

El crecimiento mundial y la deuda soberana marcan el rumbo de los mercados¹

Las acusadas revisiones a la baja del ritmo de recuperación en algunas de las principales economías, en especial del mundo desarrollado, indujeron en el periodo analizado caídas en los precios de los activos sensibles al crecimiento. La percepción de un limitado margen de maniobra en las políticas monetaria y fiscal para estimular la economía mundial acentuó la inquietud de los participantes en los mercados. Las desfavorables noticias macroeconómicas se vieron agravadas por la propagación de temores sobre la deuda soberana en la zona del euro desde Grecia, Irlanda y Portugal hacia Italia y España. Esta situación condujo a un endurecimiento de las condiciones de financiación de los bancos europeos, afectando incluso a la formación de precios en los mercados centrales de deuda soberana de la zona del euro. Todos estos acontecimientos alentaron flujos de capitales hacia activos refugio. El Cuadro 1 resume los principales eventos que afectaron a las expectativas sobre el crecimiento mundial y los mercados de deuda soberana durante el periodo analizado.

Cuestionamiento del margen de maniobra de las políticas económicas ante las vacilantes recuperaciones

Los indicios de un crecimiento titubeante indujeron caídas en los precios de los activos de riesgo...

La evolución de los mercados financieros en el periodo analizado básicamente reflejó importantes revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento de algunas de las principales economías. En este periodo los índices bursátiles mundiales retrocedieron un 11% en promedio, con mayores caídas en Europa y descensos algo menores en las economías de mercado emergentes (EME). Las fuertes correcciones de precios de los activos sensibles al ciclo económico arrastraron a la baja las cotizaciones medias (Gráfico 1, panel izquierdo). Los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa se ampliaron en líneas generales, de forma más acentuada en el segmento de menor calificación crediticia, más vulnerable a impagos durante una desaceleración (Gráfico 1, panel central). Además, los precios de la energía y de los metales industriales retrocedieron con fuerza, reflejando expectativas de una demanda más débil de estos factores de producción básicos (Gráfico 1, panel derecho).

¹ Este artículo se ha elaborado en el Departamento Monetario y Económico del BPI. El análisis abarca hasta el 8 de septiembre de 2011. Las cuestiones referidas al artículo pueden dirigirse a nick.vause@bis.org o goetz.vonpeter@bis.org. Las cuestiones sobre datos y gráficos deben dirigirse a magdalena.erdem@bis.org y garry.tang@bis.org.

Principales acontecimientos que marcaron el rumbo de los mercados financieros

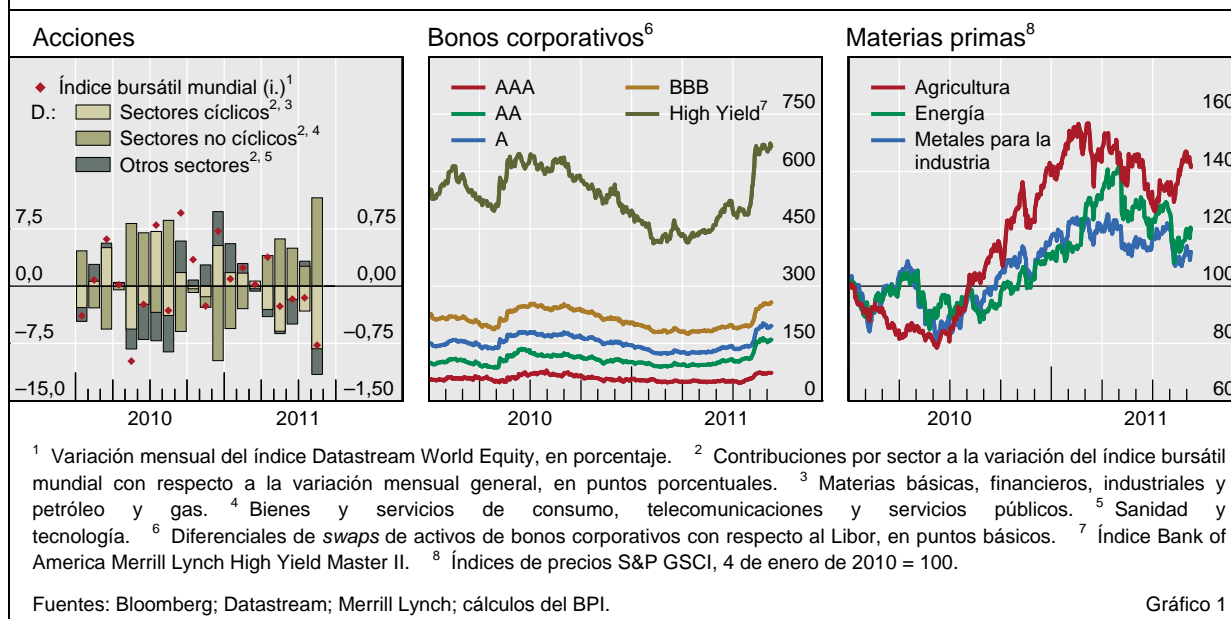
07 jul	El BCE eleva en 25 puntos básicos su principal tasa de interés oficial, hasta el 1,5%
13 jul	Fitch rebaja la calificación crediticia de la deuda soberana de Grecia de B+ a CCC
15 jul	La Autoridad Bancaria Europea publica los resultados de las pruebas de tensión de 90 bancos
21 jul	Una cumbre de la zona del euro acuerda un nuevo paquete de ayuda financiera a Grecia y menores tipos de interés para los préstamos concedidos a Grecia, Irlanda y Portugal por la Facilidad de Estabilidad Financiera Europea
25 jul	Moody's rebaja la calificación crediticia de la deuda soberana de Grecia de Caa1 a Ca
27 jul	Brasil introduce un impuesto del 1% sobre ciertas operaciones con derivados sobre divisas Standard & Poor's rebaja su calificación crediticia de la deuda soberana de Grecia de CCC a CC, manteniendo una «perspectiva negativa»
29 jul	Divulgación de datos del PIB estadounidense peores de lo esperado
1 ago	Publicación de encuestas, con débiles resultados, a los directores de compras de Asia, Europa y Estados Unidos
2 ago	El Congreso de EEUU acuerda elevar el límite de deuda del Gobierno federal en la fecha en que el Tesoro estadounidense había previsto que podría haberse alcanzado su techo previo
3 ago	El Banco Nacional de Suiza estrecha su tipo objetivo para la tasa de interés del Libor a tres meses en francos suizos a tres meses y anuncia un aumento sustancial de la oferta de francos suizos en el mercado monetario
4 ago	El Banco de Japón anuncia una ampliación de su programa de compra de activos por importe de 10 billones de yenes y comienza a intervenir en el mercado de divisas, vendiendo yenes El BCE anuncia una facilidad especial para ofrecer crédito a seis meses y reanuda las compras de deuda soberana de la zona del euro
5 ago	El rendimiento de las Letras del Tesoro estadounidense cae a valores negativos tras el anuncio del Bank of New York Mellon de que cobraría comisiones por los depósitos
8 ago	Los operadores informan de que el Eurosistema compró deuda pública española e italiana
9 ago	La Reserva Federal anuncia su intención de mantener unas tasas de interés excepcionalmente bajas, al menos hasta mediados de 2013
12 ago	Prohibición selectiva de la venta de acciones en descubierto en cuatro países europeos
16 ago	Publicación de débiles datos del PIB de la Unión Europea del segundo trimestre
26 ago	Bernanke afirma en su discurso en Jackson Hole que aún se dispone de instrumentos adicionales para generar estímulos monetarios en Estados Unidos Los bancos chinos anuncian su obligación de incluir la base de cálculo en el coeficiente de reservas obligatorias del banco central
1 sep	Publicación de más encuestas, con débiles resultados, a los directores de compras en Asia, Europa y Estados Unidos
2 sep	Publicación de unas cifras de empleo estadounidense peores de lo esperado
6 sep	El Banco Nacional de Suiza comienza a intervenir en el mercado de divisas, vendiendo francos suizos para tratar de alcanzar un tipo de cambio objetivo mínimo de 1,20 francos por euro
7 sep	El Tribunal Constitucional alemán rechaza las oposiciones al paquete de ayuda a Grecia, y España, Francia e Italia aprueban recortes presupuestarios, subidas de impuestos y límites de déficit, respectivamente
8 sep	El Presidente Obama propone al Congreso estadounidense un paquete de estímulos fiscales por importe de 447 000 millones de dólares

