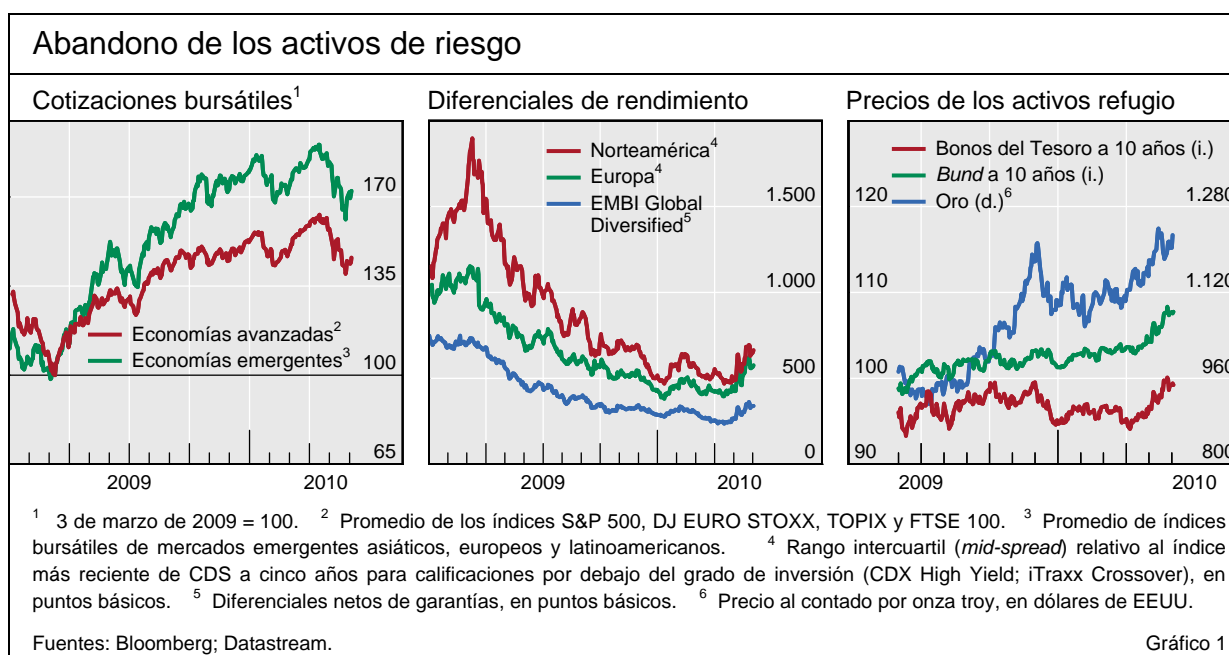


## Presentación general: las inquietudes fiscales socavan la confianza

Desde finales de abril hasta comienzos de junio, los mercados financieros mundiales registraron una elevada volatilidad conforme las inquietudes fiscales y el riesgo de un crecimiento económico más débil minaban la confianza de los inversionistas. Su inquietud ante la insostenibilidad de las posiciones fiscales se materializó con los problemas de Grecia y de otros países de la zona del euro. Ante la creciente incertidumbre, los inversionistas redujeron sus exposiciones al riesgo y se refugiaron en activos tradicionalmente seguros. El anuncio de un ambicioso paquete de rescate europeo consiguió evitar temporalmente el contagio en los mercados de deuda soberana en euros, pero fue incapaz de disipar el temor del mercado en torno a las perspectivas económicas. Por el contrario, continuó la huida desde los activos de riesgo, provocando aumentos adicionales de las primas por riesgo y por liquidez.

Una serie de acontecimientos sembró la duda entre la comunidad inversora acerca de la solidez del crecimiento mundial. En las economías avanzadas, la atención de los inversionistas y analistas del mercado se centró en el riesgo de que la escalada de la deuda pública pudiera truncar la



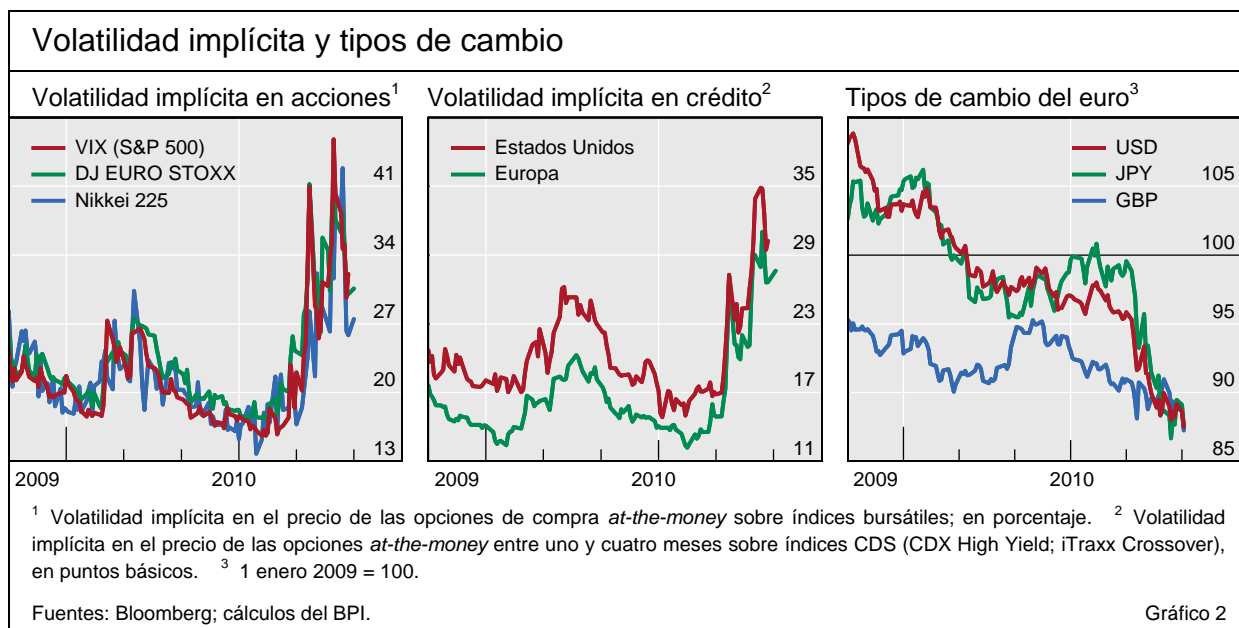


Gráfico 2

recuperación económica. Al mismo tiempo, la ampliación de los diferenciales Libor-OIS reflejó la creciente preocupación por la posibilidad de que el sistema financiero fuera más frágil de lo previsto. La orientación más restrictiva de la política económica en países como China, Brasil y la India hizo dudar sobre la capacidad de las economías emergentes para aportar el dinamismo necesario al crecimiento mundial. La confianza de los mercados volvió a quedar socavada por el repunte del riesgo geopolítico en la península de Corea y la segunda rebaja de la calificación crediticia de España, donde algunas de sus cajas de ahorros se vieron en dificultades a finales de mayo.

Durante las seis semanas previas al final de dicho mes, los precios de los activos de riesgo cayeron y su volatilidad aumentó. Los mercados bursátiles retrocedieron simultáneamente en las economías avanzadas y emergentes, arrastrando las cotizaciones por debajo de los niveles de finales de 2009 (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). Los diferenciales de rendimiento la deuda corporativa, que habían permanecido básicamente estables durante meses, crecieron a finales de abril (panel central). Ante el significativo repunte de la incertidumbre, los inversionistas aumentaron su demanda de deuda pública estadounidense y alemana, así como de oro (panel derecho). Las volatilidades implícitas en los precios de las acciones y en los diferenciales de rendimiento crecieron de forma acusada, alcanzando nuevos máximos del año (paneles izquierdo y central del Gráfico 2). La difícil situación fiscal y la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento en la zona del euro también provocaron un significativo debilitamiento del euro frente a otras monedas relevantes (panel derecho). Hacia finales del periodo analizado, las crecientes muestras de preocupación de los inversionistas en torno a las perspectivas de crecimiento mundial volvieron a aplazar las expectativas de normalización de las políticas monetarias en las economías avanzadas.

