

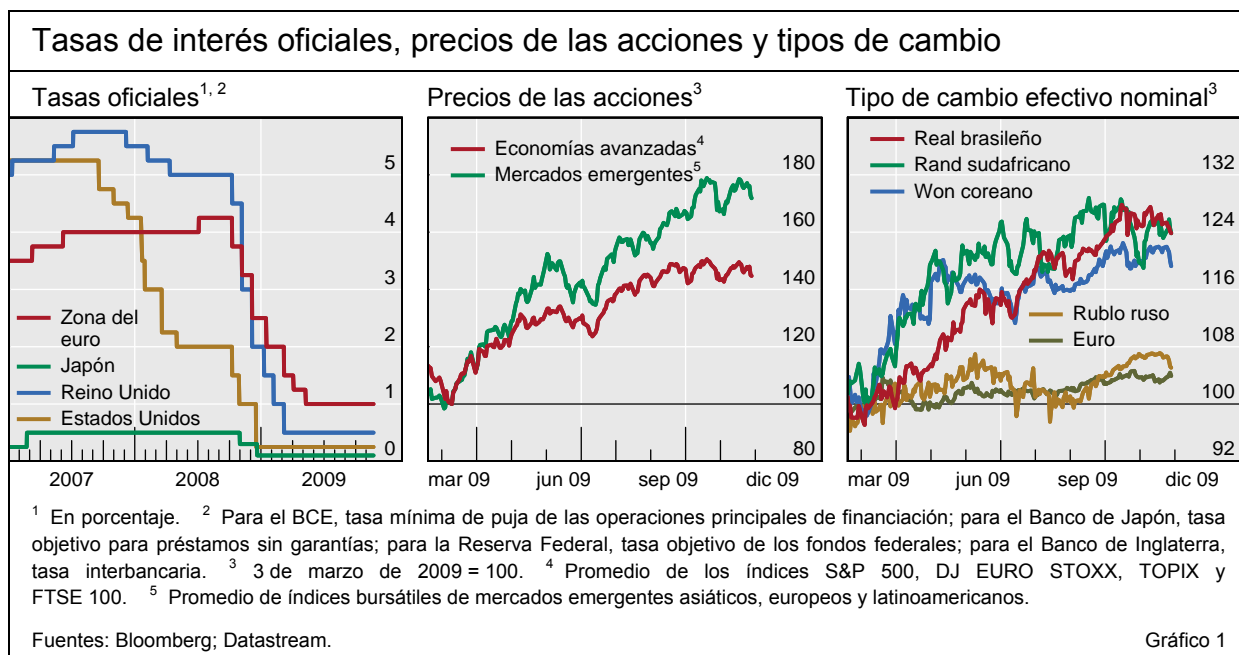
Presentación general: las tasas históricamente bajas estimulan los mercados

Entre comienzos de septiembre y finales de noviembre, el flujo constante de noticias macroeconómicas generalmente positivas convenció a los inversionistas de que la economía mundial realmente comenzaba a recuperarse, aunque su confianza siguió siendo frágil. Así quedó patente cuando, a finales del periodo analizado, los precios de los activos de riesgo cayeron bruscamente ante el nerviosismo de los inversionistas al conocer que la empresa estatal Dubai World había solicitado el aplazamiento de parte del servicio de su deuda.

Aunque los mercados preveían que la recuperación siguiera su curso, a veces se mostraron cautos sobre su ritmo y forma, ante la incertidumbre sobre cuándo y a qué velocidad se retirarían los estímulos monetarios y fiscales, y sobre los riesgos que conllevaría para la actividad económica. A esto se unió la disparidad de la recuperación en las diferentes regiones, que se temía pudiera potenciar el riesgo de desequilibrios nocivos, agravando así los problemas para las autoridades económicas.

En este entorno, la evolución de los mercados continuó respondiendo significativamente ante los estímulos de política económica en curso y previstos, y en particular ante las políticas monetarias expansivas. Al dar por hecho los inversionistas que las tasas de interés permanecerían bajas en las principales economías avanzadas (véase el panel izquierdo del Gráfico 1), los precios de los activos de riesgo continuaron aumentando. Las bolsas subieron en general, especialmente en las economías emergentes (panel central del Gráfico 1). Al mismo tiempo, los indicadores tanto de mercado como de encuestas seguían sugiriendo la firme contención de las presiones sobre los precios en las principales economías avanzadas. Esto, unido a las expectativas de un prolongado periodo con tasas de interés oficiales bajas y a las reducidas primas de riesgo por plazo, ayudó a mantener contenidos los rendimientos de la deuda pública a largo plazo.

Las bajas tasas de interés en las economías avanzadas, unidas a la temprana y vigorosa recuperación de algunas economías emergentes, siguieron espoleando sustanciales entradas de capital en los mercados emergentes, especialmente en Asia y el Pacífico. Aunque resulta difícil de cuantificar, un fenómeno relacionado fue el repunte de las operaciones *carry trade* en los mercados de divisas, financiadas con dólares estadounidenses y



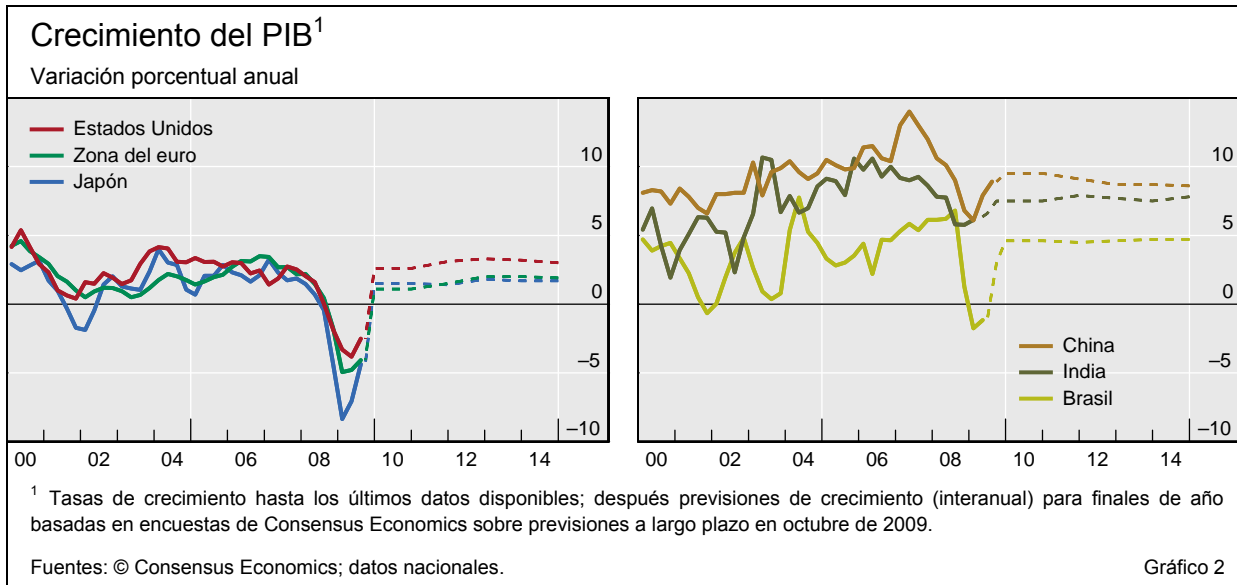
otras monedas con tasas de interés reducidas. El resultado fue una rápida revalorización al alza de los activos en diversas economías emergentes, así como la sustancial apreciación de sus monedas respecto del dólar (panel derecho del Gráfico 1).