Cuadro 1

Buena parte de la revaluación de las trayectorias de crecimiento tuvo lugar entre finales de julio y mediados de agosto, periodo en el que los precios de los activos sensibles al crecimiento sufrieron descensos particularmente acusados. Las cifras del PIB estadounidense publicadas el 29 de julio no solo

... especialmente entre finales de julio y mediados de agosto

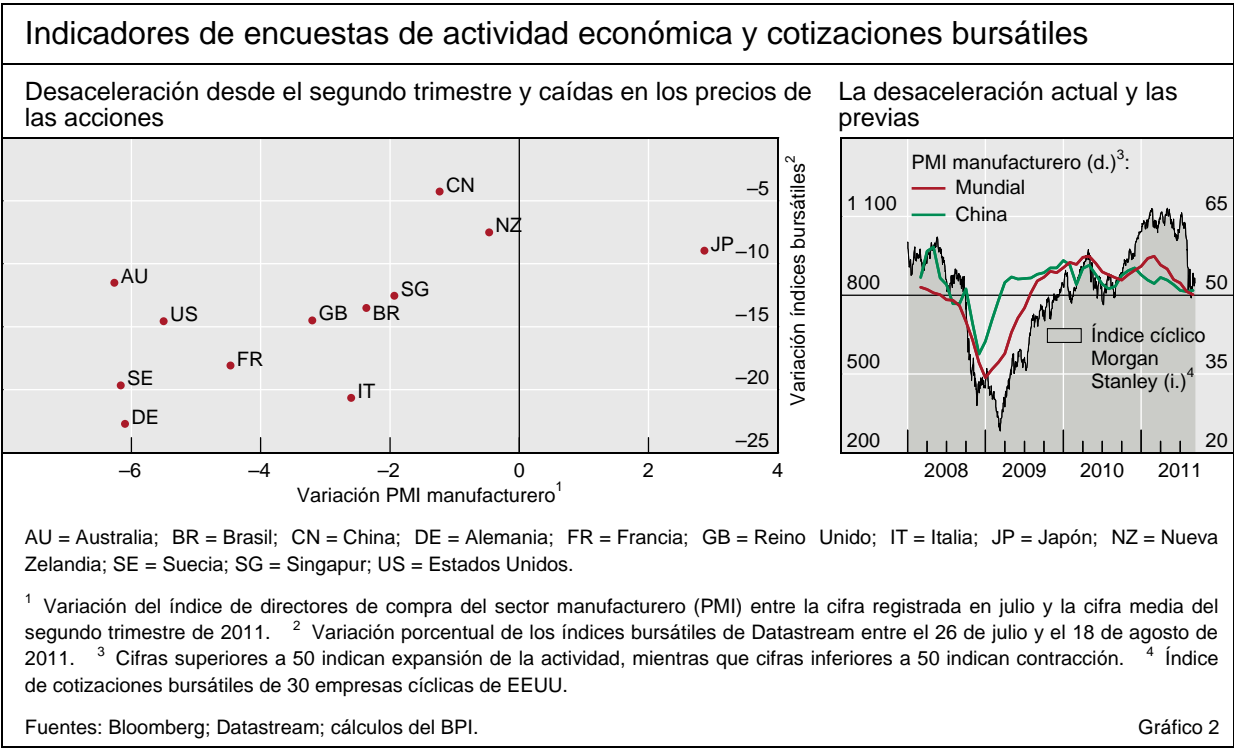
Precios de los activos sensibles al crecimiento



revelaron un crecimiento menor de lo previsto en el segundo trimestre, sino también que el nivel del PIB era alrededor de 1 punto porcentual inferior al previamente registrado. En Europa, según datos publicados el 16 de agosto, el crecimiento experimentó una notable desaceleración en el segundo trimestre, especialmente pronunciada en el caso de Alemania. Además, los indicadores procedentes de encuestas apuntaban a una desaceleración adicional en el tercer trimestre. Por ejemplo, las encuestas a directores de compras del 1 de agosto indicaban un menor crecimiento en julio de la actividad industrial en Asia, Europa y Estados Unidos. Los índices bursátiles mundiales retrocedieron un 2% en promedio al día siguiente. Más tarde, el índice S&P 500 de precios de la renta variable estadounidense cayó un 4,5% el 18 de agosto, cuando un indicador de actividad industrial estadounidense en el mes de agosto publicado por el Banco de la Reserva Federal de Filadelfia se desplomó hasta niveles antes solo registrados durante recesiones o poco antes de estas. A lo largo del periodo comprendido entre finales de julio y mediados de agosto, algunos de los mayores descensos de las cotizaciones bursátiles se produjeron en países donde los indicadores basados en encuestas sugerían las mayores desaceleraciones del crecimiento para el tercer trimestre (Gráfico 2, panel izquierdo).

Las cotizaciones bursátiles sufrieron caídas acusadas al estimarse limitados los estímulos al crecimiento...

Recuérdese que el crecimiento económico también pareció titubear a mediados de 2010, aunque, los precios de los activos sensibles al crecimiento no cayeron entonces tanto como lo han hecho en los últimos meses (Gráfico 2, panel derecho). Por entonces, los participantes en los mercados confiaban en una relajación monetaria y fiscal adicional que estimulase el crecimiento. Y sus expectativas se revelaron acertadas, ya que las autoridades estadounidenses redujeron las cotizaciones sociales, ampliaron la duración de bonificaciones en el impuesto sobre la renta y de prestaciones por desempleo, y acometieron una nueva ronda de relajación cuantitativa. Simultáneamente, en China, las



administraciones locales aportaron más financiación para el desarrollo de infraestructuras y viviendas.