## El riesgo soberano de la zona del euro afecta a todo el mundo

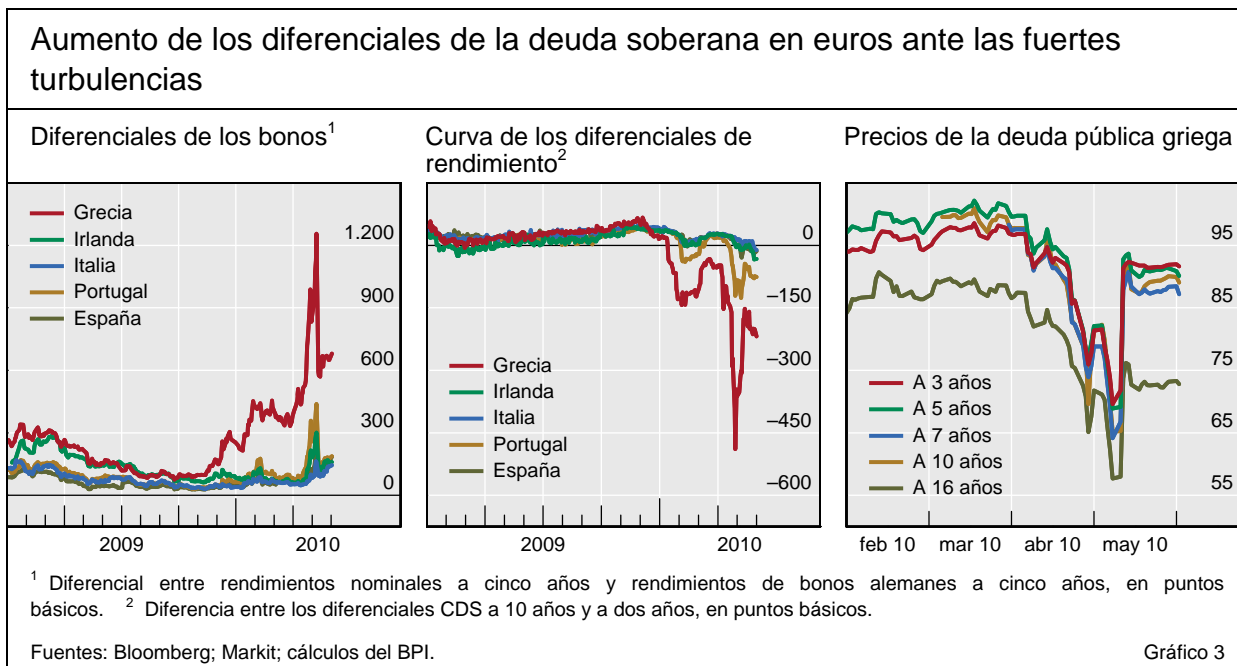
Aumenta la preocupación por la situación fiscal de la zona del euro...

Los apuros fiscales de Grecia y de otros países de la zona del euro habían estado en el punto de mira de los inversionistas desde noviembre de 2009. Esa inquietud se manifestó en la ampliación de los diferenciales de rendimiento entre la deuda soberana de esos países y los bonos alemanes comparables (véase el panel izquierdo del Gráfico 3).

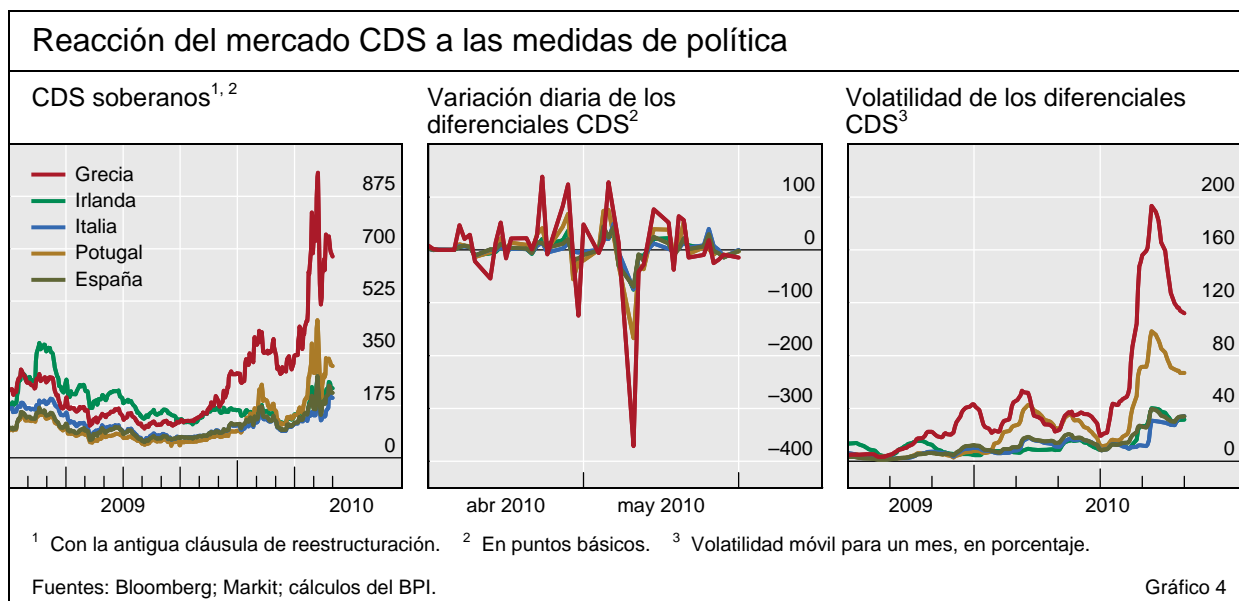
La creciente zozobra en torno al riesgo de un evento crediticio<sup>1</sup> se manifestó por vez primera en enero, con la inversión de la curva de rendimientos de los swaps de incumplimiento crediticio (CDS) de Grecia (panel central del Gráfico 3). Los diferenciales de los CDS a dos años crecieron por encima de los correspondientes a los CDS a 10 años, reflejando la percepción de un mayor riesgo de evento crediticio a corto plazo. Al mismo tiempo, esta inversión de curvas mostraba que, si Grecia lograba cumplir con sus obligaciones en los trimestres siguientes, la situación se estabilizaría en cierta medida, lo que se traduciría a más largo plazo en diferenciales medios de CDS más bajos. En sintonía con estas opiniones, la pendiente negativa de la curva griega se acentuó conforme aumentaba la preocupación por la solvencia del país a finales de abril. Por su parte, el precio de la deuda pública griega cayó con fuerza, ocasionando abultadas pérdidas a precios de mercado a bancos y otros inversionistas (panel derecho).

... conforme Grecia, España y Portugal sufren rebajas de sus calificaciones crediticias...

El catalizador de esta súbita pérdida de confianza en los mercados fue la rebaja por parte de Standard & Poor's, el 27 de abril, de la calificación crediticia de la deuda pública de Grecia hasta BB+, tras divulgar este país una déficit presupuestario peor de lo esperado. La rebaja simultánea de la calificación de Portugal y un poco más tarde de la de España acentuaron el



<sup>1</sup> Comprende una posible moratoria, el repudio unilateral y la reestructuración de la deuda, así como la mayoría de las redenominaciones de moneda y los impagos.



negativo clima de confianza. Ante la rebaja de la solvencia de Grecia y la escalada de protestas de su población, el anuncio el 11 de abril del paquete de ayuda conjunto UE-FMI por valor de 45.000 millones de euros se antojó insuficiente. Los mercados dudaban de la determinación de los políticos y de su capacidad para desembolsar los fondos. El anuncio el 2 de mayo de un paquete ampliado de 110.000 millones de euros fue acogido con escepticismo. Pese a la decisión del BCE de suspender la aplicación de sus criterios mínimos de calificación crediticia para la deuda pública griega, los precios de ésta cayeron hasta niveles problemáticos.

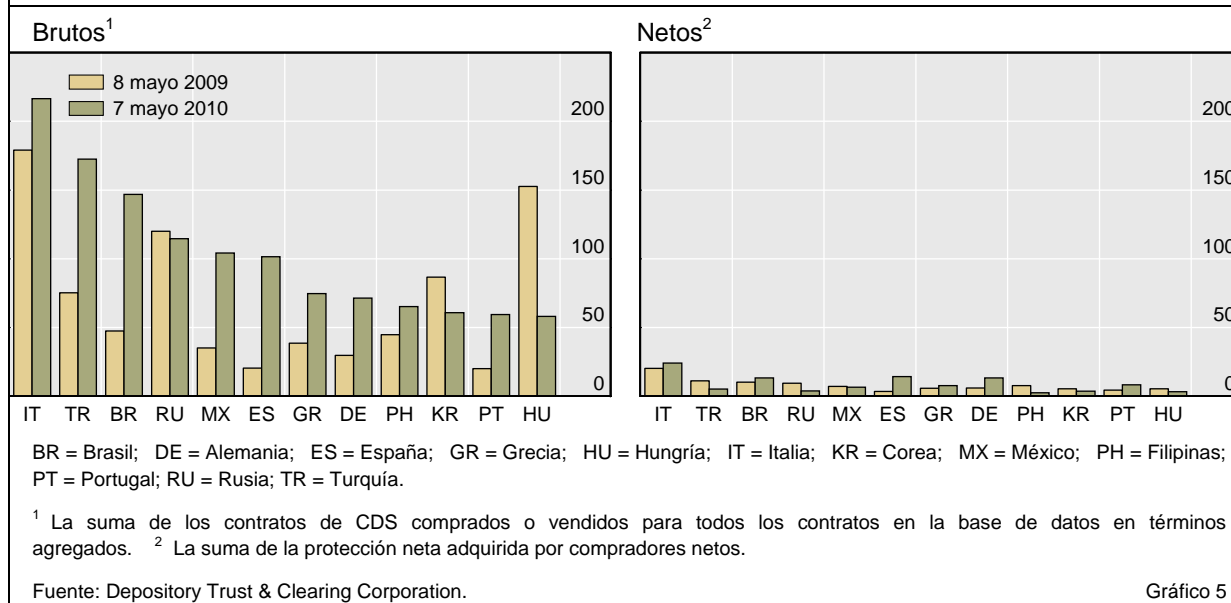
Los diferenciales de los CDS de la deuda soberana de la zona del euro crecieron con fuerza tras la rebaja crediticia del 27 de abril. Para la deuda griega a cinco años, superaron los 900 puntos básicos, un nivel similar al de Argentina, Paquistán y Ucrania (panel izquierdo del Gráfico 4). En el caso de la deuda soberana portuguesa, los diferenciales de los CDS también se ampliaron notablemente, aunque hasta niveles mucho menores, ante la preocupación de los inversionistas por su situación fiscal. En cambio, Para la deuda soberana de España, Irlanda e Italia estos diferenciales evolucionaron de forma más moderada, en consonancia con la disparidad de sus retos presupuestarios (panel central). Esta desconexión de Grecia y Portugal con respecto a España, Irlanda e Italia también se manifestó en la volatilidad efectiva a un mes de los diferenciales de sus CDS (panel derecho).