Las tasas de interés permanecen cercanas a cero en las principales economías avanzadas

Entre comienzos de septiembre y finales de noviembre, la atención de los inversionistas siguió centrándose en los avances hacia la recuperación económica mundial y en las perspectivas de futuro. Aunque el panorama permanecía incierto, se percibieron síntomas claros de un cambio de ciclo en la economía internacional. Las cifras preliminares de crecimiento del PIB estadounidense durante el tercer trimestre anunciaron el final de la recesión más prolongada y profunda en el país desde la Segunda Guerra Mundial. Del mismo modo, la economía de la zona del euro creció en el tercer trimestre por vez primera desde comienzos de 2008, mientras la japonesa se expandía por segundo trimestre consecutivo. Al comenzar a surtir efecto los cuantiosos estímulos monetarios y fiscales, los analistas se atrevieron a prever el crecimiento de las economías del G-3 para 2010 y su mantenimiento posterior entre el 2% y el 3% (véase el panel izquierdo del Gráfico 2).

La recesión toca a su fin...

Especialmente reseñable ha sido la recuperación mucho más veloz de los principales mercados emergentes, como China, la India y Brasil, cuyas tasas de crecimiento habían disminuido bastante menos que en las economías avanzadas durante la crisis, y se prevé que sigan creciendo a un ritmo mucho mayor en los próximos cinco años (véase el panel derecho del Gráfico 2). Una intensa actividad económica en los mercados emergentes podría estimular la demanda de bienes en las economías desarrolladas, aumentando así la probabilidad de una recuperación sostenida en las principales economías avanzadas.



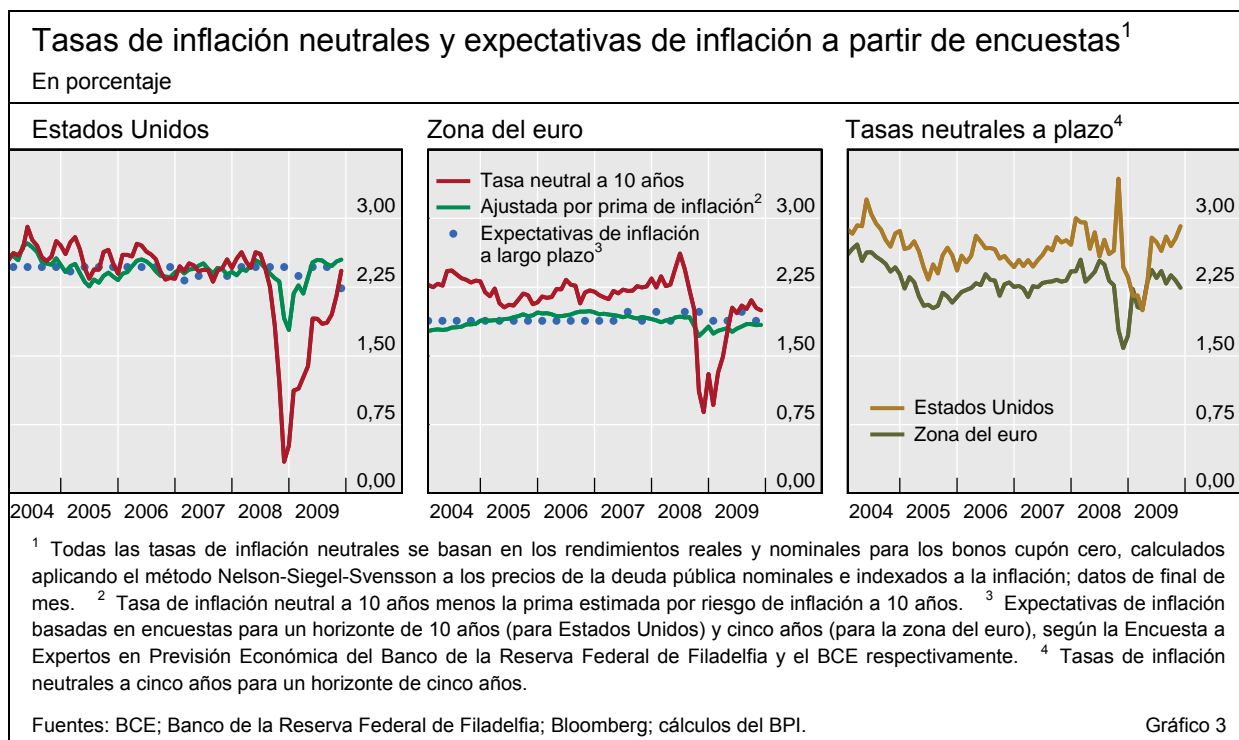
... aunque persiste la incertidumbre sobre la solidez de la recuperación...

... y sobre los efectos del crecimiento desigual entre regiones

La inflación parece contenida en las grandes economías...

Aunque los inversionistas siguieron confiando en la recuperación, no estaba seguros sobre la forma e intensidad que adoptaría en las economías avanzadas. La incertidumbre se vio acentuada por las especulaciones en torno al calendario y ritmo de retirada de las medidas de estímulo por parte de las autoridades. Los estímulos fiscales han contribuido considerablemente al crecimiento registrado en 2009, por lo que se temía que su retirada pudiera reducir significativamente el crecimiento económico futuro. Además, las considerables divergencias entre las tasas de crecimiento de las principales economías avanzadas y las del resto —incluidas las principales economías emergentes— hizo temer la acumulación de desequilibrios potencialmente insostenibles en el futuro, ya que una recuperación desigual también podría complicar el calendario y ritmo de retirada de los estímulos monetarios y fiscales. Pese a la recuperación más rápida en numerosas economías emergentes, los inversionistas anticiparon el mantenimiento de la política monetaria acomodaticia en estos países hasta que la recuperación también estuviese garantizada en las principales economías avanzadas.

Conforme los datos disponibles sugerían que la recuperación estaba en marcha —aunque de forma desigual—, los inversionistas comenzaron a temer un posible repunte de la inflación. A la luz de unas tasas de interés oficiales en mínimos históricos, de las medidas de política monetaria no convencionales y de los cuantiosos estímulos fiscales, algunos participantes en los mercados expresaron su temor ante riesgos inflacionistas en el futuro. Sin embargo, las expectativas de inflación a largo plazo sugerían un panorama distinto, con una contención de las presiones sobre los precios en las principales economías avanzadas. A finales de noviembre, las tasas de inflación neutrales a 10 años rondaban el 2% en Estados Unidos y en la zona del euro (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 3). Además, ajustadas por las primas por riesgo de inflación estimadas, las tasas neutrales se acercaban mucho a las expectativas de inflación media a largo plazo a partir de encuestas. A su vez, estas expectativas permanecieron estables en sus niveles de los últimos años. Las tasas de inflación neutrales a cinco años para un horizonte de cinco años,



que eliminan los efectos de las expectativas de contención de precios a corto plazo, se mantuvieron estables en la zona del euro mientras subieron ligeramente en Estados Unidos (panel derecho del Gráfico 3).