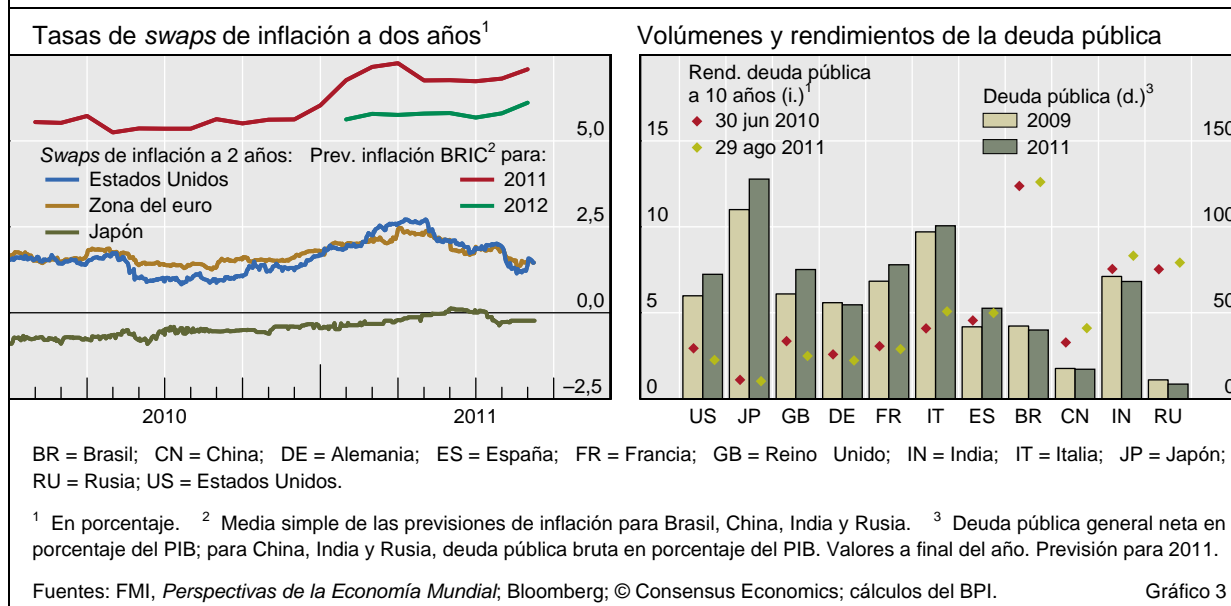
En cambio, la opinión actual de los participantes en el mercado es que apenas queda margen para una relajación de las políticas macroeconómicas que estimule el crecimiento, ni siquiera en algunas EME. En consecuencia, no prevén que las EME lideren el crecimiento mundial de forma tan intensa como antes lo hicieron. Con toda esta información en mente, los expertos en previsión económica revisaron a la baja sus estimaciones de crecimiento de algunas de las principales economías para 2012 y 2013, así como para lo que resta de 2011. La cotización de las acciones sensibles al ciclo económico cayó de forma más acusada que a mediados de 2010 (Gráfico 2, panel derecho).

Dado que la capacidad efectiva de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas para recortar aún más la tasa de interés oficial era escasa o nula desde hacía algún tiempo, los participantes en los mercados estuvieron atentos a señales indicativas de que las autoridades pudieran adoptar fórmulas alternativas de estímulo monetario. Las expectativas de tales medidas aumentaron conforme ciertas presiones inflacionistas se moderaban durante el periodo analizado. Por ejemplo, los precios de numerosos productos básicos se redujeron, conllevando menores expectativas de inflación implícitas en los precios de los contratos *swap* en algunas de las principales economías (Gráfico 3, panel izquierdo).

... que podrían aportar las políticas monetaria...

En Estados Unidos, la Reserva Federal anunció el 9 de agosto que preveía mantener su tasa de interés oficial a niveles excepcionalmente bajos al menos hasta mediados de 2013. Esta noticia redujo las tasas de los futuros sobre fondos federales (Gráfico 4, panel izquierdo) y, por tanto, las tasas de interés a plazos más largos, alentando asimismo las cotizaciones bursátiles estadounidenses e internacionales. El precio de las acciones también recibió

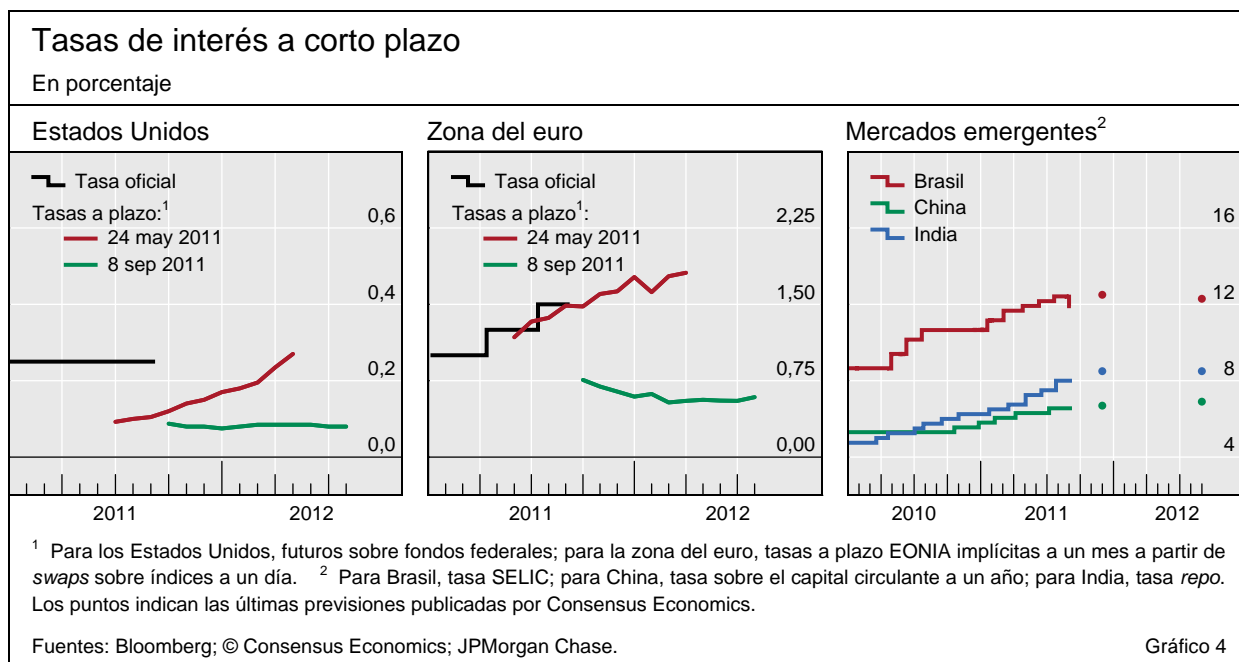
Factores que afectan al margen de maniobra de los estímulos monetarios y fiscales



un cierto impulso alcista tras el discurso del Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, el 26 de agosto en Jackson Hole. En su intervención, Bernanke señaló que la Reserva Federal aún disponía de una serie de instrumentos para generar estímulos monetarios adicionales, cuyo empleo se debatiría en una extensa reunión de política monetaria hacia finales de septiembre.

