mayo	El Comité Ejecutivo del FMI culmina el primer examen de la evolución económica de Ucrania en el marco del Acuerdo de Derecho de Giro y aprueba el inmediato desembolso de 1.900 millones de derechos especiales de giro (unos 2.800 millones de dólares).

Fuentes: ASEAN, *Financial Times*, FMI, Reuters, sitios web de los bancos centrales nacionales.

Cuadro 2

Los mercados emergentes fortalecen también otros mecanismos de seguro

Aparte del mayor compromiso de dichas agencias, las economías emergentes también adoptaron medidas para reforzar otros mecanismos de seguro. Por ejemplo, el banco central de China firmó en marzo tres acuerdos bilaterales de *swaps* de divisas (con Argentina, Bielorrusia e Indonesia) para tratar de reducir la utilización de las principales monedas en la liquidación de los flujos comerciales internacionales. Asimismo, el grupo de países ASEAN más Tres acordó dotar de carácter multilateral a la iniciativa Chiang Mai, que hasta entonces había sido un conjunto de acuerdos bilaterales de *swaps* de divisas. La nueva facilidad multilateral reunirá 120.000 millones de dólares y se regirá por un único acuerdo contractual.

La capacidad de resistencia de las economías emergentes...

La capacidad de resistencia de las economías emergentes durante el periodo analizado se manifestó también en el limitado impacto del brote y propagación de la gripe H1N1 a finales de abril. Pese a que el 27 de abril México, como epicentro del brote, asistió a una caída del 5% de su principal índice bursátil y a una depreciación del peso frente al dólar estadounidense superior al 4%, la desfavorable respuesta de los mercados se reveló transitoria. Así, el 4 de mayo, tanto el índice bursátil como el tipo de cambio del peso habían recuperado sus niveles previos al recrudecimiento del brote.

... se vio acompañada de un repunte de las emisiones de deuda...

En este contexto más benigno, las emisiones de deuda de las economías emergentes experimentaron un repunte. Varios países soberanos volvieron a los mercados internacionales (o anunciaron su intención de hacerlo) durante el periodo analizado (véase el Cuadro 2). Sin embargo, pareció continuar la atonía de las emisiones internacionales de deuda corporativa de esas economías (véase el panel derecho del Gráfico 12). La emisión de instrumentos de deuda sindicada por parte de sociedades no financieras aumentó notablemente en marzo y abril, si bien básicamente como resultado de colocaciones en los mercados internos. Por su parte, las emisiones de entidades financieras permanecieron relativamente estancadas.

... y de una moderación de las salidas netas de flujos financieros

Las entradas de flujos financieros en los mercados emergentes también reflejaron el retorno del apetito por el riesgo. Los datos mensuales de balanza de pagos de Brasil, por ejemplo, muestran que los cuantiosos flujos de salida netos contabilizados en las rúbricas de inversiones de cartera y de otras inversiones (principalmente en el sector bancario) de no residentes durante el último trimestre de 2008 remitieron en los tres primeros meses de 2009. De hecho, los flujos netos registrados en las rúbricas de otras inversiones y de inversiones en acciones y participaciones se tornaron incluso positivos en febrero y marzo, respectivamente. En algunos otros países, como Corea y Polonia, también han disminuido las salidas netas y se han observado recientes indicios de entradas netas (véase asimismo el artículo monográfico de Jara *et al* en este *Informe Trimestral*).

Medidas de política monetaria no convencionales durante la crisis actual

Piti Disyatat

En respuesta a la inestabilidad financiera internacional y a la brusca desaceleración posteriormente sufrida por la actividad económica, los principales bancos centrales han reducido de forma agresiva las tasas de interés oficiales y han adoptado diversas medidas de política monetaria que, de forma genérica, han sido calificadas de «no convencionales». Este Recuadro ofrece una visión general de esas medidas y pone de relieve cómo pueden encuadrarse dentro del marco general de aplicación de la política monetaria.

Un marco para el análisis de la política monetaria no convencional

La dirección de la política monetaria incluye dos componentes básicos: i) la señalización de la orientación deseada para la política, lo que en la actualidad suele hacerse a través del anuncio de objetivos para las tasas de interés a muy corto plazo; y ii) las operaciones de gestión de la liquidez, definidas en sentido amplio para englobar diversos aspectos del marco operativo (referidos a los términos y condiciones aplicables a la provisión de liquidez del banco central) que mantienen la orientación deseada influyendo sobre la correspondiente tasa de interés de mercado para que guarde consonancia con la tasa oficial. El diseño y la instrumentación de estas operaciones suelen ser minuciosos con el fin de garantizar que influyen sólo sobre la tasa de mercado elegida como objetivo de política. Así pues, su función es de apoyo, sin alterar la orientación de la política monetaria ni contener información relevante sobre ella.