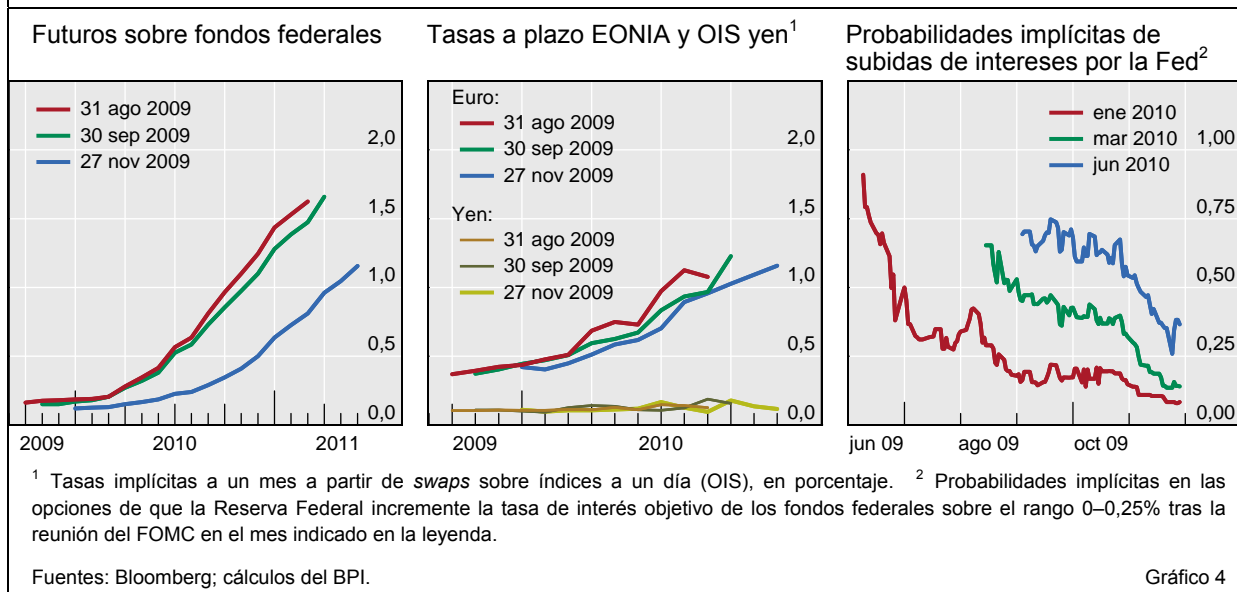
Con la recuperación económica aún en ciernes —al menos en las principales economías avanzadas— y la inflación aparentemente contenida en ellos, los inversionistas no preveían un endurecimiento de la política monetaria por algún tiempo. De hecho, las expectativas sobre la senda futura de las tasas oficiales en las tres principales economías avanzadas, derivadas de las tasas de interés a plazo implícitas, anticipaban la continuidad de tasas reducidas hasta bien entrado 2010 (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 4). Confirmando estas expectativas, los principales bancos centrales señalaron que no preveían subidas de sus tasas a corto plazo. Una declaración notable en este sentido fue la realizada a mediados de noviembre por el Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, al apuntar que los contratiempos venían impidiendo una recuperación tan robusta como se esperaba y que esas condiciones probablemente aconsejaban «unos niveles excepcionalmente reducidos de la tasa de los fondos federales durante un periodo prolongado». Tras estas manifestaciones, los rendimientos de la deuda estadounidense cayeron entre 4 y 8 puntos básicos a lo largo de toda la gama de vencimientos, alcanzando los rendimientos a dos años sus niveles más bajos desde enero. Además, el precio de las opciones sobre futuros de fondos federales indicaba un desplome de la probabilidad (neutral al riesgo) de que la Reserva Federal elevara en el primer semestre de 2010 su objetivo por encima del intervalo actual del 0–0,25% tras las declaraciones de su Presidente (véase el panel derecho del Gráfico 4).

Mientras la incertidumbre sobre la evolución de las tasas de interés a corto plazo en un horizonte cercano parecía relativamente escasa, no ocurría

... y los bancos centrales señalan que las tasas seguirán bajas

La incertidumbre sobre las tasas de interés se mantiene elevada...

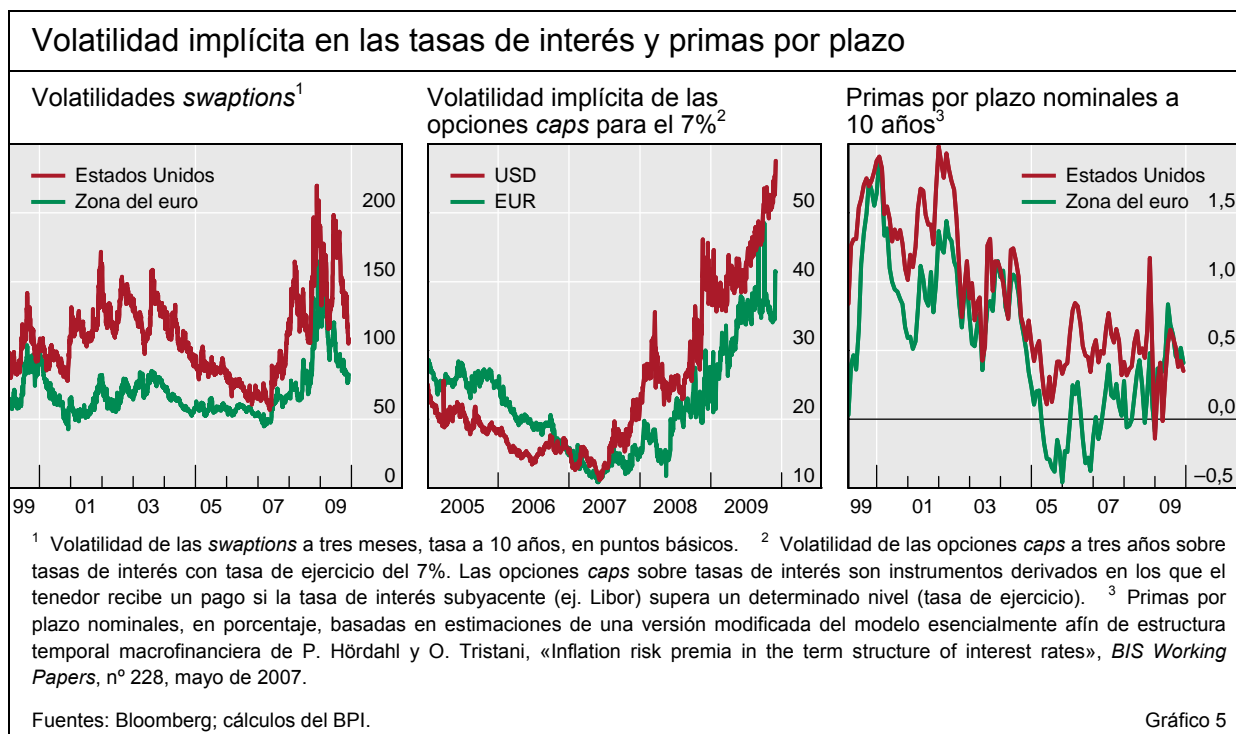
Expectativas sobre la política monetaria



así con las tasas de interés a largo plazo. Pese a situarse muy por debajo de los máximos alcanzados en el apogeo de la crisis, las volatilidades implícitas en las *swaptions* (opciones sobre *swaps*) continuaron ligeramente por encima de sus promedios anteriores (véase el panel izquierdo del Gráfico 5). Este hecho probablemente reflejó la persistencia de un alto grado de incertidumbre sobre la forma y ritmo de la recuperación económica, así como los concomitantes riesgos para las perspectivas de inflación a largo plazo, elementos ambos fundamentales en la determinación de las tasas de interés a largo plazo. Las incógnitas sobre el posible efecto de una retirada de las políticas monetarias no convencionales, incluidos los programas de compras directas de deuda pública, probablemente acentuaron la incertidumbre en algunos mercados.

... especialmente por sus riesgos al alza...