Por su parte, el Banco de Japón anunció el 4 de agosto una ampliación de su programa de compras de activos por importe de 10 billones de yenes, tras lo cual el índice TOPIX de precios de la renta variable japonesa mantuvo su valor mientras otros importantes índices bursátiles internacionales sufrían fuertes correcciones.

Los inversores también revisaron las perspectivas de la política monetaria en la zona del euro y las EME. El 7 de julio, el BCE elevó en 25 puntos básicos su principal tasa de interés oficial, hasta el 1,5%, a fin de ayudar a anclar las expectativas de inflación. Sin embargo, en respuesta a las noticias sobre la debilidad de la actividad económica, los precios de los futuros sobre tasas de interés a corto plazo en la zona del euro comenzaron a ceder poco después (Gráfico 4, panel central). Los bancos centrales de algunas EME, incluidos los de China y la India, también subieron las tasas de interés oficiales en el periodo analizado. El Banco de la República Popular China volvió a endurecer su política monetaria ampliando la base de cálculo del coeficiente de reservas obligatorias para incluir los depósitos de activos de garantía, tras una inflación del 6,5% en julio, la tasa más alta en tres años. En cambio, los bancos centrales de Brasil y Turquía redujeron las tasas de interés oficiales al apreciar indicios de ralentización del crecimiento. Con todo, dado que las expectativas de inflación en las principales EME permanecen elevadas (Gráfico 3, panel izquierdo), los expertos en previsión económica vaticinan que las tasas de interés a corto plazo rondarán los niveles actuales hasta el segundo semestre de 2012 (Gráfico 4, panel derecho).



Ante volúmenes de deuda pública elevados y crecientes, los participantes en los mercados transmitieron igualmente su percepción de que las políticas fiscales de las economías avanzadas disponían de menor margen de maniobra para una relajación adicional del que habían disfrutado a mediados de 2010 (Gráfico 3, panel derecho). En la zona del euro, los programas del FMI y de la UE exigieron la consolidación fiscal a algunos Gobiernos muy endeudados, senda que también siguieron otros debido a la elevada remuneración exigida por los inversores para mantener sus bonos (Gráfico 3, panel derecho). En cambio, los inversores se mostraron dispuestos a financiar el déficit presupuestario y la deuda pública estadounidenses a tasas de interés cada vez más reducidas. Sin embargo, pocos esperaban estímulos fiscales adicionales, al menos no durante la primera parte del periodo analizado. De hecho, el 2 de agosto el Presidente Obama firmó un acuerdo para reducir el gasto presupuestado, al tiempo que se elevaba el techo legal de deuda pública. Más tarde, los inversores interpretaron que la degradación de la calificación crediticia de la deuda a largo plazo estadounidense de AAA a AA+, decidida el 5 de agosto por Standard & Poor's, imponía mayor urgencia en la consolidación fiscal, con el consiguiente lastre para el crecimiento a medio plazo. Esto contribuyó a una caída del índice S&P 500 superior al 6% al día siguiente. Con todo, a principios de septiembre los nuevos indicios de debilidad de la economía estadounidense indujeron al Presidente de EEUU a proponer al Congreso un paquete de estímulo fiscal por importe de 447 000 millones de dólares, siendo la reacción de los mercados bursátiles apenas perceptible.

... y fiscal

Los participantes en los mercados también otorgaron escasa probabilidad a la introducción a corto plazo de estímulos fiscales adicionales en numerosas EME. Aunque los volúmenes de deuda de esos países son en algunos casos menores que en las avanzadas, dichos estímulos ejercerían presiones alcistas sobre sus tipos de cambio, muchos de los cuales continuaron apreciándose durante el periodo analizado en algunos de ellos.

Efectos transitorios de las negociaciones sobre el techo de la deuda estadounidense y su degradación

La casi ruptura del techo de deuda en Estados Unidos generó tensiones puntuales en los mercados monetarios...

Las negociaciones para elevar el techo de deuda estadounidense ocasionaron tensiones puntuales en los mercados monetarios. De haberse alcanzado ese techo, el Gobierno federal se habría visto obligado a elegir a quién pagar. Esta desagradable perspectiva desde un punto de vista político llevó a la mayoría de los participantes en los mercados a anticipar que se alcanzaría un acuerdo para permitir elevarlo. Ese acuerdo se firmó el 2 de agosto, el mismo día para el que el Tesoro estadounidense había estimado que agotaría su capacidad de endeudamiento. En las jornadas previas de negociaciones, las cotizaciones de valores y derivados habían comenzado a reflejar una probabilidad no desdeñable de que el Gobierno estadounidense incurriese en impago. A modo de ejemplo, el rendimiento pagado por la Letra del Tesoro con vencimiento el 4 de agosto saltó de prácticamente cero a más de 20 puntos básicos, mientras las primas de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) que brindan cobertura frente a un eventual impago estadounidense en el plazo de un año remontaban de 30 a casi 80 puntos básicos (Gráfico 5, panel izquierdo). Las tasas de interés de las operaciones con pacto de recompra a un día, utilizadas habitualmente por los bancos para captar parte sustancial de su financiación, se dispararon bruscamente desde cerca de cero hasta casi 30 puntos básicos (Gráfico 5, panel central). Los fondos del mercado monetario estadounidense, que invierten grandes sumas en títulos del Tesoro de Estados Unidos, registraron reembolsos, aunque se habían preparado sustituyendo en sus carteras activos menos líquidos, como pagarés de empresas (CP) financieras, por efectivo (Gráfico 5, panel derecho). Una vez pactada la elevación del techo de deuda, estos efectos desaparecieron rápidamente.

... mientras que la rebaja de la calificación crediticia soberana apenas indujo ventas forzosas

La decisión de Standard & Poor's de rebajar la calificación de la deuda a largo plazo de Estados Unidos no pareció activar mecanismos que pudieran forzar desplomes en los precios de títulos del Tesoro estadounidense u otros activos. Por ejemplo, los descuentos aplicados a títulos del Tesoro aceptados en operaciones con pacto de recompra no aumentaron hasta el punto de forzar a los prestatarios a vender activos que no eran capaces de seguir financiando. De hecho, la Depository Trust & Clearing Corporation no modificó los tipos de descuento de las operaciones con pacto de recompra que compensa. De igual manera, los bancos estadounidenses no se vieron obligados a liquidar activos, porque los reguladores federales mantuvieron constante la ponderación por riesgo aplicada a los valores emitidos o garantizados por el Tesoro de Estados Unidos, sus agencias o entidades patrocinadas a los efectos de determinar los coeficientes de capital regulador. Los gestores de activos apenas realizaron ventas forzosas, ya que los mandatos de estar invertidos únicamente en títulos con calificación AAA son infrecuentes. Por último, pocas instituciones se vieron obligadas a buscar activos de garantía alternativos para cubrir sus posiciones en otros títulos o derivados.