... y los diferenciales de los CDS de la deuda soberana se amplían de forma espectacular

Pese a la dramática evolución de los diferenciales de los CDS de la deuda soberana en la zona del euro, el riesgo de crédito soberano reasignado mediante los mercados de CDS fue relativamente escaso. Mientras que en términos brutos los volúmenes en circulación de estos contratos son significativos y han crecido durante el pasado año (panel izquierdo del Gráfico 5), en términos netos apenas representan una décima parte de los volúmenes brutos (panel derecho). Esa cifra neta tiene en cuenta que

## Volúmenes máximos de CDS soberanos

Importes notacionales, en miles de millones de dólares de EEUU



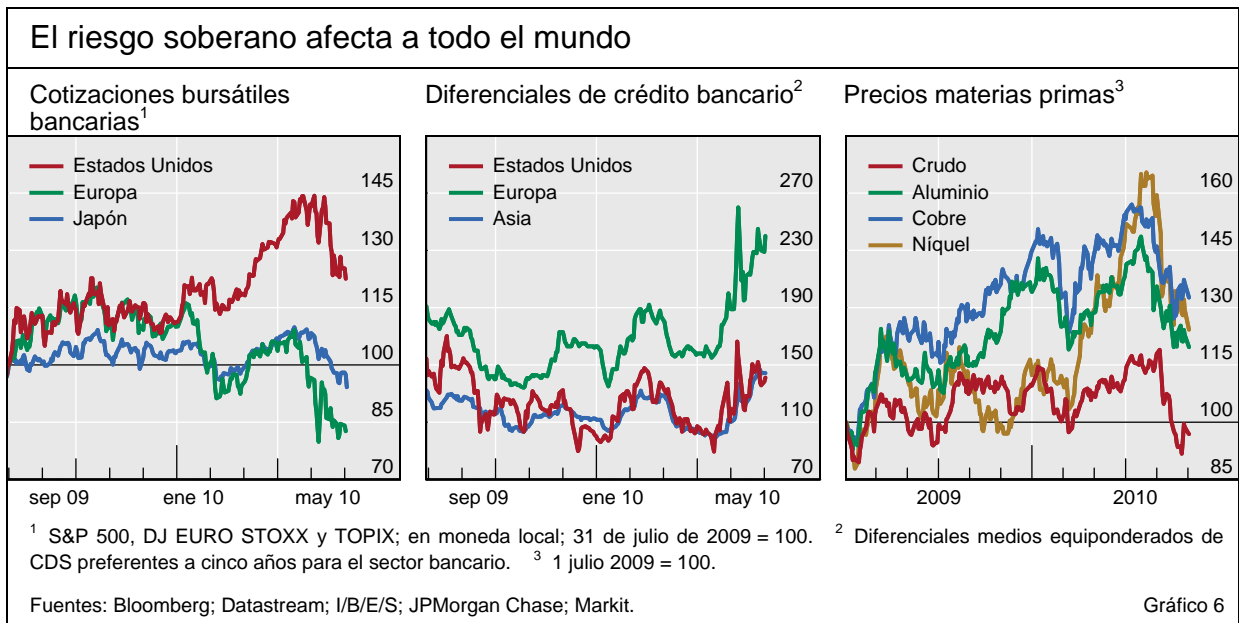
numerosos contratos de CDS se cancelan mutuamente y, por tanto, no constituyen una transferencia real de riesgo de crédito.

Evidentes síntomas de contagio...

Durante la primera semana de mayo, los efectos de la crisis griega se propagaron rápidamente por Europa, provocando la ampliación de los diferenciales de los CDS de la deuda soberana y de los rendimientos de ésta con respecto a los bonos alemanes. Las bolsas europeas cayeron, los diferenciales de los *basis swaps* euro-dólar (*swaps* por el que se intercambian dos tasas de interés variables basadas en dos índices distintos) aumentaron y el euro se depreció frente a las principales monedas. Los informes de mercado revelaron un descenso de la liquidez en los mercados de *repos* de bonos portugueses, españoles e irlandeses. Con el aumento del riesgo soberano, la atención de los mercados se centró en la exposición de los diferentes bancos a la deuda soberana griega, portuguesa o española (véanse la sección titulada «Exposición de los bancos declarantes al BPI frente a países de la zona del euro que se enfrentan a presiones de mercado» del capítulo «Aspectos más destacados» de este informe).

... desde la zona del euro hacia los mercados mundiales

A finales de esa semana, el impacto había traspasado las fronteras de Europa induciendo ventas generalizadas en los mercados internacionales de acciones y de materias primas. Las bolsas estadounidenses perdieron un 6,4% en cinco días, incluyendo un descenso intradiario del 8,5%, probablemente a causa de un fallo técnico en los sistemas de negociación automatizada. Las plazas europeas y asiáticas sufrieron retrocesos similares. Los precios de las acciones bancarias se desplomaron y los diferenciales de los CDS registraron fuertes subidas en Estados Unidos, Europa y Asia (paneles izquierdo y central del Gráfico 6). El S&P GSCI Spot Index se desplomó un 8,5% durante la semana, arrastrado por las caídas de los precios del petróleo y el cobre (panel derecho).



El continuo proceso de endurecimiento de la política económica en China acentuó la preocupación de los inversionistas por los riesgos de un menor crecimiento mundial. El índice Shanghai Composite volvió a desplomarse a mediados de abril tras las nuevas medidas anunciadas por el Gobierno chino para enfriar el mercado inmobiliario. El 19 de abril, el primer día tras el anuncio, las cotizaciones bursátiles cayeron casi un 5% en el país, mientras que el subíndice inmobiliario se dejaba casi un 7%. El 2 de mayo, el Banco de la República Popular de China elevó en 50 puntos básicos su coeficiente de reservas obligatorias, por tercera vez en lo que va de año. Estas medidas contractivas, junto con la preocupación por los acontecimientos en Europa —el mayor mercado de exportación de China—, contribuyeron a una caída del Shanghai Composite del 17% entre mediados de abril y mediados de mayo.

En respuesta a la mayor incertidumbre mundial, los inversionistas redujeron su exposición al riesgo, replegándose hacia activos seguros. El oro se disparó por encima de los 1.200 dólares la onza, mientras los inversionistas en deuda abandonaban su inversión en bonos en euros de la mayoría de soberanos europeos para refugiarse en la relativa seguridad de la deuda pública alemana y estadounidense. Pese a la incertidumbre en torno a las elecciones británicas del 6 de mayo, los rendimientos de la deuda pública británica permanecieron relativamente estables. El franco suizo registró una fuerte apreciación, mientras el euro se depreciaba hasta mínimos de ocho años frente al yen y de cuatro años frente al dólar estadounidense.