En particular, los participantes en los mercados mostraron cierta preocupación por el riesgo de una elevación de los rendimientos como resultado de la combinación de una menor demanda y una mayor oferta de deuda, especialmente en las principales economías avanzadas. En este sentido, se anticipaba un probable descenso de la demanda de deuda pública conforme los bancos centrales y los bancos privados redujeran sus compras de dichos activos, que han sido cuantiosas en lo que va de año. Simultáneamente, se preveía que la oferta de deuda pública alcanzase niveles récord en algunas economías, tras los enormes estímulos fiscales y la caída de la recaudación impositiva. Estas perspectivas venían reforzadas por la percepción de un creciente riesgo de fuertes subidas de las tasas de interés. En concreto, algunos inversionistas se mostraron preocupados por la posibilidad de que los bancos centrales sintieran la necesidad de elevar sus tasas oficiales hasta niveles considerablemente superiores a los previstos, en caso de que los precios en los mercados de bienes y activos comenzaran a crecer a un ritmo insostenible. Las muestras de que los inversionistas venían protegiéndose frente a ello se hicieron patentes en los precios de los derivados

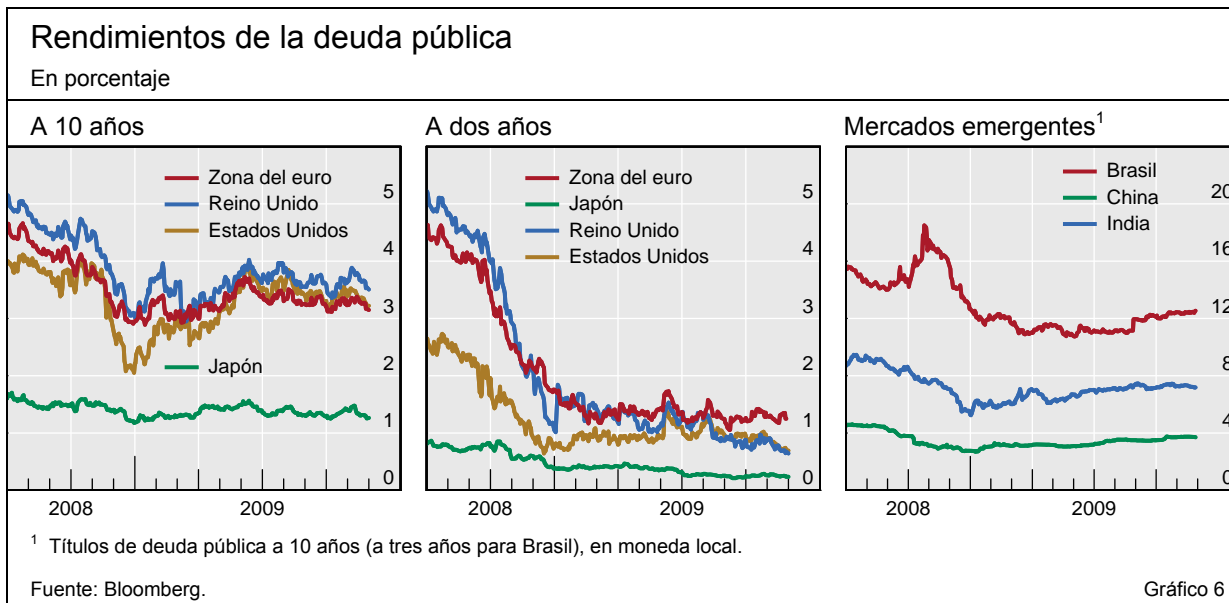


sobre tasas de interés. Por ejemplo, las volatilidades implícitas de las *out-of-the-money caps* —es decir, opciones que se activan si las tasas de interés superan un determinado umbral muy por encima del actual— continuaron aumentando en el caso de las tasas estadounidenses y permanecieron relativamente elevadas en el caso del euro (panel central del Gráfico 5).

Pese a la considerable incertidumbre sobre las tasas de interés a largo plazo en el futuro, las primas por plazo implícitas en los rendimientos de la deuda a largo plazo permanecieron muy bajas en comparación con sus niveles de los últimos años (véase el panel derecho del Gráfico 5). Aunque normalmente cabe esperar que las primas por plazo sean elevadas en entornos de gran incertidumbre, éstas suelen disminuir conforme la actividad económica repunta. Asimismo, otras fuerzas parecen haber moderado las primas estimadas, por ejemplo el mantenimiento de una fuerte demanda de títulos públicos por parte de los bancos, al tratar de compensar los menores volúmenes de crédito concedido y reducir al mismo tiempo el grado de riesgo de sus activos. En algunos países, las compras de deuda pública realizadas por el banco central probablemente reforzaron este efecto. Además, la demanda de deuda pública sin riesgo continuó comprimiendo ocasionalmente las primas por plazo, especialmente tras la petición de Dubai World a finales de noviembre de aplazar el servicio de su cuantiosa deuda (véase más adelante).

... aunque las primas por plazo permanecen moderadas

Todos estos factores en conjunto contribuyeron a mantener reducidos y relativamente estables los rendimientos de la deuda a largo plazo en las principales economías avanzadas en el periodo analizado (panel izquierdo del Gráfico 6). Estos rendimientos, que representan el promedio esperado de las tasas de interés a corto plazo en el futuro (más las primas por plazo), permanecieron contenidos al preverse el mantenimiento de tasas de interés



oficiales muy reducidas durante algún tiempo. Este efecto se manifestó especialmente en el extremo corto de la curva de rendimientos (panel central del Gráfico 6), acentuándose en su extremo largo por la moderación de las primas por plazo. Simultáneamente, los rendimientos de la deuda pública de los principales mercados emergentes también permanecieron bastante estables, aunque en niveles superiores a los observados en las principales economías avanzadas (panel derecho del Gráfico 6).

Continúa el repunte de los mercados bursátiles

En el periodo comprendido entre comienzos de septiembre y finales de noviembre, la evolución de los mercados bursátiles y de crédito internacionales reflejó con claridad la continuidad de las medidas de estímulo monetario y fiscal en todo el mundo. No obstante, se observaron breves repuntes de la volatilidad en los mercados, a raíz de la publicación de nuevos datos macroeconómicos y de las declaraciones de algunas autoridades económicas en torno a la senda de las políticas. Esos episodios sugieren que, pese a la recuperación, los inversionistas no estaban seguros de los efectos de la retirada de los estímulos monetarios y fiscales sobre el crecimiento económico mundial.

En este contexto, los mercados reaccionaron alarmados a finales de noviembre cuando Dubai World, una de las tres sociedades de inversión estratégica del Gobierno de Dubai, solicitó de forma inesperada una moratoria en el servicio de su deuda durante las negociaciones para ampliar sus plazos de vencimiento. La reacción inicial de la mayoría de los mercados bursátiles fue un retroceso de varios puntos porcentuales, más acusado en las economías emergentes. También cayeron con fuerza las cotizaciones de los bancos y compañías aparentemente más expuestos a Dubai y Oriente Medio. Las primas de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) soberanos a cinco años de la deuda de Dubai registraron una fuerte escalada, subiendo más de

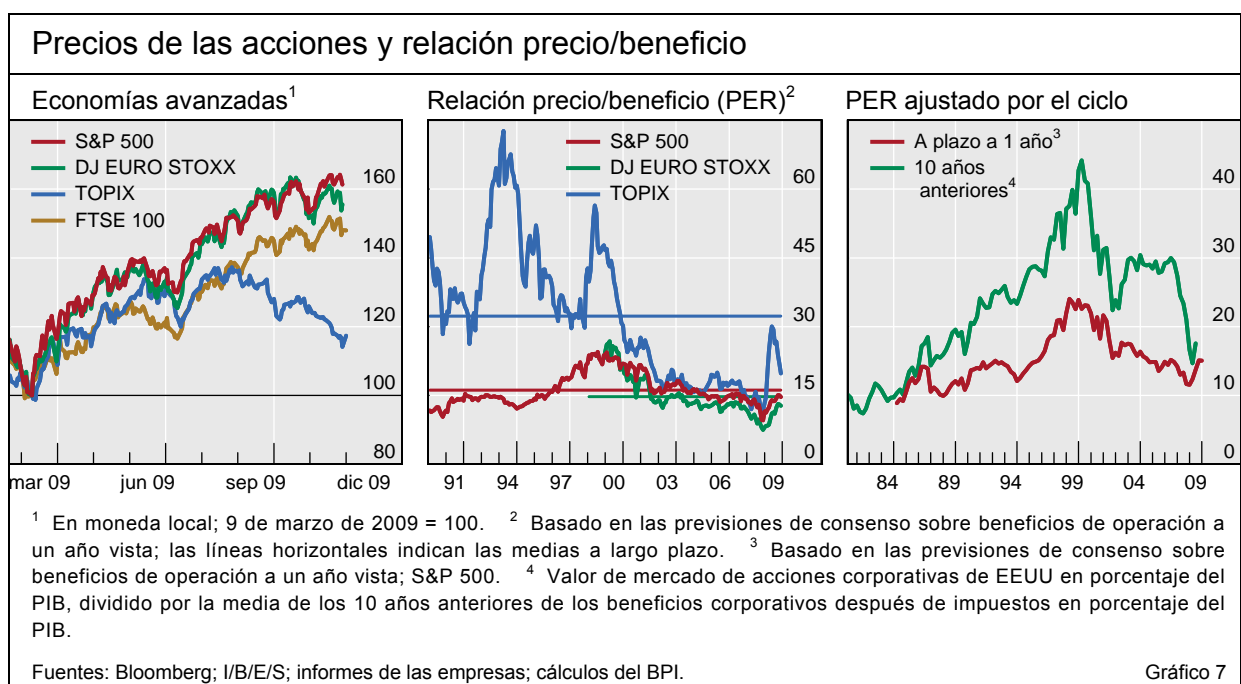
300 puntos básicos hasta superar los 640, al igual que las primas de los CDS soberanos de los restantes países de la región.