Efectos de las negociaciones sobre el techo de la deuda pública estadounidense en los mercados monetarios

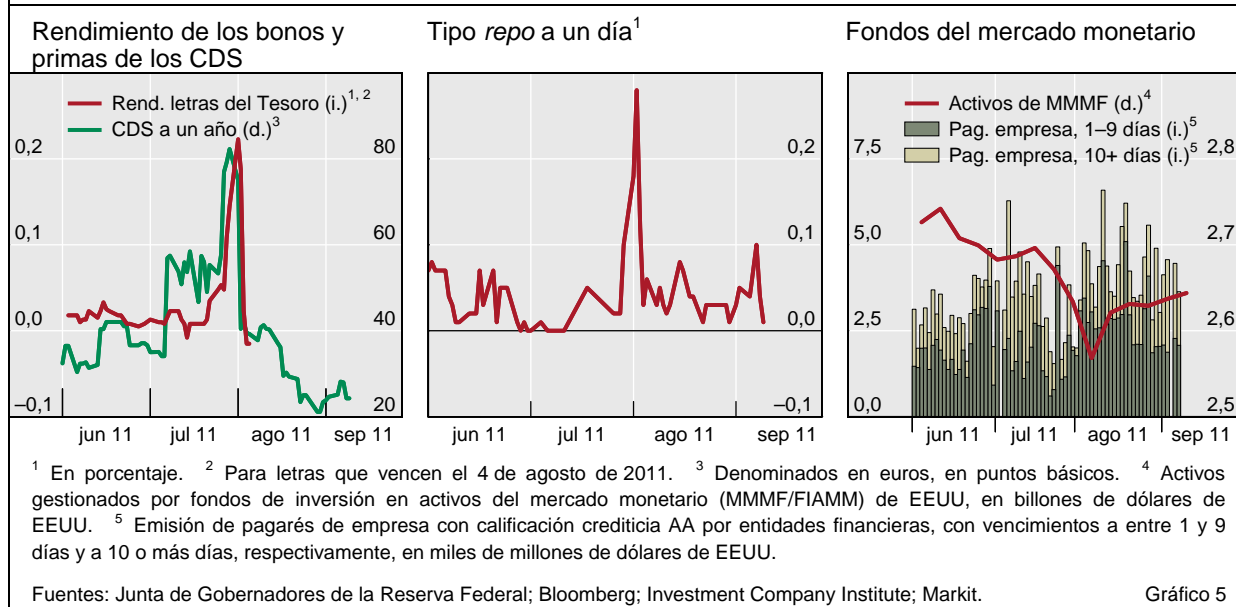


Gráfico 5

Se recrudece la crisis de deuda soberana de la zona del euro

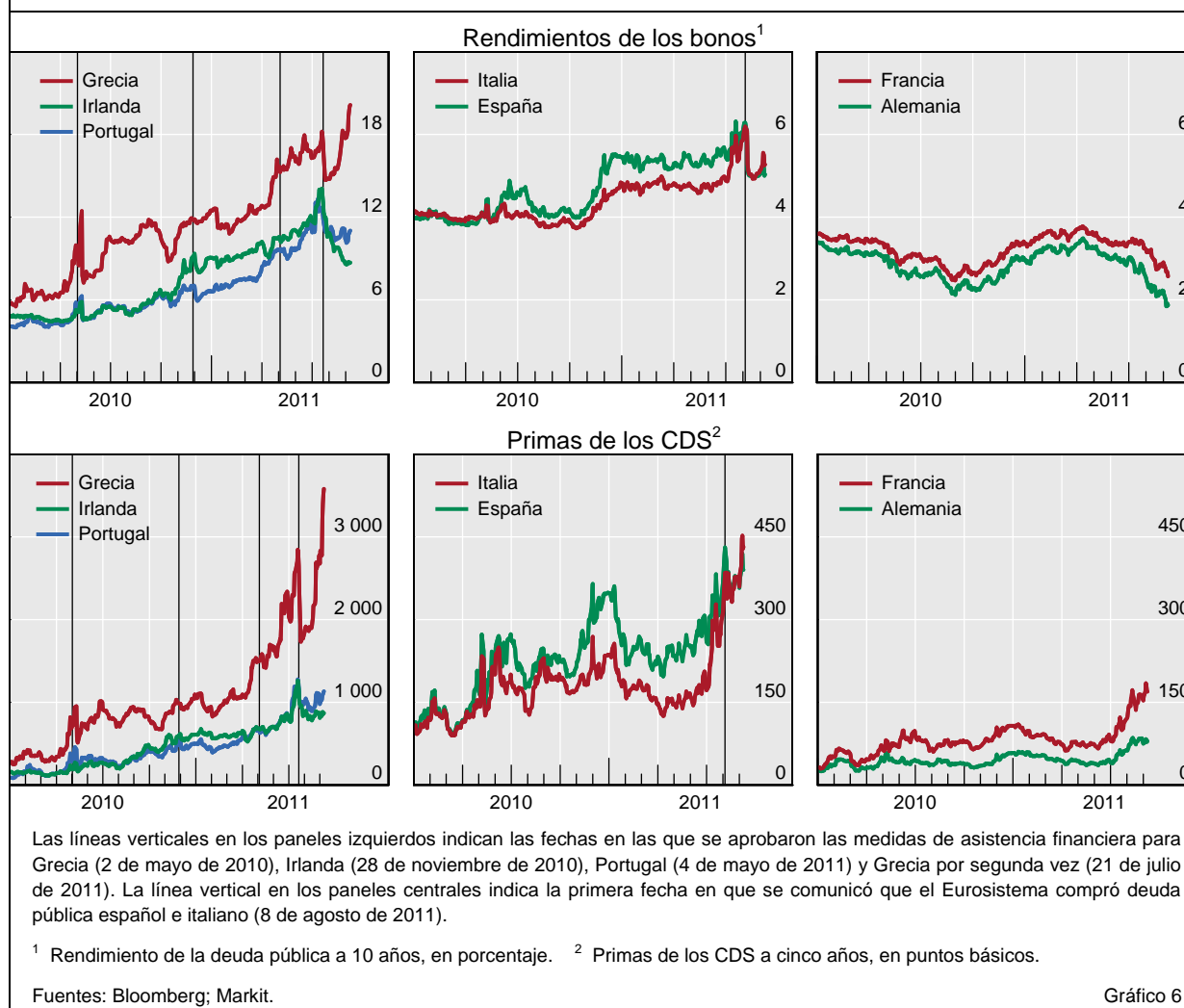
El temor a una desaceleración del crecimiento mundial agravó la crisis de deuda soberana de la zona del euro. Se confiaba en que una recuperación mundial generalizada conllevaría una importante reducción de las cargas de la deuda pública. Pero, tras publicarse decepcionantes cifras macroeconómicas en todo el mundo, la incógnita a despejar pasó a ser de dónde provendría el crecimiento en un momento en el que las autoridades económicas estaban quedándose sin munición. Con desaceleración en Estados Unidos, crecimiento titubeante en Alemania y Francia y un menor dinamismo en los mercados emergentes, los participantes en los mercados siguieron la evolución de la zona del euro con creciente ansiedad en un clima de incertidumbre política.