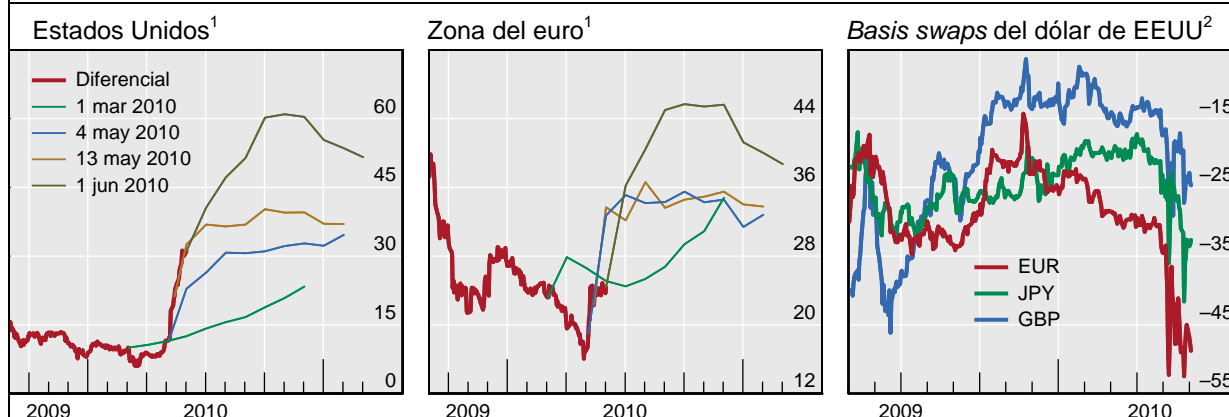
El contagio desde los mercados de deuda soberana de la zona del euro se propagó también a los mercados monetarios interbancarios, reavivando los temores a un creciente riesgo de contraparte y a una escasez de financiación en dólares estadounidenses. Los diferenciales Libor-OIS a tres meses se dispararon en Estados Unidos y la zona del euro, previéndose incluso subidas adicionales a tenor de los diferenciales a plazo implícitos (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 7). Los diferenciales de los *basis swaps* para el dólar se ampliaron en los mercados del yen y la libra esterlina, pero mucho

Los inversionistas reducen su exposición al riesgo...

... y reaparecen las tensiones en los mercados monetarios en dólares de EEUU

## Diferencial Libor-OIS a tres meses, diferenciales a plazo implícitos y *basis swaps*

En puntos básicos



<sup>1</sup> Tasas Libor a tres meses menos las correspondientes tasas de *swaps* sobre índices a un día (OIS) (para la zona del euro, *swap* EONIA). Las líneas finas indican los diferenciales a plazo, calculados como la diferencia entre las tasas de los «*forward rate agreements*» (FRA) a tres meses y las correspondientes tasas OIS implícitas, en las fechas indicadas. <sup>2</sup> *Basis swap* a un año frente al Libor.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Gráfico 7

menos que frente al euro (panel derecho). Esta dinámica de los precios insinuaba que los bancos tenían dificultades para obtener financiación en dólares estadounidenses.

Ciertos indicios apuntaban a que los fondos del mercado monetario estadounidense se mostraban reacios a prestar a los bancos europeos. El aumento de los diferenciales Libor-OIS y las distorsiones en los mercados de financiación en dólares estadounidenses evocaron los acontecimientos de julio-agosto de 2007, cuando los mercados interbancarios y monetarios de todo el mundo comenzaron a mostrar evidentes síntomas de tensión (véase el Recuadro 1).

### Las políticas adoptadas evitan temporalmente el contagio

El paquete de rescate UE-FMI...

Al haber vivido las turbulencias de 2008, esta vez las autoridades económicas supieron anticiparse adoptando medidas para evitar una crisis de confianza de proporciones mundiales. La respuesta se materializó en un paquete de rescate por valor de 750.000 millones de euros anunciado a primera hora del lunes 10 de mayo (véase el Recuadro 2). El BCE secundó esta iniciativa, anunciando su decisión de comprar valores públicos y privados en los mercados secundarios para contribuir a restaurar la liquidez del mercado. A principios de junio, el BCE habría comprado deuda pública de la zona del euro por importe de 40.000 millones de euros, esterilizados mediante la subasta de depósitos a plazo fijo de una semana. Además, el BCE amplió sus operaciones de financiación a más largo plazo.

La Reserva Federal también adoptó medidas para aliviar las tensiones en los mercados interbancarios de financiación en dólares estadounidenses, como el restablecimiento de las líneas *swap* de dólares concertadas con los principales bancos centrales. Estas líneas mantuvieron sus importes anteriores

—30.000 millones de dólares para el Banco de Canadá e ilimitados en el caso de los otros cuatro bancos centrales del programa— y se autorizaron hasta finales de enero de 2011.

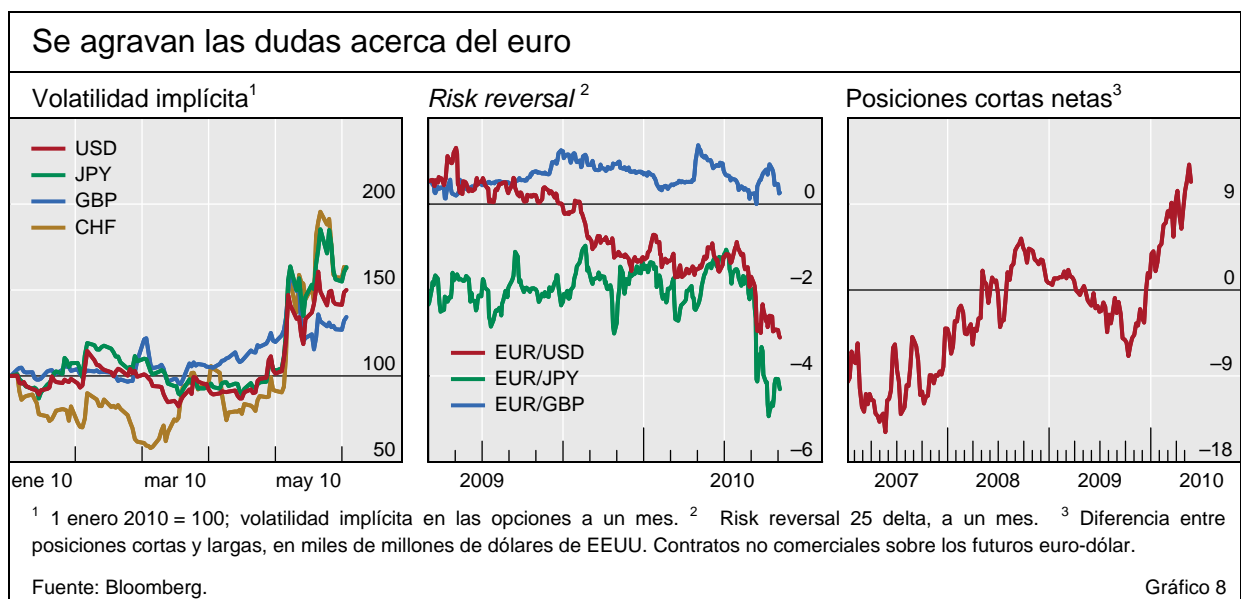
La evolución inmediata de los precios de los activos tras estos anuncios parecía indicar inicialmente que el contagio de la crisis griega había sido atajado. Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro retrocedieron notoriamente, el euro se apreció y los mercados bursátiles internacionales registraron subidas. Las condiciones en los mercados monetarios europeos mejoraron, con un estrechamiento del diferencial entre las tasas EONIA y Eurepo, particularmente en el caso de la deuda pública italiana. Las condiciones de liquidez en dólares estadounidenses mejoraron y el diferencial de los *basis swaps* euro-dólar cayó 10 puntos básicos. También mejoraron los diferenciales de rendimiento para categorías de deuda más amplias, con fuertes descensos de los índices de CDS de la deuda corporativa europea. Los flujos que la semana previa buscaban seguridad cambiaron de dirección, con aumentos del rendimiento de los *bunds* alemanes y de los bonos del Tesoro estadounidense y depreciaciones del oro y el franco suizo.

... evita el contagio en la zona del euro...

Sin embargo, el alivio de los mercados se reveló transitorio, por el rápido deterioro de la confianza de los inversionistas ante el temor a posibles interacciones entre la deuda pública y el crecimiento. Los diferenciales de la deuda soberana de los países periféricos de la zona del euro se ampliaron, pese a las compras de bonos por los bancos centrales nacionales. El euro se debilitó también, disparándose su volatilidad frente a otras grandes divisas (panel izquierdo del Gráfico 8). La preocupación de los inversionistas por una depreciación continuada del euro se reflejó en el mayor coste de la cobertura frente a una caída de su valor (panel central) y en el rápido aumento de las posiciones cortas netas en contratos no comerciales sobre el euro (panel derecho).

... pero el alivio es transitorio

Conforme disminuía la confianza, los inversionistas redujeron también su apetito por los activos de riesgo, incluidas las posiciones *carry trade* con





monedas de economías exportadoras de materias primas, como el dólar australiano, la corona noruega y el real brasileño. Estas divisas se habían apreciado en meses anteriores al preverse que sus economías saldrían particularmente beneficiadas de la recuperación económica mundial. Además, estos países habían comenzado a elevar sus tasas de interés oficiales, induciendo aumentos de sus diferenciales frente a las del dólar estadounidense, el yen japonés y el franco suizo, entre otros.

Pese al desfavorable clima general, las subastas de deuda pública en Italia, Portugal, Irlanda y España atrajeron una fuerte demanda durante la segunda quincena de mayo. Asimismo, pese a las tensiones patentes en los mercados de financiación en dólares estadounidenses, se registró una limitada participación en las subastas de dólares celebradas por los bancos centrales europeos. Así, el BCE concedió únicamente 1.000 millones de euros en préstamos en dólares a 84 días a seis contrapartes. Las subastas a siete días del Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza (SNB) quedaron desiertas, mientras las subastas de dólares estadounidenses a plazos más largos celebradas por el SNB y el Banco de Japón atrajeron escaso interés. Esta limitada participación sugiere claramente que la preocupación de los bancos se centraba más en el riesgo de crédito de contraparte que en el acceso a la financiación en dólares estadounidenses.