Sin embargo, además de sus efectos sobre la tasa de interés oficial, a las operaciones de gestión de la liquidez se les asigna una destacada función al utilizarse de forma deliberada, para influir sobre determinados componentes del mecanismo de transmisión monetaria, como por ejemplo ciertos precios de activos, rendimientos y condiciones de financiación. En este caso, su función deja de ser meramente pasiva para convertirse en parte integral de la orientación general de la política monetaria. Dado que, en tales ocasiones, dichas operaciones suelen conllevar modificaciones sustanciales —en términos de tamaño, composición y perfil de riesgo— de los balances de los bancos centrales, se las puede denominar con la expresión *política de balance*[®].

Las diversas modalidades de política de balance pueden distinguirse en función del mercado concreto sobre el que se desea influir. La modalidad más habitual y conocida es la intervención esterilizada en el mercado de divisas, que consiste en comprar o vender divisas para influir sobre el tipo de cambio sin afectar a la tasa de interés oficial. Durante la presente crisis la política de balance también se ha utilizado para influir sobre las tasas de interés a plazo del mercado monetario, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo y diversos diferenciales de riesgo. Aunque la justificación, los mecanismos, los canales de influencia y las repercusiones sobre los balances son análogos a los de la intervención en el mercado de divisas, la elección de mercado es atípica y en algunos casos inédita. Es esta elección la que confiere el carácter «no convencional» a las medidas recientemente adoptadas por los bancos centrales, y no la estrategia general de intentar influir sobre determinados componentes del mecanismo de transmisión, además de sobre la tasa de interés oficial. Desde este punto de vista, la «relajación cuantitativa» (*quantitative easing*) y la «relajación crediticia» (*credit easing*) —las expresiones utilizadas, respectivamente, para describir las operaciones del Banco de Japón durante el periodo 2001–06 y las de la Reserva Federal en el episodio actual— pueden considerarse simplemente como dos modalidades distintas de la política de balance[®].

Un rasgo importante de la política de balance es que puede instrumentarse con independencia del nivel imperante de la tasa de interés. Las intervenciones en los mercados cambiarios, por ejemplo, suelen llevarse a cabo de esta manera. Siempre que los bancos centrales puedan realizar operaciones compensatorias sobre las reservas bancarias, ni la ampliación de sus carteras de activos ni la alteración de su composición tendrían por qué menoscabar su capacidad para mantener las tasas de interés oficiales en torno al objetivo[®]. Esta independencia también se cumple en sentido inverso. La reversión de la política de balance y la disminución del tamaño del balance del banco central no son condiciones previas para una elevación de las tasas de interés. Por ejemplo, los bancos centrales que remuneran los excesos de reservas sólo tienen que elevar la tasa de interés de esa remuneración junto con la tasa oficial para lograr un endurecimiento de las condiciones monetarias. Como tal, el debate sobre las estrategias de reversión de la política de