Los precios de mercado reflejaron temores de que la crisis de deuda soberana se desplazase progresivamente desde la periferia hacia el centro de la zona del euro. Las nuevas estimaciones sobre la capacidad de reembolso de Grecia, Irlanda y Portugal, así como las crecientes dudas sobre su capacidad para retornar a los mercados de deuda en los plazos señalados en los programas de ayuda oficiales, continuaron marcando el rumbo de los precios de la deuda soberana (Gráfico 6, paneles izquierdos). Los diferenciales de los CDS referenciados a la deuda de esos tres países se ampliaron de abril a junio, repuntando nuevamente en julio, hasta que la cumbre de la zona del euro del 21 de julio los redujo desde los niveles récord alcanzados.

Las medidas de apoyo anunciadas en la cumbre coincidieron con las expectativas más optimistas del mercado, incluyendo un segundo paquete de rescate para Grecia por importe de 109 000 millones de euros aportados por la Facilidad de Estabilidad Financiera Europea (EFSF) y el FMI. El alivio causado por las medidas redujo los rendimientos de la deuda a dos años de Grecia y de

El recrudecimiento de las tensiones en la periferia de la zona del euro...

Deuda soberana y CDS de los países de la zona del euro



los otros países incluidos en el programa en cientos de puntos básicos, y en menor medida en los plazos más largos. Las menores tasas de interés y los mayores plazos de vencimiento de los futuros préstamos de la EFSF, así como un intercambio de deuda en el que participarían inversores privados, redujeron la carga futura del servicio de la deuda, si bien el grado de implicación del sector privado dependería de cuál fuera la opción finalmente elegida de entre las planteadas. Aun cuando el carácter voluntario de ese canje de deuda no activaría, según la Asociación Internacional de *Swaps* y Derivados (ISDA), un evento crediticio, las agencias de calificación interpretaron dicho canje como un incumplimiento selectivo y continuaron rebajando la calificación de la deuda soberana griega.

... se extiende a Italia y España...

Durante julio y agosto el contagio se extendió a los grandes países del sur de Europa ante la preocupación por el crecimiento económico y la limitada dotación de la EFSF. La percepción de que los planes de reforma de la EFSF podrían resultar insuficientes si más países perdieran acceso a los mercados de financiación provocó la ampliación de los diferenciales de rendimiento de los bonos españoles e italianos. El aumento de los rendimientos de la deuda pública y del coste de cubrirse frente a impagos de esta (Gráfico 6, paneles

centrales) comenzó a socavar la creencia previa de que Italia y España eran ajenas a las tensiones en la periferia de la zona del euro. Esta dinámica que se realimenta a sí misma se acentuó en julio, cuando las ventas de bonistas que anticipaban eventuales pérdidas en sus carteras elevaron la volatilidad y el riesgo percibido, lo que a su vez indujo nuevas ventas. Como resultado, el 4 de agosto el rendimiento de la deuda pública española e italiana repuntó hasta el 6,2%.

En este contexto de creciente contagio, el Eurosistema reactivó el 8 de agosto su programa de compra de valores en el mercado (Securities Market Programme). Especial importancia revistió la interpretación que hicieron los participantes en los mercados de que la intervención del 8 de agosto implicaba la compra por vez primera de deuda pública española e italiana. La escala de las compras, de 22 000 millones de euros en la semana finalizada el 12 de agosto, representó la mayor intervención hasta la fecha, aun siendo modesta comparada con los volúmenes en circulación de la deuda soberana italiana, española y de otros países periféricos. Con todo, la intervención se interpretó como una señal relevante de que el Eurosistema, considerado por muchos el comprador más creíble en tal coyuntura, ofrecería financiación puente hasta que en otoño se autorizase a la EFSF a comprar deuda en el mercado secundario. En días posteriores, el rendimiento de los bonos italiano y español a 10 años cayó más de 100 puntos básicos, estabilizándose por debajo del 5%. Los costes de financiación efectivos alcanzaron el 5,22% cuando Italia emitió bonos a 10 años el 30 de agosto, tras desistir de sus planes iniciales de consolidación fiscal. Dos días después, España logró emitir bonos a cinco años con un rendimiento del 4,49%, 38 puntos básicos menos que en la subasta previa, después de que los principales partidos políticos hubiesen pactado la semana anterior una propuesta para incorporar un límite de déficit en la Constitución.

Ante el deterioro del panorama macroeconómico, los temores de contagio afectaron también a los mercados de deuda soberana de países centrales de la zona del euro. A partir de julio, el coste de cubrirse frente a un impago de la deuda pública alemana y francesa aumentó sensiblemente (Gráfico 6, paneles derechos). El diferencial entre los bonos francés y alemán a 10 años pasó de 35 a 89 puntos básicos entre finales de mayo y el 8 de agosto, para retroceder luego hasta unos 65 puntos básicos. Estos movimientos pusieron a prueba la calificación crediticia AAA de Francia tras la degradación aplicada a la deuda estadounidense, dada la inquietud de los inversores por el déficit estructural y la baja tasa de crecimiento de la economía gala, así como por sus posibles compromisos contingentes frente a la EFSF en caso de impago de un país importante. Por su parte, los mercados alemanes también experimentaron mayor volatilidad. Ante un incidente acaecido el 25 de agosto, el mercado bursátil alemán se desplomó un 4% en 15 minutos entre rumores sobre la calificación AAA de la deuda alemana y de una posible ampliación a los mercados alemanes de la prohibición de ventas en descubierto.

... y afecta a los
mercados centrales

Con unas decepcionantes revisiones de las cifras de crecimiento de las economías principales, la declaración conjunta de los líderes alemán y francés el 16 de agosto en apoyo del euro fueron acogidas con escepticismo. En días

posteriores, los diferenciales de los CDS retornaron pronto a sus niveles previos, mientras los índices bursátiles DAX y CAC caían un 7% reflejando la preocupación por el crecimiento. Los participantes en los mercados consideraron que las medidas propuestas —que incluían una mayor coordinación de las políticas económicas, una tasa sobre las transacciones financieras y la incorporación de normas constitucionales de déficit— carecían de suficiente detalle y entidad para hacer frente a los problemas de deuda subyacentes. Los inversores también sintieron decepción al descartarse en la declaración conjunta ampliar los compromisos de garantía de la EFSF por encima de 440 000 millones de euros y crear eurobonos garantizados colectivamente. Tras un continuo deterioro que duró hasta el 6 de septiembre, los mercados rebotaron con indecisión el 7–8 de septiembre. Los rendimientos de la deuda y los diferenciales de los CDS disminuyeron, al tiempo que los principales índices bursátiles europeos recuperaban un 4%, conforme Francia, Italia y España renovaban su determinación de aplicar medidas de austeridad y el tribunal constitucional alemán rechazaba las objeciones al paquete de rescate griego y a la creación de la EFSF.