Mientras los inversionistas trataban de comprender el entorno tan cambiante de la zona del euro, una serie de iniciativas de regulación financiera añadió confusión a una situación ya de por sí compleja. El 18 de mayo, los ministros de Finanzas de la Unión Europea acordaron aplicar mayores restricciones a los *hedge funds* y sociedades de capital inversión que operan en Europa. Ese mismo día, el regulador financiero alemán BaFin sorprendió a los mercados con el anuncio unilateral de la inmediata aplicación en Alemania de limitaciones a las ventas en corto descubiertas realizadas por agentes no creadores de mercado, es decir, las ventas sin que se posean previamente los subyacentes<sup>2</sup>. Los motivos de esta medida fueron la «extraordinaria volatilidad de los títulos de deuda de países de la zona del euro» y el significativo aumento de los diferenciales de los CDS de la deuda soberana de la zona del euro. Pese a su limitado alcance, la prohibición acentuó brevemente las presiones vendedoras en corto en otros mercados, provocando caídas de las acciones de bancos franceses, españoles y alemanes. Con posterioridad, el Senado estadounidense aprobó el 20 de mayo su proyecto de ley de reforma financiera, que incluía una serie de medidas para limitar la asunción de riesgos de los grandes bancos.

Los anuncios de medidas reguladoras añaden complejidad

---

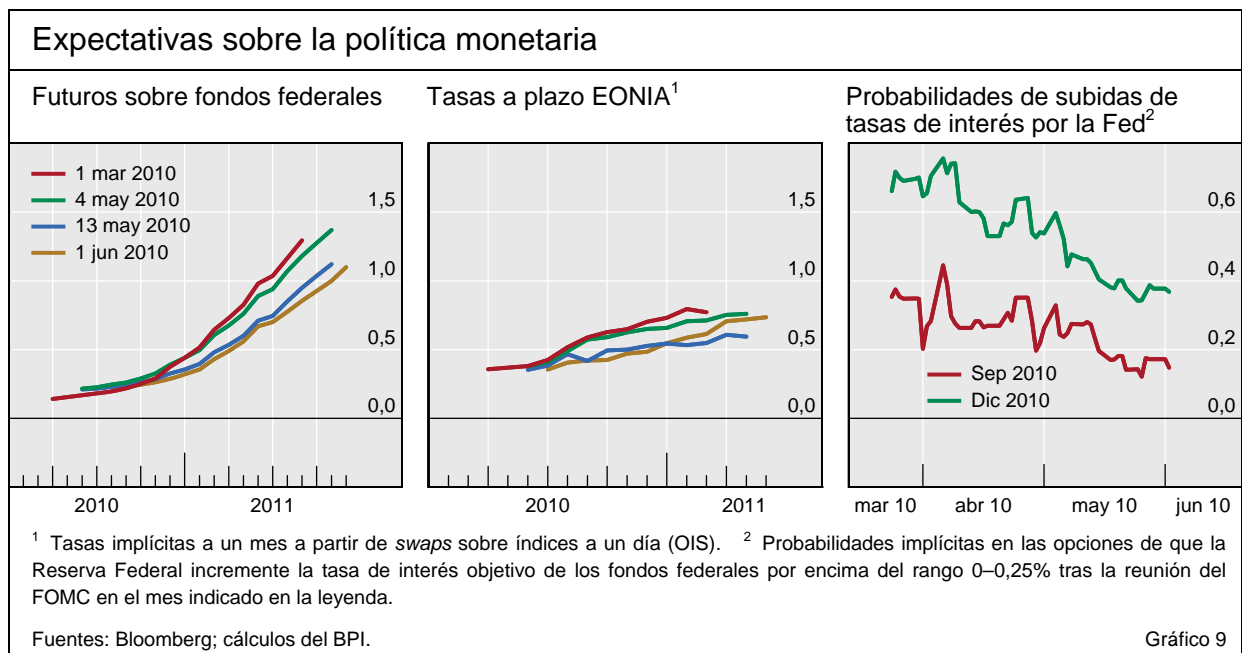
<sup>2</sup> La prohibición se extendía a la deuda pública de la zona del euro, los CDS y las acciones varias sociedades financieras alemanas.

## El endurecimiento monetario en Estados Unidos y la zona del euro parece posponerse

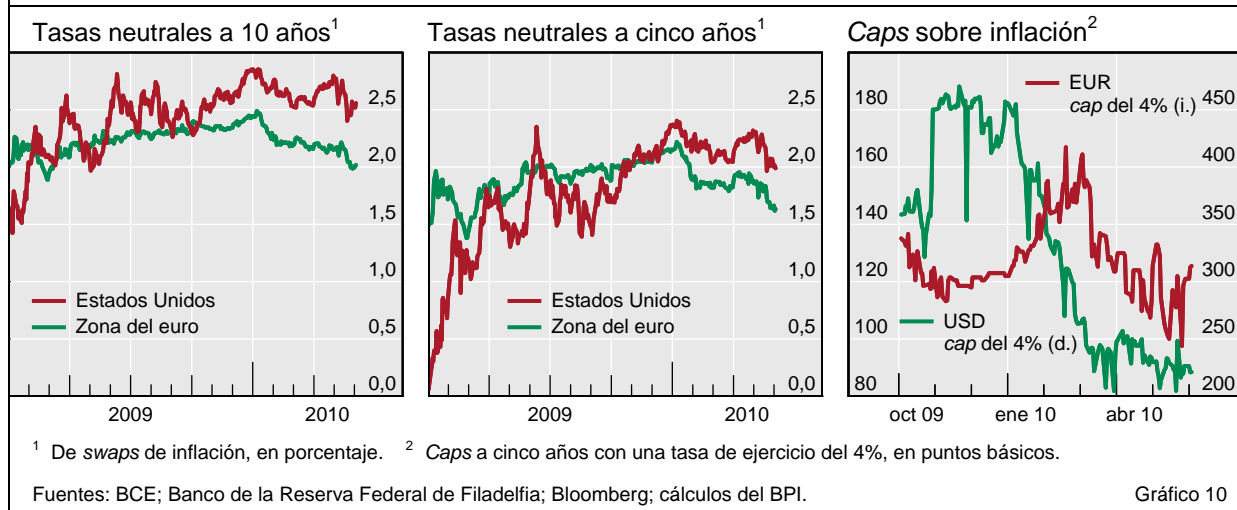
Conforme crecían las dudas en torno a las perspectivas de crecimiento económico mundial, los participantes en los mercados aplazaron sus perspectivas de endurecimiento monetario en las principales economías avanzadas. En Estados Unidos, los futuros y opciones sobre fondos federales sugerían que la primera subida de la tasa de interés oficial no se produciría hasta finales del primer trimestre de 2011 (panel izquierdo del Gráfico 9), disminuyendo la probabilidad de que se produjera en septiembre y diciembre de 2010 (panel derecho). En Europa, las tasas a plazo implícitas sugerían también un retraso similar de la primera subida de la tasa oficial del BCE más allá de 2010 (panel central). Las revisiones de las expectativas sobre la política monetaria reflejaron parcialmente las informaciones procedentes de esos bancos centrales en el sentido de que no preveían aumentos de las tasas oficiales a corto plazo, además de la inquietud de los inversionistas por la posibilidad de que las volátiles condiciones del mercado truncasen la incipiente recuperación económica. La consolidación fiscal prevista en una serie de países, con su posible impacto contractivo, fue otro motivo para este cambio de perspectivas sobre la política monetaria.

Nuevo aplazamiento del calendario previsto de endurecimiento de la política monetaria...

En este entorno de incertidumbre exacerbada, los agentes se centraron en el deterioro de las condiciones de los mercados financieros, sin prestar atención a una serie de noticias macroeconómicas favorables. Estados Unidos, en particular, ofreció datos alentadores sobre las perspectivas de empleo y gasto en consumo. Por ejemplo, el informe del mercado laboral del mes de abril anunció un aumento del empleo no agrario estadounidense de 290.000 personas, 100.000 más de lo previsto, que, sin embargo, fue acogido con una caída del índice S&P 500 del 1,5% ese mismo día. Con frecuencia, los mercados ignoraron o dieron por descontado noticias positivas de similar corte en Estados Unidos y otros países.