Al coincidir la recuperación del crecimiento económico con unas tasas de interés oficiales excepcionalmente bajas en todo el mundo y con estímulos fiscales en las principales economías avanzadas, los mercados bursátiles internacionales pudieron seguir recuperándose de la crisis, aunque más despacio que antes (véase el panel izquierdo del Gráfico 7). En el periodo analizado, el S&P 500 avanzó más del 9%, mientras el Dow Jones EURO STOXX subía casi un 5% y el FTSE 100 ganaba un 9%. El mercado bursátil japonés volvió a ser la excepción, con pérdidas en el TOPIX cercanas al 17%. Esta caída respondió a un descenso de las exportaciones y a unos beneficios empresariales inferiores a lo previsto. Este último hecho se tradujo a partir de septiembre en unas expectativas menos optimistas para los beneficios de las empresas niponas. El cociente precio/beneficio (PER) de la renta variable japonesa siguió muy por encima de los niveles observados en los últimos cinco a 10 años (véase el panel central del Gráfico 7). En cambio, las valoraciones bursátiles en los mercados estadounidenses y europeos parecen estar todavía en consonancia con sus niveles a largo plazo, y en el caso de Estados Unidos, aún más en sintonía con el PER ajustado por el ciclo (panel derecho del Gráfico 7).

Las bajas tasas de interés continúan cimentando el rebote bursátil

La atención de los inversionistas en renta variable continuó centrada en la publicación de datos macroeconómicos, de modo que los precios de las acciones subieron ante el goteo de noticias que confirmaban el retorno de las principales economías a tasas de crecimiento positivas durante el tercer trimestre. Las bolsas también repuntaron tras las declaraciones del Presidente de la Reserva Federal a mediados de noviembre, indicando una alta probabilidad de que las tasas de interés oficiales permanecieran en niveles reducidos durante algún tiempo. Sin embargo, también se produjeron reacciones negativas ante la publicación de datos desfavorables, al suscitar

Los inversionistas centran su atención en las noticias macroeconómicas favorables...



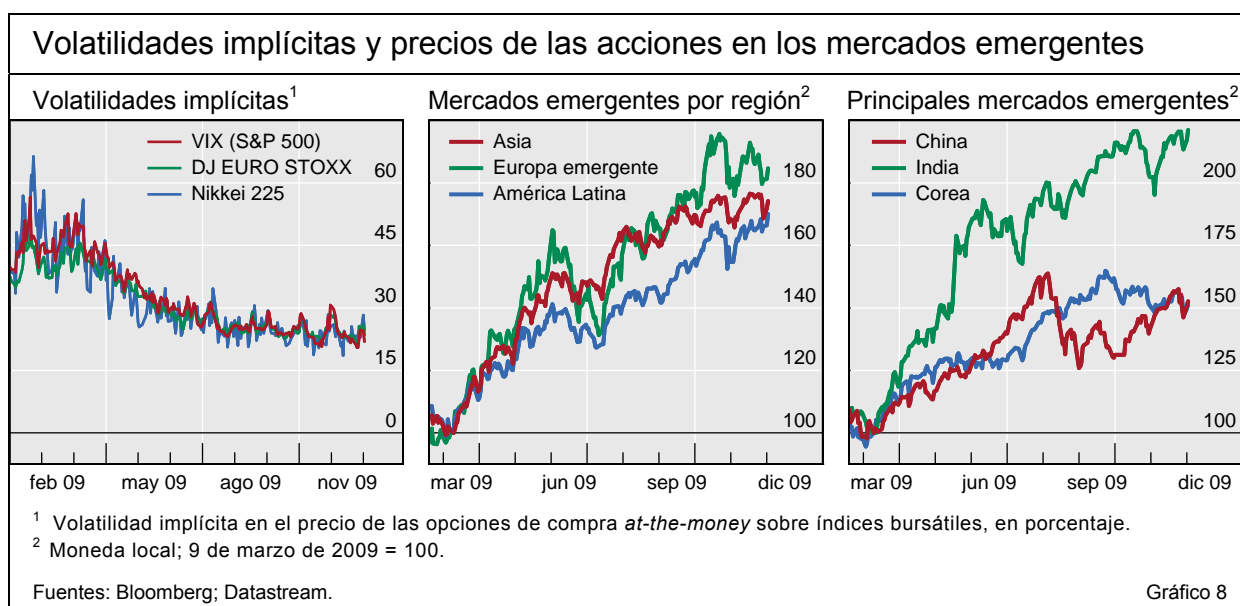
algunos de ellos preocupación por el impacto que pudiera tener el desempleo, el consumo y la capacidad de los hogares para hacer frente al pago de sus hipotecas. Estas reacciones guardaron consonancia con los comentarios en los mercados durante el periodo, que traslucían una creciente intranquilidad de los inversionistas por los posibles efectos de unas políticas monetarias y fiscales más restrictivas en todo el mundo.

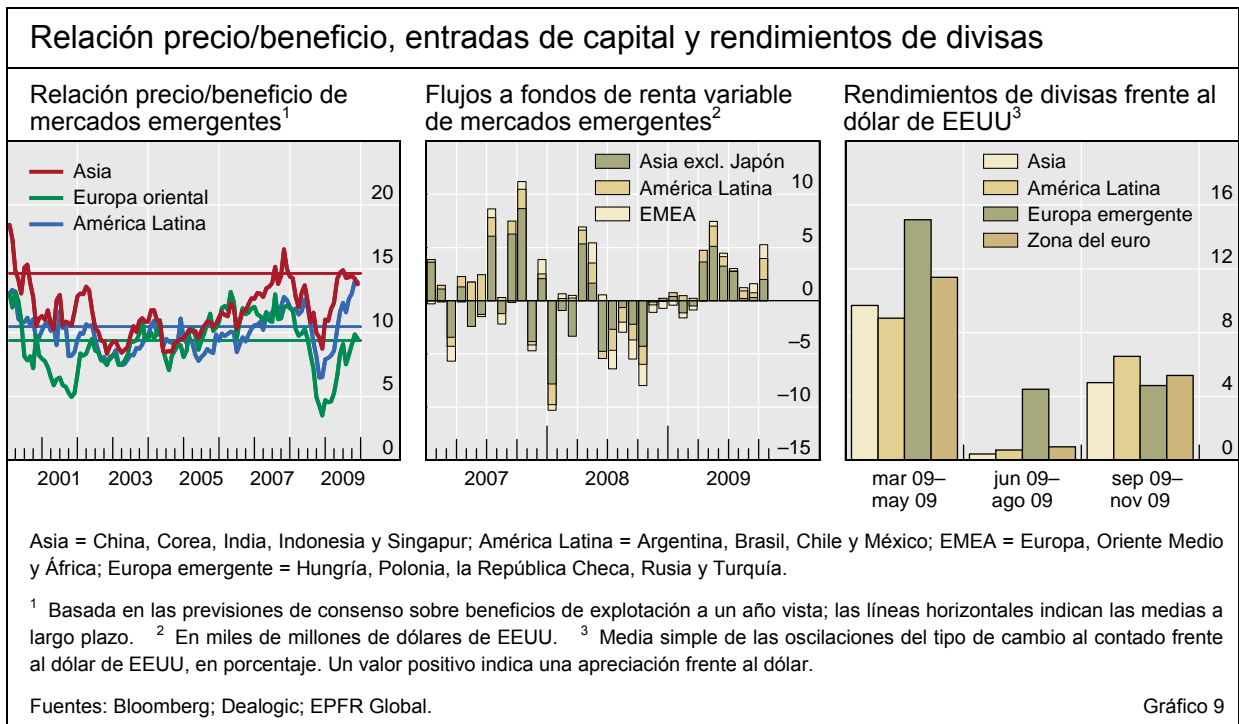
... ante la incertidumbre sobre la recuperación estadounidense