Deterioro de las condiciones de financiación bancaria

El deterioro de la solvencia de los países soberanos continuó perjudicando los costes de financiación y el acceso al mercado de las entidades bancarias. Los problemas de deuda soberana pueden afectar a los bancos por diversas vías, que van desde las pérdidas directas en sus carteras de deuda soberana y la depreciación de los activos de garantía que respaldan la financiación captada de mercados mayoristas y del banco central, hasta los menores beneficios que los bancos derivan de las garantías públicas obtenidas, pasando por menores calificaciones crediticias de las entidades bancarias². Los participantes en los mercados continuaron inquietos por los riesgos soberanos después de que la Autoridad Bancaria Europea (EBA) publicase los resultados de su segunda ronda de pruebas de tensión bancaria. Las reacciones del mercado apenas fueron perceptibles el 18 de julio, pese a las mejoras en términos de calidad, severidad y comprobación cruzada respecto al ejercicio del año anterior. La EBA identificó deficiencias de capital en ocho de los 90 grandes bancos examinados y recomendó recapitalizar otros 16 bancos que habían superado la prueba por 1 punto porcentual sobre el umbral del 5% de capital básico de Nivel 1³. El impacto de la publicación de las pruebas sobre el conjunto del mercado fue limitado, pero mostró una diferenciación algo mayor entre bancos. Los diferenciales de los CDS subieron en el caso de los bancos griegos y españoles, cayendo para los bancos irlandeses y portugueses. Los analistas se centraron en la información sobre riesgo soberano que acompañaba a los resultados oficiales para diseñar sus propios escenarios de impago de la

² Véase el artículo monográfico de Michael Davies y Timothy Ng en este *Informe Trimestral*.

³ La mayoría de las entidades bancarias que superaron por estrecho margen las pruebas de tensión del pasado año han procurado recapitalizarse desde entonces.

deuda soberana. En la mayoría de los casos, estos escenarios implicaban que los descuentos implícitos en los precios de mercado de la deuda europea periférica reducirían los coeficientes de capital pero hasta niveles manejables.

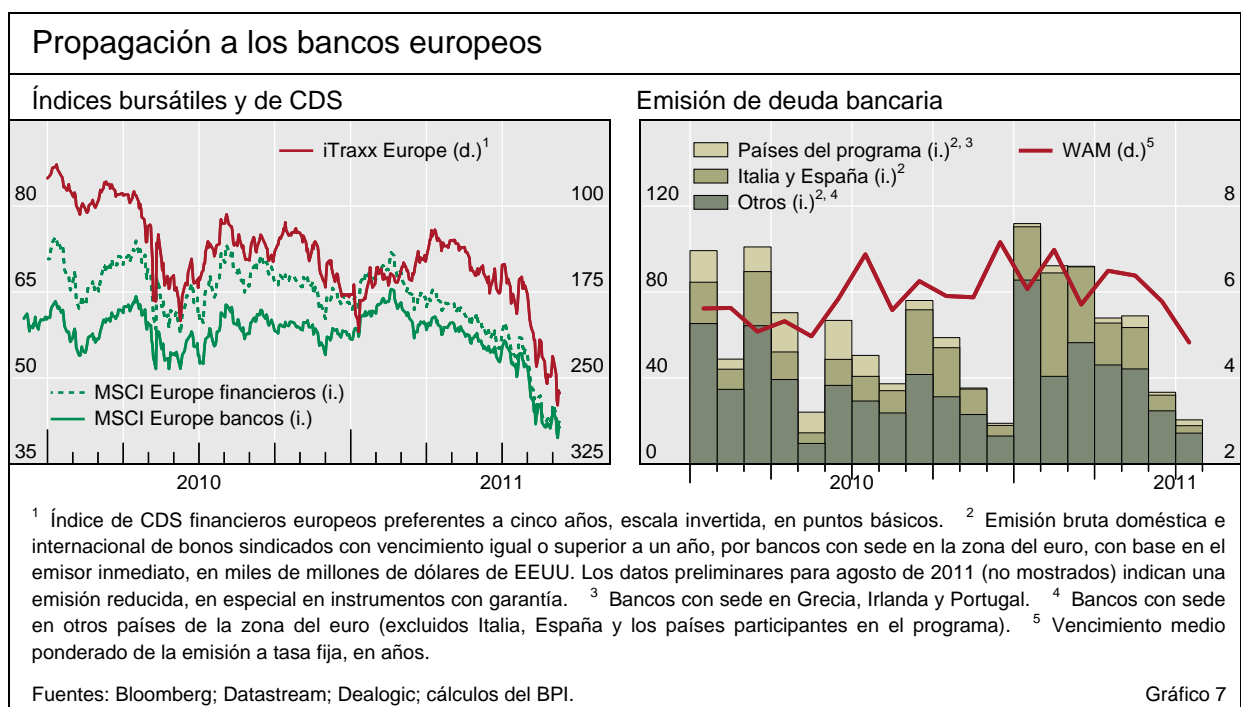
No obstante, el temor a que las graves tensiones en los mercados de deuda se propagasen a Italia y España condujo a ventas generalizadas de acciones y bonos bancarios. La presión vendedora se transmitió de los bancos españoles e italianos a los belgas y franceses, ampliándose más tarde a los bancos de todo el continente, incluso a los radicados en los países nórdicos. Las cotizaciones del sector bancario se hundieron conforme los gestores de activos aparentemente reducían en sus carteras de inversión el porcentaje de acciones bancarias como clase de activo. El resultado fue que las acciones bancarias evolucionaron mucho peor que unos índices generales del mercado ya en retroceso y que aumentaron los diferenciales de los CDS del conjunto del sector bancario (Gráfico 7, panel izquierdo).

Los inversores cancelan posiciones bancarias...

A comienzos de septiembre, las acciones bancarias cotizaban en mínimos a ambos lados del Atlántico. En Estados Unidos, nuevas demandas judiciales relacionadas con las hipotecas *subprime* acentuaron las presiones sobre el sector bancario, lastrado ya por las revisiones a la baja de las cifras de crecimiento. Las perspectivas del mercado sobre el conjunto del sector continuaron ensombrecidas por los temores sobre el crecimiento y el riesgo soberano, así como por las reducidas tasas de interés y los cambios en la regulación, una combinación que acentuó la incertidumbre de los inversores por el futuro rumbo del sector y su capacidad de generar beneficios.