## Perspectivas de inflación



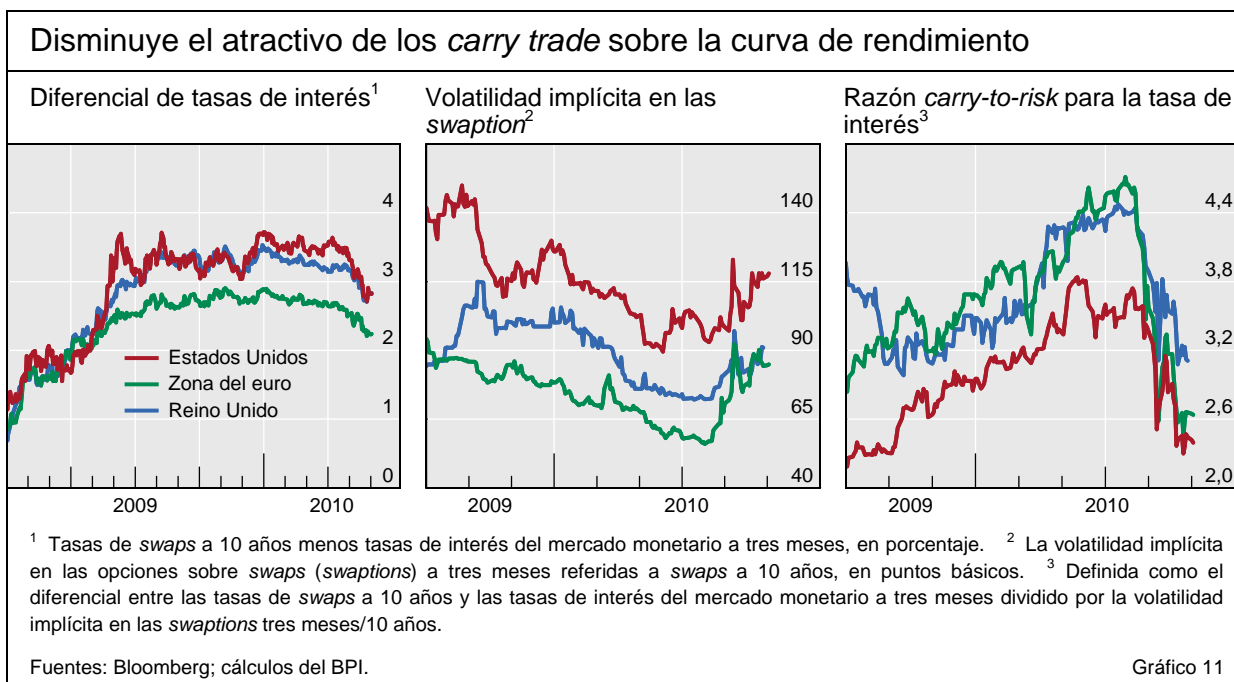
... conforme aumentan las dudas sobre la recuperación mundial

Durante este periodo, las expectativas de inflación permanecieron bien ancladas en las principales economías avanzadas. En un buen número de casos, los datos de inflación efectiva sorprendieron a la baja —con la excepción del Reino Unido—, como ilustra la inesperada caída de los precios de consumo en Estados Unidos durante el mes de abril. Las tasas de inflación neutras se mantuvieron básicamente estables en Estados Unidos y la zona del euro, a tenor de los precios de los *swaps* sobre la inflación (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 10). Es más, los precios de los derivados sobre la inflación no dieron muestra de mayor preocupación por posibles repuntes de inflación. Así, los precios de las opciones sobre inflación con límite superior (*caps*) *out-of-the-money* a cinco años de la zona del euro y Estados Unidos han permanecido estables o han descendido desde comienzos de año (panel derecho del Gráfico 10). Estos indicadores contrastaron con la opinión de los mercados sobre que la decisión del BCE de comprar deuda soberana de la zona del euro podría menoscabar su credibilidad en la lucha contra la inflación.

Al aplazarse las previsiones de subidas de las tasas oficiales en las principales economías desarrolladas, las curvas de rendimientos mantuvieron una pendiente extraordinariamente pronunciada, a pesar incluso de la caída de los rendimientos de referencia a largo plazo como consecuencia del repliegue hacia activos seguros (panel izquierdo del Gráfico 11). Las recientes turbulencias en los mercados financieros generaron, no obstante, mayor incertidumbre sobre las tasas de interés futuras, a tenor de las mayores volatilidades de las opciones sobre *swaps* (*swaptions*) (panel central). En consecuencia, las operaciones *carry trade* sobre la curva de rendimientos perdió gran parte de su atractivo desde una perspectiva de riesgo-rentabilidad (panel derecho).

EEUU retira de forma gradual sus excepcionales medidas de política

Mientras los poderes públicos europeos lanzaban nuevas iniciativas de ayuda, otras autoridades monetarias continuaron retirando sus excepcionales medidas de estímulo. A finales de marzo, la Reserva Federal estadounidense finalizó conforme a lo previsto su programa de compras de bonos de



titulización hipotecaria de agencias. Aunque la Fed ha dejado ya de comprar bonos, hay señales de que sus abultadas carteras de bonos del sector público siguen moderando los rendimientos de la deuda (véase el Recuadro 3). Ante la incertidumbre reinante sobre la solidez de la recuperación económica, los participantes en los mercados mostraron preocupación por el perfil temporal y la velocidad de las posibles ventas de activos de la Reserva Federal. Con todo, las actas de la reunión de abril del FOMC indicaron que las ventas de activos probablemente serían graduales y sólo comenzarían tras la primera subida de la tasa de interés oficial.

Aunque la pérdida de confianza volvió a aplazar la normalización de las políticas monetarias en la mayoría de las economías avanzadas, en algunos países se adoptaron a partir de abril medidas de endurecimiento. Así, el 1 de junio, el Banco de Canadá elevó las tasas de interés en 25 puntos básicos. Además, como se señaló anteriormente, China incrementó sus coeficientes de reservas obligatorias y adoptó medidas para calmar sus mercados de la vivienda. A finales de abril, el Banco Central de Brasil elevó en 75 puntos básicos su tasa de interés objetivo a corto plazo hasta el 9,50%, aduciendo riesgos de inflación al alza. El 20 de abril, el Banco de la Reserva de la India incrementó su coeficiente de reservas y elevó otros 25 puntos básicos la tasa de interés que aplica en sus operaciones con pacto de recompra. Los mercados esperaban medidas monetarias más restrictivas en una serie de economías de mercado emergentes, pese a la mayor incertidumbre sobre su calendario de aplicación. Por un lado, muchas de estas economías se enfrentan a un rápido crecimiento económico, la apreciación de sus monedas y el riesgo de sobrecalentamiento en los mercados de activos e inmobiliarios. Por otro lado, las perspectivas de crecimiento e inflación se han complicado por la elevada volatilidad de los precios de las materias primas y los impredecibles efectos sobre la actividad económica de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro.

Las EME continúan aplicando medidas restrictivas

## Recuadro 1: ¿Regreso al futuro? Comparación de los recientes acontecimientos con la crisis financiera de 2007–2009

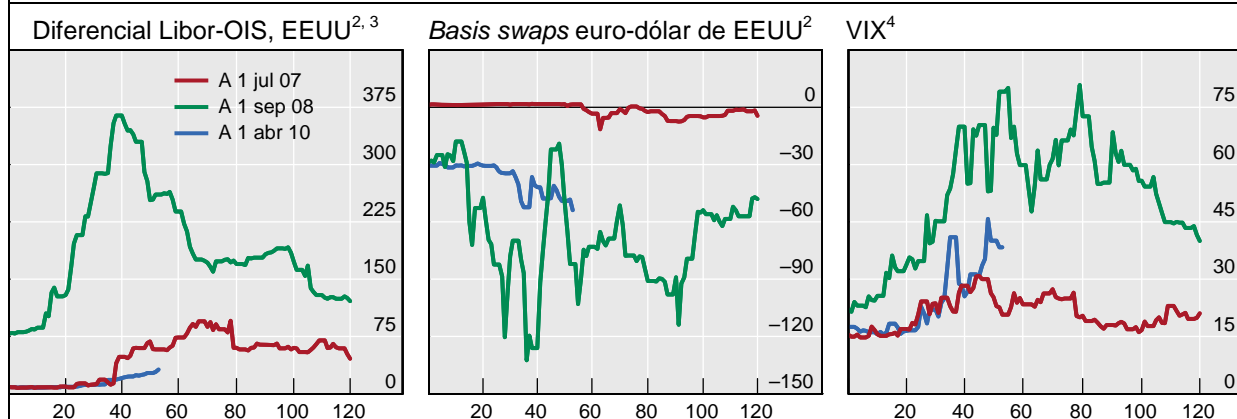
Jacob Gyntelberg y Michael R. King

La veloz reversión de la confianza en los mercados evoca los dolorosos momentos vividos en el otoño de 2008, cuando la quiebra de Lehman Brothers provocó la virtual paralización de los mercados monetarios y de capitales. En ambos casos, la confianza en los mercados sufrió un rápido deterioro tras un acontecimiento desencadenante y los problemas en una región se propagaron por todo el mundo a través de los mercados de financiación interbancaria y de las exposiciones al riesgo de contraparte. La volatilidad se disparó y los precios de los activos de riesgo sufrieron fuertes caídas, conforme los inversionistas se replegaban hacia activos que creían seguros. En los dos episodios, los bancos centrales inyectaron liquidez de forma extraordinaria, anunciando después paquetes de rescate públicos para restaurar la confianza en los mercados y estabilizar el sistema financiero.