La incertidumbre sobre la solidez de la recuperación en las principales economías avanzadas se reflejó también en las volatilidades implícitas en las opciones sobre acciones. Tras un largo periodo de descenso desde los máximos históricos registrados durante la crisis, las volatilidades implícitas aumentaron brevemente hacia finales de octubre conforme los inversionistas digerían las cifras favorables de beneficios con los datos negativos sobre el empleo y la vivienda en Estados Unidos (panel izquierdo del Gráfico 8). Las volatilidades disminuyeron tras el comunicado de los ministros de Finanzas y gobernadores de bancos centrales de los países del G-20 a comienzos de noviembre, en el que «acordaban mantener el apoyo a la recuperación hasta que estuviera garantizada».

Repunte de las bolsas en las economías emergentes

El nivel históricamente reducido de las tasas de interés oficiales en las principales economías avanzadas y la divergencia de los patrones de crecimiento económico entre las economías avanzadas y las emergentes continuaron alentando entradas de capital positivas en éstas últimas. Como consecuencia, las subidas de las bolsas en los países emergentes fueron incluso superiores a las de las economías avanzadas (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 8). El encarecimiento de las materias primas también contribuyó al notable aumento de los precios de la renta variable en los mercados emergentes. Entre comienzos de septiembre y finales de noviembre, las bolsas asiáticas ganaron casi un 5% en promedio, con subidas muy superiores al 15% en el caso de China. Las acciones también se revalorizaron casi un 10% en los países europeos emergentes, superando el 15% en Rusia. Por su parte, en América Latina las cotizaciones bursátiles subieron alrededor de un 17%. Pese a todo ello, los mayores beneficios





empresariales hicieron que los PER de numerosos mercados bursátiles emergentes rondaran sus niveles tradicionales (véase el panel izquierdo del Gráfico 9).

El nivel históricamente reducido de las tasas de interés oficiales en las principales economías avanzadas alentó no sólo las entradas de capital en las economías emergentes, sino también las operaciones de *carry trade* en divisas. El resultado fue una apreciación sustancial de sus monedas y el aumento notable de los precios de los activos en algunas economías emergentes (véase el Gráfico 9). Esta tendencia ha supuesto en los últimos meses un importante motivo de preocupación por sus posibles efectos sobre las exportaciones y sobre la estabilidad financiera. En el caso de Brasil, llevó a gravar en un 2% las inversiones de cartera extranjeras. En otros países, como Corea, la India, Indonesia y el Taipei chino, las autoridades económicas han insinuado la posibilidad de adoptar medidas para limitar las entradas de capital. Hacia finales de noviembre, la rupia indonesia se depreció tras las manifestaciones del Banco de Indonesia de estar barajando la adopción de medidas encaminadas a contener la inversión extranjera en deuda pública a corto plazo, con el fin de atajar las entradas de capital especulativo. Esa reacción evidencia la incertidumbre de los inversionistas en torno a la voluntad y capacidad de las autoridades económicas de los países emergentes para limitar las entradas de capital al objeto de evitar una apreciación adicional del tipo de cambio y una ulterior inflación de los precios de los activos.

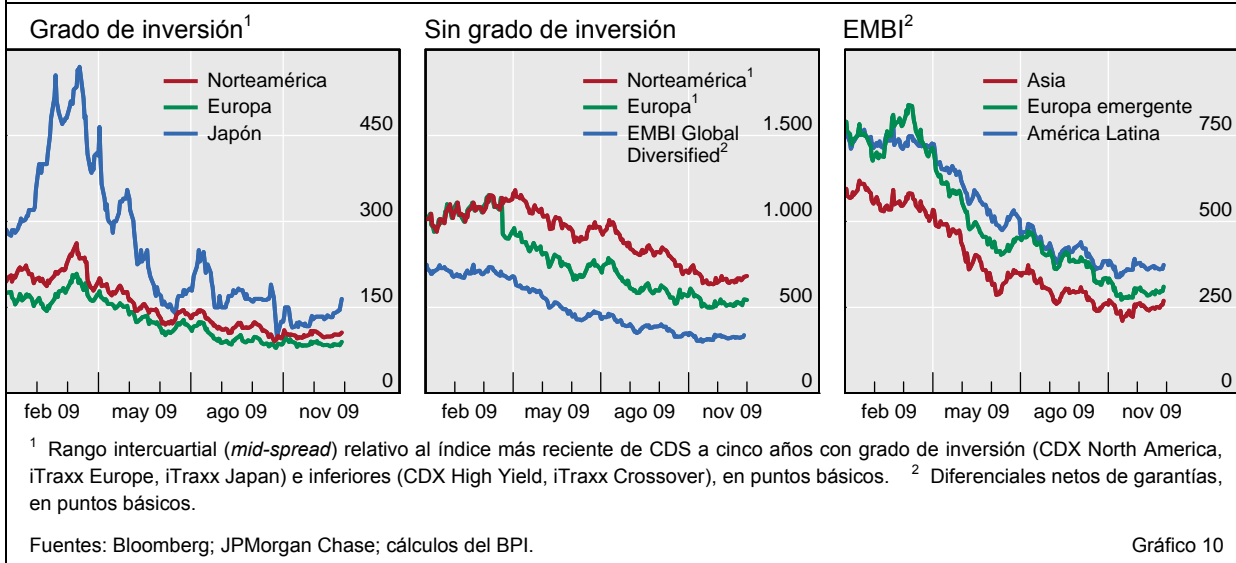
Las entradas de capital alientan la apreciación de la moneda y la revalorización de los activos

Continúa la normalización de los mercados de crédito

Los mercados de crédito continuaron su proceso de normalización, al tiempo que los diferenciales de rendimiento para grado de inversión permanecían estables en las economías avanzadas. En Estados Unidos, los diferenciales apenas se estrecharon 25 puntos básicos, mientras en Europa y Japón casi no

Los mercados de crédito siguen normalizándose...

Diferenciales de rendimiento



oscilaron (véase el panel izquierdo del Gráfico 10). En cambio, para títulos sin grado de inversión, continuaron estrechándose: los diferenciales estadounidenses en torno a 140 puntos básicos, los europeos en unos 70 puntos básicos y el EMBI Global Diversified alrededor de 55 puntos básicos (panel central del Gráfico 10). Los diferenciales también siguieron reduciéndose en los mercados emergentes, con caídas de casi 30 puntos básicos en Asia, 75 en los países europeos emergentes y más de 60 en América Latina (panel derecho del Gráfico 10). Del mismo modo, el precio del riesgo de crédito implícito en el mercado continuó también deslizándose a la baja, alcanzando su nivel anterior a la crisis (panel izquierdo del Gráfico 11).