Utilización hasta la fecha de la política de balance								
Objetivos	Medidas adoptadas	Fed	BCE	BoE	BoJ	BoC	RBA	SNB
Influir en las condiciones de los mercados interbancarios mayoristas	Modificación de la facilidad de ventanilla de descuento	✓ ¹		✓				
	Operaciones excepcionales a largo plazo	✓	✓ ²	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliación de las garantías admisibles	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliación de las contrapartes	✓		✓	✓	✓	✓	
	Líneas de <i>swaps</i> de divisas entre bancos centrales	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Creación o relajación de condiciones de los programas de préstamo de valores	✓		✓	✓	✓		
Influir en los mercados crediticios y en las condiciones financieras generales	Redescuento/compra/aceptación en garantía de efectos comerciales (CP)	✓ ³		✓ ⁴	✓ ⁵	✓ ⁶	✓ ⁷	
	Redescuento/compra/aceptación en garantía de bonos de titulización de activos (ABS)	✓ ⁸	✓ ⁹	✓ ⁴			✓ ⁷	
	Redescuento/compra/aceptación en garantía de títulos de deuda corporativa			✓ ⁴	✓ ¹⁰	✓ ⁶		✓
	Compra de títulos de deuda pública	✓ ¹¹		✓ ⁴	✓ ¹²			
	Compra de otros títulos de deuda privada					✓ ¹³		✓ ¹⁴
<p>Fed = Reserva Federal; BCE = Banco Central Europeo; BoE = Banco de Inglaterra; BoJ = Banco de Japón; BoC = Banco de Canadá; RBA = Banco de la Reserva de Australia; SNB = Banco Nacional de Suiza. ✓ = sí; espacio en blanco = no.</p> <p>¹ Reducción de la tasa de interés y ampliación de plazo de la facilidad de descuento; autorización de la participación de primary dealers (Primary Dealer Credit Facility). ² Incluye operaciones a tasa de interés fija con adjudicación plena. ³ Financiación de la compra de certificados de depósito a corto plazo, efectos comerciales (CP) y efectos comerciales titulizados (ABCP) (Money Market Investor Funding Facility, Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility y Commercial Paper Funding Facility (CPFF)). ⁴ Asset Purchase Facility. ⁵ Aumento de la frecuencia y volumen de las operaciones repo con CP e introducción de la compra directa de CP. ⁶ Term Purchase and Resale Agreement Facility for Private Sector Instruments. ⁷ Aceptación de ABCP y bonos de titulización de préstamos hipotecarios (RMBS) como colateral en operaciones repo. ⁸ Financiación de la compra de bonos de titulización de activos (ABS) respaldados por préstamos a estudiantes, préstamos para la compra de automóviles, tarjetas de crédito y otras modalidades de crédito garantizado (Term Asset-Backed Securities Loan Facility). ⁹ Compra de bonos cubiertos. ¹⁰ Ampliación de la gama de títulos de deuda empresarial admisibles como garantía e introducción de una facilidad de préstamo garantizado por dichos títulos. ¹¹ Compra de deuda del Tesoro, así como de deuda de las agencias semipúblicas vinculadas al sector de la vivienda y de MBS respaldados por ellas. ¹² Compra de deuda pública japonesa para facilitar el buen funcionamiento del mercado monetario; no pretende influir en los precios de los bonos. ¹³ Compra de títulos de renta variable en manos de instituciones financieras. ¹⁴ Compra de títulos denominados en moneda extranjera.</p>								
Fuente: datos nacionales. Cuadro A								
<p>balance también puede discurrir por separado: considerando, por una parte, el nivel adecuado de las tasas de interés y, por otra, la estructura deseada del balance del banco central.</p> <p><i>Resumen de las respuestas de los bancos centrales</i></p> <p>La política de balance de los bancos centrales durante la crisis actual puede clasificarse en dos amplias categorías (véase el Cuadro). El primer grupo de medidas, predominante en las etapas iniciales de la crisis, se centró en aliviar las tensiones en los mercados interbancarios mayoristas. En particular, y con el fin de reducir los diferenciales a plazo, se incrementó considerablemente el volumen de financiación a plazo y se adoptaron diversas iniciativas encaminadas a remover posibles obstáculos a la fluida distribución de reservas en el sistema, como la ampliación de las garantías y contrapartes admisibles, la prolongación de los plazos de las operaciones de financiación y el establecimiento de líneas <i>swap</i> entre bancos centrales para aliviar las tensiones en la obtención de financiación en mercados extraterritoriales (especialmente en la captación de</p>								

fondos en dólares). Además, con el fin de mejorar las condiciones de financiación en el mercado monetario, numerosos bancos centrales iniciaron programas de préstamo (o suavizaron sus condiciones) de valores muy líquidos, normalmente deuda soberana, a cambio de valores con menor liquidez en el mercado.

La segunda categoría de respuestas de política, más frecuente conforme crecía la inestabilidad de los mercados financieros, se centró en procurar alivio directo a la situación de endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito en el sector no bancario y en suavizar las condiciones financieras generales. Las principales medidas adoptadas fueron la provisión de fondos a entidades no bancarias para favorecer la liquidez y reducir los diferenciales de riesgo en determinados mercados —como los de pagarés de empresa, bonos de titulización de activos y deuda corporativa—, así como la compra directa de valores emitidos por el sector público con el fin de ejercer una influencia más general sobre los rendimientos de referencia.

En general, las intervenciones de los bancos centrales han contribuido a suavizar las graves tensiones de liquidez y han inducido evidentes mejoras en un conjunto de mercados esenciales (como se describe en esta «Presentación general»). Con todo, la eficacia de las medidas de los bancos centrales a la hora de atenuar los efectos de la crisis y de restablecer el funcionamiento de los mercados depende, en última instancia, de su capacidad para catalizar el proceso de intermediación financiera en el seno del sector privado. Así pues, el éxito final de las intervenciones de los bancos centrales depende de un adecuado diseño y una contundente aplicación de las políticas de tratamiento directo de las debilidades estructurales de los balances bancarios.

^① Véase el Capítulo VI del *79º Informe Anual* del BPI, junio de 2009 (de próxima aparición). ^② La relajación cuantitativa trata de suavizar las condiciones monetarias generales mediante la expansión de las reservas bancarias, sin especificar el correspondiente activo a adquirir. La relajación crediticia, por su parte, trata de influir en determinados segmentos del mercado a través de intervenciones en la pertinente clase de activos, sin que revista particular importancia la forma en que esas operaciones se financian en los balances de los bancos centrales. ^③ De hecho, numerosos bancos centrales asiáticos que han intervenido activamente en los mercados de divisas en estos últimos años han podido alcanzar sus objetivos para las tasas de interés oficiales pese a la considerable expansión de sus balances.