Aunque los principales rasgos son similares, la rebaja de la calificación crediticia de Grecia el 27 de abril y la posterior reacción de los mercados guardan más semejanzas con el inicio de la crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) de julio de 2007 que con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. La crisis *subprime* comenzó lentamente al conocerse las crecientes pérdidas registradas en las carteras de hipotecas *subprime* y la rebaja de la calificación crediticia de un gran número de CDO respaldados por hipotecas. De forma similar, las pérdidas afloradas en diversos bancos europeos vinieron seguidas de una ampliación de los diferenciales Libor-OIS (véase el panel izquierdo del Gráfico A). Durante los meses siguientes, los bancos europeos tuvieron dificultades para financiar sus carteras en dólares estadounidenses, a tenor de las distorsiones observadas en los mercados de *swaps* conjuntos de tipos de interés y divisas a partir de septiembre de 2007 (panel central). Mientras las cotizaciones bursátiles siguieron creciendo hasta mediados de octubre, la volatilidad implícita en los mercados de renta variable creció a partir de julio, como revela el aumento del VIX (panel derecho).

En la actualidad, las tensiones en los mercados han ido acompañadas de un repunte de la volatilidad de la renta variable, al igual que en el segundo semestre de 2007, aunque los diferenciales Libor-OIS han aumentado con más lentitud. Pese a su reciente ampliación hasta los 30 puntos básicos, los diferenciales Libor-OIS en dólares estadounidenses a 3 meses continúan muy por debajo de los niveles observados a partir de agosto de 2007. El reciente incremento del VIX siguió inicialmente su trayectoria trazada de julio 2007, aunque se disparó luego al alza, como hizo en septiembre de 2008. Aunque los *basis swaps* entre divisas vienen indicando las dificultades de los bancos para captar fondos en dólares estadounidenses, la limitada participación en las

### Indicadores de tensión en tres episodios<sup>1</sup>



<sup>1</sup> El eje de abscisas indica el número de días naturales. <sup>2</sup> Tasa Libor a tres meses menos la correspondiente tasa de *swaps* sobre índices a un día (OIS). <sup>3</sup> En puntos básicos. <sup>4</sup> Índice VIX (S&P 500); volatilidad implícita en el precio de las opciones de compra *at-the-money* sobre índices bursátiles; en porcentaje.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Gráfico A

subastas de esta moneda celebradas por el BCE, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza sugiere que se trata más de un problema de riesgo de crédito de contraparte que de acceso a la financiación en divisas. A diferencia de julio de 2007, ahora el diferencial de los *basis swaps* euro-dólar partía de un nivel que ya indicaba la presencia de tensiones en los mercados de financiación cruzada en divisas. El actual nivel de partida era similar al de principios de septiembre de 2008, aunque esta vez el diferencial se ha ampliado mucho menos ante el empeoramiento de los condiciones del mercado.

## Recuadro 2: Medidas adoptadas para evitar una crisis de confianza mundial

*Michael Davies y Jacob Gyntelberg*

En los últimos meses, ha crecido la preocupación en torno a la sostenibilidad de las posiciones fiscales de varios países de la zona del euro. En abril de 2010, el Gobierno griego encontró crecientes dificultades para emitir su deuda, cada vez más cara. El 2 de mayo, la Unión Europea y el FMI anunciaron un paquete conjunto de ayudas a este país por importe de 110.000 millones de euros. Aun así, durante los primeros días de mayo aumentó la preocupación en los mercados por la situación de éste y otros países de la zona del euro. Esto provocó un fuerte deterioro de las condiciones de los mercados financieros en Europa, que se propagó a otros países. Los días 9 y 10 de mayo, la Unión Europea, el FMI, el BCE y otros importantes bancos centrales anunciaron una serie de medidas oficiales para restablecer la confianza en los mercados financieros.

### *Unión Europea*

El Mecanismo de Estabilización Europeo anunciado por la UE tiene dos componentes. Uno consiste en una facilidad adicional que complementa la actual Facilidad de Balanza de Pagos de la UE por valor de 50.000 millones de euros dirigida a Estados no pertenecientes a la zona del euro; el otro es la creación de una nueva Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FESF) constituida como una sociedad de responsabilidad limitada. Ambas facilidades proporcionarán financiación a países admisibles que afronten dificultades financieras externas, a menudo en combinación con organismos internacionales como el FMI, e irán acompañadas de programas de ajuste económico y fiscal. La facilidad de 60.000 millones de euros del Mecanismo de Estabilización Europeo se encuentra a disposición de los 27 Estados miembros de la UE y se financiará con emisión de deuda de la Comisión Europea, implícitamente garantizada por el presupuesto de la UE. La ampliación de esta facilidad no requiere la aprobación de los Parlamentos nacionales. El FESF, con 440.000 millones de euros, puede conceder préstamos a cualquiera de los 16 países miembros de la zona del euro. Las primeras informaciones parecen indicar que estos países garantizarán esta financiación en proporción a su participación en el capital desembolsado en el BCE. Las garantías deberán ser aprobadas por los Parlamentos nacionales y se concederán cuando hayan sido aprobadas por países que representen al menos el 90% de las participaciones del FESF. Se prevé que la deuda del FESF obtenga la calificación AAA.

### Principales rasgos del Mecanismo de Estabilización Europeo

	<b>Mecanismo de Estabilización Europeo</b>	<b>Facilidad Europea de Estabilidad Financiera</b>
<b>Características de la facilidad</b>		
Cuantía	60.000 millones de euros	440.000 millones de euros
Estructura de garantías de la deuda emitida por la facilidad	Presupuesto de la UE	Reserva de efectivo más 120% de garantía de la emisión prorrateada de deuda por los países de la zona del euro
Requiere aprobación de los Parlamentos nacionales	No	Sí
<b>Características de los créditos</b>		
Prestatarios admisibles	Países de la UE	Países de la zona del euro
Condiciones para el prestatario	Exigencia de programa de ajuste económico y fiscal	Exigencia de programa de ajuste económico y fiscal
Préstamo concedido junto con organismos internacionales	Sí	Sí

Fuentes: Comisión Europea; Consejo de la Unión Europea; noticias de prensa; Banco de Pagos Internacionales.

Cuadro A

### *Fondo Monetario Internacional*

El FMI manifestó encontrarse preparado para cooperar con la Unión Europea en la concesión de ayudas a los países europeos afectados. Tras la solicitud individual de cada país, el FMI ofrecerá asistencia financiera caso por caso y con arreglo a sus procedimientos habituales de préstamo, en combinación con el nuevo Mecanismo de Estabilización Europeo. El FMI ha comunicado que su contribución financiera mantendrá una proporción básicamente similar a la de sus recientes mecanismos europeos (alrededor de un tercio de la financiación total) y vendrá acompañada de programas de ajuste económico y fiscal.

### *Banco Central Europeo*

El BCE ha anunciado que comprará en los mercados secundarios títulos de deuda públicos y privados de la zona del euro para restablecer la profundidad y liquidez de esos mercados. Estas compras se esterilizarán, con el fin de evitar el incremento de las reservas bancarias. A 4 de junio de 2010, el BCE había adquirido 40.000 millones de euros en deuda pública de la zona del euro.

El BCE también amplió sus operaciones de financiación a más plazo largo para facilitar el acceso de los bancos a fondos con vencimientos más largos. Las subastas regulares a 3 meses (26 de mayo y 30 de junio) volverán a seguir el procedimiento de tasa de interés fija con adjudicación de toda la financiación demandada. Esto significa que en cada subasta el BCE proporcionará a las instituciones financieras liquidez ilimitada a una tasa de interés fija. Asimismo, se anunció una subasta a 6 meses para el 12 de mayo, de nuevo con esas mismas condiciones.

### *Líneas swap de divisas entre bancos centrales*

La Reserva Federal ha reintroducido de forma transitoria líneas *swap* de dólares concertadas con el BCE, el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Japón con el fin de ayudar a contrarrestar el endurecimiento de las condiciones de liquidez en los mercados de financiación en dólares estadounidenses y evitar la propagación de las tensiones de financiación a otros mercados y centros financieros. Las líneas *swap* entre bancos centrales paliaron sustancialmente las distorsiones en los mercados de financiación transfronteriza a finales de 2008 y comienzos de 2009. Las nuevas líneas mantienen los mismos importes que las anteriores —30.000 millones de dólares para el Banco de Canadá e importe ilimitado en el caso de los otros cuatro bancos centrales— y pueden operar hasta enero de 2011. A 2 de junio de 2010, el BCE había obtenido a través de estos mecanismos 6.400 millones de dólares (tras haber alcanzando 9.000 millones) y el Banco de Japón 200 millones de dólares. El Banco Nacional de Suiza y el Banco de Inglaterra han celebrado subastas en dólares pero no han prestado fondos y el Banco de Canadá aún no ha celebrado subasta alguna.