... a medida que mejoran sus condiciones

El regreso del mercado de crédito a condiciones más normales se reflejó asimismo en las emisiones de deuda corporativa (véase el panel derecho del

Precio del riesgo de crédito y emisión de deuda corporativa

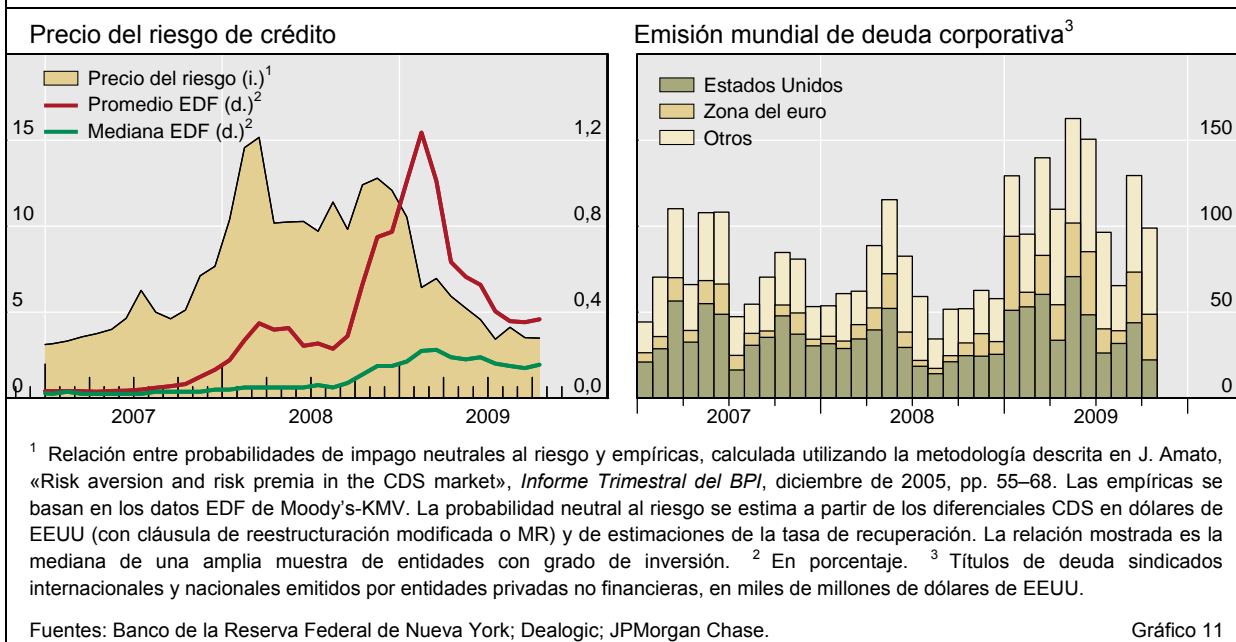
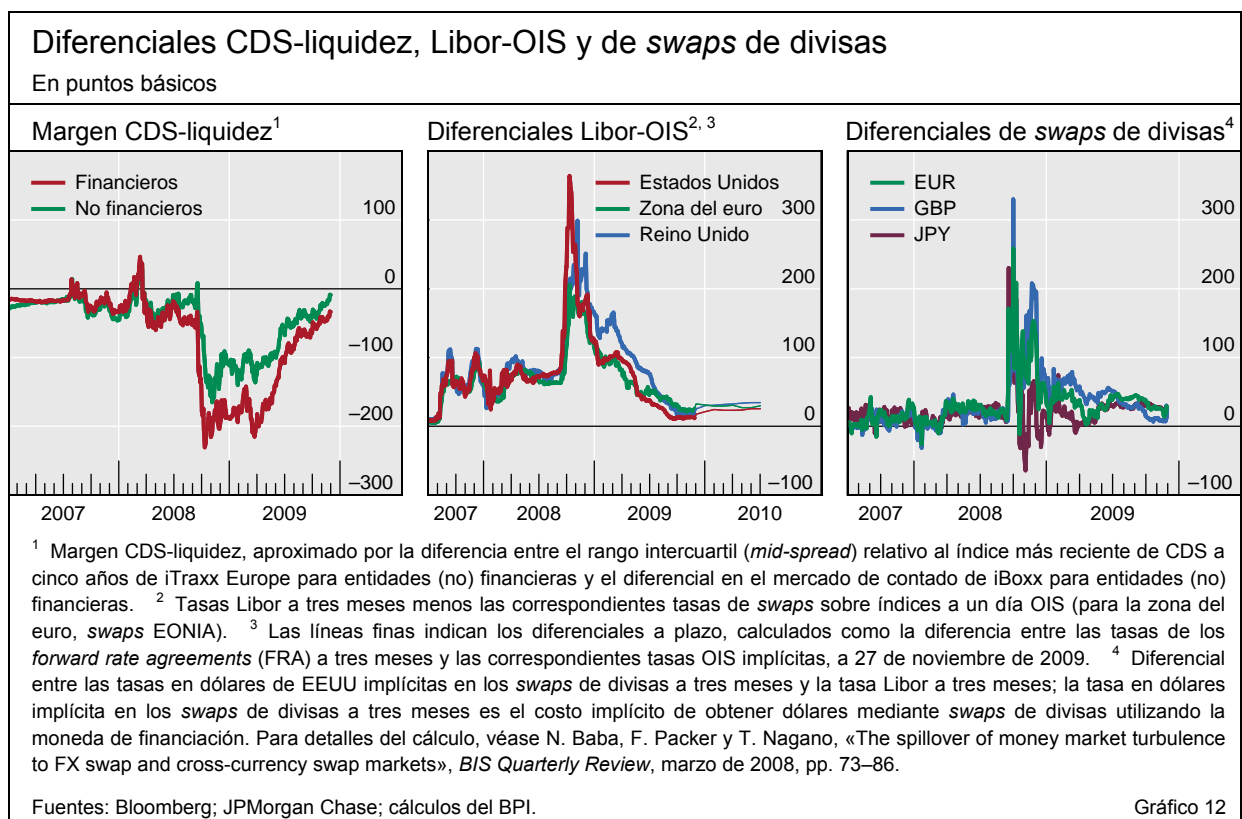
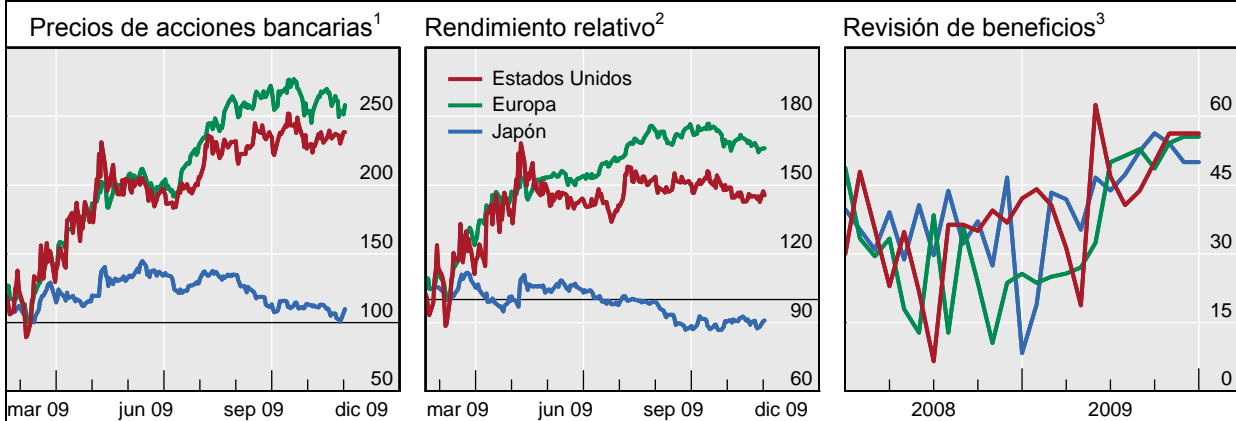


Gráfico 11 y la sección «Aspectos más destacados»). El repunte de las emisiones de pagarés de empresa por sociedades financieras estadounidenses también señaló una mejora de las condiciones en el mercado de crédito. En cambio, el crédito bancario a empresas no financieras continuó contrayéndose en el Reino Unido, Estados Unidos y la zona del euro. En esta última región, la mejora de las condiciones en el mercado de crédito indujo declaraciones de varios miembros del Consejo del BCE acerca de una pronta supresión de las subastas ilimitadas de préstamos a 12 meses introducidas durante la crisis, como parte del proceso de retirada gradual de las medidas de provisión de liquidez de emergencia. El BCE también anunció que, a partir de marzo de 2011, exigiría que todos los bonos de titulización de activos (ABS) utilizados como garantía cuenten al menos con dos calificaciones realizadas por reconocidas agencias externas de evaluación del riesgo de crédito, con la obligación de que la segunda mejor calificación sea al menos A simple.

Asimismo, a finales de noviembre había claros indicios de que las disfunciones que sufrieron durante la crisis los mercados internacionales de crédito prácticamente habían desaparecido. Así, las diferencias entre las primas de los CDS y los diferenciales de bonos corporativos comparables habían regresado prácticamente a sus niveles previos a la crisis, al menos en el caso de los prestatarios no financieros (panel izquierdo del Gráfico 12). Además, los diferenciales Libor-OIS, un indicador frecuentemente utilizado para detectar tensiones en el mercado de crédito a corto plazo, habían retornado a niveles apenas superiores a los registrados antes de la crisis (panel central del Gráfico 12). Por último, los diferenciales de los *swaps* de divisas también se habían reducido a finales de noviembre hasta sus valores previos a la crisis (panel derecho del Gráfico 12).



Precios de las acciones bancarias y revisión de beneficios



¹ En moneda local; 9 marzo 2009 = 100. ² Índice bancario dividido por su índice principal; 9 marzo 2009 = 100. ³ Índice de difusión de las revisiones mensuales de los beneficios por acción previstos, calculado como el porcentaje de sociedades cuyos beneficios previstos fueron revisados al alza por los analistas más la mitad del porcentaje de sociedades cuyas previsiones de beneficios no se modificaron.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; I/B/E/S; cálculos del BPI.

Gráfico 13

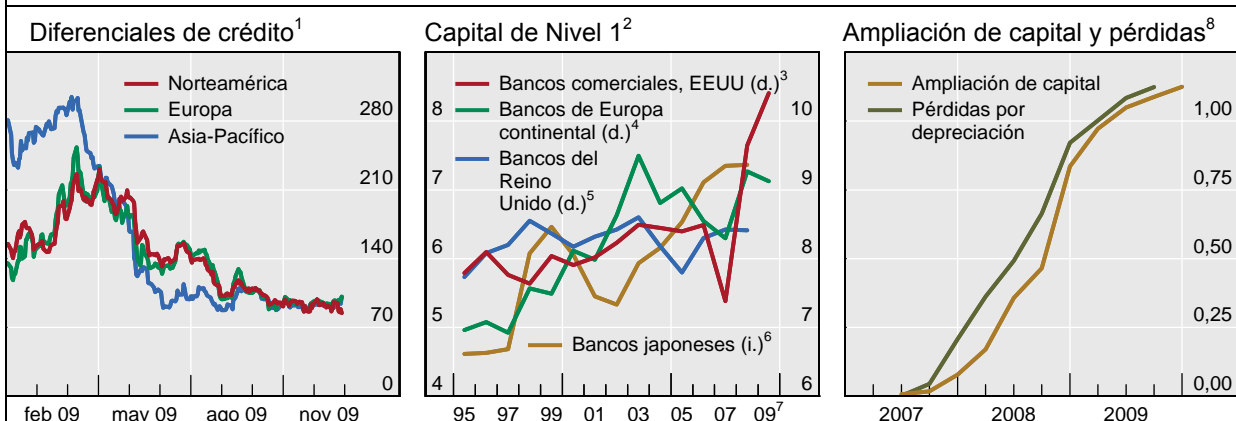
Los bancos continúan saneando sus balances

Los precios de las acciones bancarias caen con respecto al mercado

Las acciones bancarias volvieron a registrar ganancias durante el periodo analizado, al menos en Europa y Estados Unidos (véase el panel izquierdo del Gráfico 13), aunque cayeron con respecto al conjunto del mercado y permanecieron muy por debajo de sus niveles previos a la crisis. En el caso de los bancos japoneses, sus acciones han caído ligeramente en los últimos meses, tanto en términos absolutos como relativos al conjunto del mercado (panel central del Gráfico 13).

Siguiendo la evolución general del mercado, los diferenciales de los títulos de la deuda bancaria volvieron a estrecharse, por el aumento de los

Diferenciales de crédito, niveles de capital y pérdidas por depreciación



¹ Diferenciales medios equiponderados de CDS preferentes a cinco años, en puntos básicos; para Norteamérica, 11 bancos; para Europa, 12 bancos; para Asia-Pacífico, cinco bancos. ² Capital de Nivel 1 dividido por activos ponderados por riesgo, ponderado por el importe del activo. ³ Bank of America, Citigroup, JPMorgan Chase, Wachovia Corporation (hasta T3 2008) y Wells Fargo & Company. ⁴ ABN AMRO Holding (hasta T2 2008), Banco Santander, BNP Paribas, Commerzbank AG, Credit Suisse, Deutsche Bank, UBS y UniCredit SpA. ⁵ Barclays, HSBC y Lloyds TSB Group. ⁶ Mitsubishi UFJ Financial Group, Mizuho Financial Group y Sumitomo Mitsui Financial Group. ⁷ Último trimestre. ⁸ Importes acumulados, en billones de dólares de EE.UU.

Fuentes: Bankscope; Bloomberg; Markit.

Gráfico 14

beneficios y los continuos esfuerzos de los bancos por recapitalizarse (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 14). Siguiendo la estela de los bancos estadounidenses, que durante el primer semestre del año lanzaron considerables emisiones de capital, numerosas entidades europeas también decidieron recapitalizarse. Como consecuencia, el importe total del capital captado ha conseguido igualar a la cifra de pérdidas afloradas por depreciación del valor de sus activos (véase el panel derecho del Gráfico 14). Los coeficientes de capital de Nivel 1 aumentaron en torno a 1 punto porcentual en los primeros 11 meses de 2009. En este contexto, destaca especialmente la cuantiosa ampliación de capital realizada por Lloyds Banking Group a finales de noviembre. Lloyds, cuyo balance se había resentido tras la absorción de HBOS el pasado año, emitió nuevas acciones con un descuento de casi el 60% con respecto al precio de mercado, lo que le ha permitido captar 13.500 millones de libras esterlinas. Además, esta entidad bancaria ha sido la primera en emitir obligaciones convertibles contingentes (bonos *CoCo* o *enhanced capital notes*), que consiste en deuda convertible que se transforma automáticamente en acciones ordinarias si el coeficiente de Nivel 1 cae por debajo de un determinado nivel. El concepto de capital contingente ha atraído una enorme atención en los últimos meses, pero aún está por ver si otros bancos emitirán valores similares.

Los diferenciales de los títulos de deuda bancarios se estrechan conforme los bancos continúan saneando sus balances