### Recuadro 3: Más deuda pública estadounidense en manos de organismos públicos

*Robert N. McCauley*

La Reserva Federal finalizó conforme a lo previsto su gigantesco programa de compra de deuda con la adquisición de bonos de titulización hipotecaria de agencias a finales de marzo. La conclusión de las compras no implica, sin embargo, que las carteras acumuladas no sigan contribuyendo a moderar los rendimientos de la deuda. Gagnon et al (2010)<sup>1</sup> sostienen que el impacto depende del volumen de deuda «pública» (del Tesoro y de agencias estadounidenses) en manos de la Reserva Federal, más que del flujo de compras. En esta misma línea, las carteras de deuda pública que mantienen gestores de activos soberanos fuera de Estados Unidos podrían tener un impacto similar sobre los rendimientos. En conjunto, los organismos públicos estadounidenses y extranjeros ostentan más del 40% de los valores del Tesoro y de agencias, tras

#### Deuda pública estadounidense en manos de organismos públicos

En miles de millones de dólares de EEUU y en porcentaje

	Junio 2007	Junio 2008	Junio 2009	Diciembre 2009	Marzo 2010
Valores del Tesoro, en circulación	4.705	5.056	6.950	7.591	8.000
Carteras de organismos públicos extranjeros	1.611	1.910	2.624	2.705	2.707
Carteras de la Fed	791	479	657	777	777
Valores de agencias, en circulación	7.102	7.885	8.144	8.113	8.113
Carteras de organismos públicos extranjeros	830	1.097	829	746	719
Carteras de la Fed	0	0	559	1.068	1.238
Carteras de agencias	688	854	949	925	925
Carteras del Tesoro <sup>1</sup>	0	0	165	226	226
Deuda pública total	11.807	11.506	15.093	15.703	16.113
Carteras de organismos públicos extranjeros	2.441	3.007	3.453	3.450	3.426
Carteras de la Fed, agencias y Tesoro	1.479	1.333	2.329	2.995	3.165
Carteras públicas totales	3.920	4.340	5.782	6.446	6.592
<i>Pro memoria: Reservas bancarias en la Fed</i>	17	34	661	977	1.051
<i>Pro memoria:</i>					
<i>Carteras de organismos públicos extranjeros</i>	20,7%	26,1%	22,9%	22,0%	21,3%
<i>Carteras de la Fed, agencias y Tesoro</i>	12,5%	11,6%	15,4%	19,1%	19,6%
<i>Carteras públicas totales</i>	33,2%	37,7%	38,3%	41,0%	40,9%

<sup>1</sup> No incluye la cartera de acciones preferentes de Fannie Mae y Freddie Mac en manos del Tesoro, que ascendía a 126.000 millones de dólares a finales de marzo de 2010.

Fuentes: Reserva Federal, *Flow of funds accounts of the United States* y Departamento del Tesoro, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, *Surveys of foreign portfolio holdings as of June 30, 2007, 2008, and 2009* (abril de 2008, 2009, 2010) actualizados mediante el informe H4.1 de la Reserva Federal, datos mensuales de *Treasury International Capital* y datos de la Agencia Federal de Financiación Hipotecaria sobre las carteras de MBS de agencias en manos del Tesoro.

Cuadro A

haber absorbido probablemente más de la mitad de la oferta neta desde mediados de 2008. Ponderado por su duración, el aumento ha sido incluso mayor, acrecentando su impacto sobre los rendimientos a largo plazo.

El aumento de las carteras públicas ha respondido a diferentes motivos. Por un lado, la Reserva Federal, junto con el Tesoro estadounidense, ha comprado bonos con el fin de reducir las tasas de interés hipotecarias y otros rendimientos a largo plazo para los prestatarios privados. Con el tiempo, es previsible que esta motivación disminuya e invierta su dirección. De hecho, las actas de la reunión del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) de los días 27 y 28 de abril de 2010 recogen la existencia de mayorías favorables a un programa de venta de bonos a cinco años y a un plan de ventas que se pondría en marcha tras la subida de la tasa de interés oficial a corto plazo. Por su parte, los organismos públicos extranjeros mantienen deuda pública estadounidense por motivos diferentes y su comportamiento a lo largo del ciclo de tasas de interés suele ser distinto. Estos organismos aumentan y reducen sus carteras de deuda pública estadounidense por distintos motivos, por ejemplo como consecuencia de sus intervenciones para frenar la apreciación o depreciación de sus divisas o como medio de asegurarse frente a repentinas demandas de moneda extranjera. Aunque numerosos bancos centrales utilizaron sus reservas de divisas durante la crisis para sostener sus monedas y ofrecer liquidez en dólares al sector privado, los datos muestran que las carteras de deuda pública estadounidense en manos de organismos públicos extranjeros aumentaron en los años que abarcan las encuestas de junio de 2008 y junio de 2009.

En general, la proporción de deuda pública estadounidense en manos de organismos públicos ha aumentado. Antes del estallido de la crisis, los organismos públicos extranjeros y la Reserva Federal poseían conjuntamente en torno a un tercio de los títulos de deuda pública estadounidenses, principalmente valores del Tesoro. Desde entonces, la proporción que representan esas carteras ha superado el 40%. Llama la atención el aumento de la proporción en manos del sector público de Estados Unidos, de 7 puntos porcentuales hasta aproximadamente el 20%. La compra por parte de la Reserva Federal de más de 1,4 billones de deuda de agencias —principalmente, bonos de titulización hipotecaria— explica la mayor parte de ese incremento. En cambio, las carteras de valores del Tesoro en la Reserva Federal apenas registraron variaciones durante este periodo. El porcentaje que representan las carteras en manos de organismos públicos extranjeros se mantuvo básicamente estable en niveles algo superiores al 20%, ya que sus mayores carteras de valores del Tesoro estadounidense parecen haber compensado con creces sus menores tenencias de valores de agencias<sup>2</sup>.

El aumento de la proporción de deuda pública estadounidense en manos de organismos públicos subestima la variación registrada en términos de duración. La encuesta más reciente sobre las carteras de valores del Tesoro en organismos públicos extranjeros muestra que la mitad de ellas tiene un vencimiento igual o inferior a 3 años, con un plazo medio de 48 meses, ligeramente inferior al del conjunto de valores del Tesoro. Aunque la Reserva Federal tradicionalmente se había marcado el objetivo de neutralidad del mercado en sus carteras de valores del Tesoro, durante el reciente programa de compras de bonos «la composición de las compras favoreció los valores con mayores plazos de vencimiento o mayor duración, con el fin de potenciar el efecto del equilibrio de cartera y reducir las tasas de interés para los plazos más largos» (Gagnon et al (2010, p. 10)). En particular, las compras de bonos de titulización hipotecaria por parte de la Reserva Federal se concentraron en valores recientes al 4% y 4,5% con una duración particularmente larga.

En suma, según los datos disponibles, las compras a gran escala de valores de agencias por parte de los organismos públicos de Estados Unidos han elevado por encima del 40% la proporción de deuda pública estadounidense —en rápido crecimiento— en manos de relativamente pocas

instituciones públicas<sup>®</sup>. Gran parte del fuerte aumento de la deuda pública estadounidense a partir de 2008 ha terminado en manos de organismos públicos.

---

<sup>®</sup> J. Gagnon, M. Raskin, J. Remaché y B. Sack, «Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: Did they work?» Reserve Bank of New York, Staff Reports 441, marzo de 2010. <sup>®</sup> El cuadro se basa principalmente en encuestas anuales sobre carteras, que permiten obtener de los agentes custodios datos que permiten identificar las carteras en manos de organismos públicos extranjeros y que no quedan reflejados en los datos de transacciones mensuales. En particular, las últimas encuestas de junio de 2007, 2008 y 2009 elevaron la estimación de las carteras en manos de organismos públicos extranjeros en un 13%, 5% y 17%, respectivamente. Así pues, es probable que los datos de diciembre de 2009 y marzo de 2010 subestimen las verdaderas cifras. <sup>®</sup> Cabría interpretar las compras por parte de organismos públicos estadounidenses como genuinos permutas de activos, como lo han sido las compras de valores de agencias por parte del Tesoro con los ingresos obtenidos de las ventas de valores del Tesoro. En consecuencia, los pasivos contraídos por la Reserva Federal con los bancos podrían incluirse dentro de la deuda pública (considerando los derechos de los bancos frente a la Reserva Federal como sustitutivos cercanos de sus carteras de valores del Tesoro). En lo que al cuadro respecta, esto supondría añadir la rúbrica pro memoria «Reservas bancarias en la Fed» a la deuda pública. Desde esta óptica, el aumento de la deuda pública estadounidense habría sido mayor a partir de mediados de 2008 y el incremento de la proporción de esa deuda en manos públicas algo menor. Con todo, buena parte del gran aumento de la deuda pública estadounidense ha terminado en manos públicas.