Estos acontecimientos coincidieron con tensiones en los mercados de financiación bancaria. El acceso al segmento de financiación a plazo mediante deuda preferente no garantizada había resultado difícil desde hacía un tiempo, pero las emisiones volvieron a caer en julio y agosto. La emisión de deuda de los bancos de la zona del euro cayó drásticamente, hasta 20 000 millones de

... agravando las dificultades de financiación de los bancos



dólares en julio, junto con una reducción de los plazos de vencimiento (Gráfico 7, panel derecho). Numerosos bancos europeos han tenido dificultades para captar financiación a largo plazo en los últimos meses, mientras crecía la preocupación de los participantes en los mercados por los precios prohibitivos de esa financiación. Los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) estadounidenses, una fuente de financiación hasta ahora importante, redujeron sus posiciones bancarias, en especial frente a la banca europea. Según Fitch Ratings, los 10 mayores FIAMM redujeron sus carteras de activos bancarios europeos en un 20% (aproximadamente 79 000 millones de dólares) entre finales de mayo y finales de julio, y en un 97% frente a bancos italianos y españoles, para protegerse del riesgo de que los bancos registren pérdidas en sus carteras de deuda pública emitida por sus propios soberanos. Por motivos parecidos, algunos de los principales bancos franceses se vieron sometidos a intensas presiones y a estrecha vigilancia debido a sus perfiles de financiación a corto plazo.

A falta de financiación en el mercado, los bancos con sede en países asociados a problemas de deuda soberana continuaron dependiendo de la liquidez del Eurosistema para financiar una parte sustancial de su balance. En el caso de los bancos griegos, la financiación del banco central ascendía a 96 000 millones de euros (finales de julio), más la liquidez de emergencia, mientras los bancos irlandeses y portugueses sumaban 98 000 millones y 46 000 millones de euros (agosto), respectivamente⁴. Solo en julio, los bancos italianos duplicaron su endeudamiento con el Eurosistema hasta los 80 000 millones de euros (85 000 millones en agosto). No obstante, los análisis sobre el sector indican que la mayoría de los grandes bancos europeos ya había cubierto en torno al 90% de sus objetivos de financiación a plazo para 2011 e incluso habían captado financiación anticipada para 2012⁵.

El aumento de los diferenciales de la financiación refleja varios factores

Los diferenciales de financiación bancaria aumentaron sensiblemente en agosto, aunque quedaron muy por debajo de los niveles alcanzados tras la quiebra de Lehman Brothers. Ciertas señales sugirieron que los bancos se habían vuelto más reticentes a prestarse mutuamente, prefiriendo colocar sus fondos en el banco central. El uso de la facilidad de depósito a un día del BCE alcanzó el 8 de agosto un máximo de 12 meses de 145 000 millones de euros, que el 8 de septiembre ascendían ya a casi 173 000 millones de euros. Desde principios de agosto, los diferenciales Libor-OIS crecieron de forma acusada; el diferencial del euro a tres meses se amplió a 72 puntos básicos, mucho más que el diferencial del dólar (Gráfico 8, panel izquierdo).

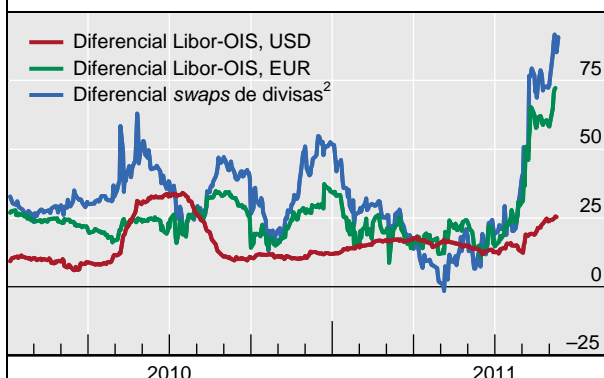
Simultáneamente reaparecieron indicios de tensión en el mercado de financiación en dólares estadounidenses. Los diferenciales de los *swaps* de divisas, que representan la prima pagada por permutar financieramente euros por dólares, se dispararon a 92 puntos básicos en un momento en el que los

⁴ Véase asimismo el Gráfico 2 del artículo monográfico sobre riesgo soberano, en el presente *Informe Trimestral*.

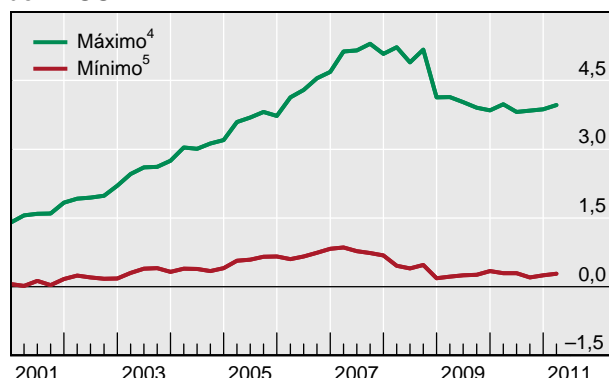
⁵ Morgan Stanley Research, «European Banks: the stress in bank funding and policy options», 15 agosto 2011.

Diferenciales y necesidades de financiación en dólares de bancos europeos

Diferenciales interbancarios y de swaps¹



Estimaciones de la brecha de financiación en dólares de EEUU³



¹ En puntos básicos. Diferencial entre la tasa del dólar de EEUU implícita en los swaps de divisas a tres meses y la tasa Libor a tres meses para el dólar de EEUU; la tasa implícita en el swap de divisas representa el coste implícito de obtener dólares de EEUU mediante swaps de divisas utilizando euros. ³ Las estimaciones se construyen agregando las posiciones contables transfronterizas y locales a nivel mundial declaradas por bancos internacionales con sede en Alemania, los Países Bajos, Suiza y el Reino Unido, cuatro grandes sistemas bancarios europeos que tenían activos en balance en dólares superiores a sus pasivos en esa moneda al comienzo de la crisis. Los indicadores de la brecha de financiación en dólares de EEUU se elaboraron en P. McGuire y G. von Peter, «The US dollar shortage in global banking and the international policy response», *BIS Working Papers*, nº. 291, 2009, y se refinaron en I. Fender y P. McGuire, «Los problemas de la banca europea para financiarse en dólares de EEUU», *Informe Trimestral del BPI*, junio de 2010. ⁴ Posición bruta en dólares de EEUU frente a entidades no bancarias más posiciones locales frente a residentes en EEUU (todos los sectores) contabilizadas por las oficinas de los bancos en Estados Unidos. Se supone que todas las posiciones son a largo plazo y se financian a corto plazo. ⁵ Posiciones brutas, conforme a la definición anterior, menos pasivos frente a entidades no bancarias. Se supone que son a largo plazo.

Fuentes: Bloomberg; estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en términos de prestatario inmediato); estadísticas bancarias territoriales del BPI por nacionalidad; cálculos del BPI. Gráfico 8

FIAMM estadounidenses estaban recortando posiciones en deuda bancaria europea. En cambio, el Libor en dólares solo había subido moderadamente a partir de julio. Dicho esto, el Libor se calcula sobre precios cotizados y no sobre transacciones efectivas, por lo que no existe información sobre el volumen de préstamos formalizados a esa tasa. Las estimaciones de los déficits de financiación en dólares de los bancos europeos sugieren que las necesidades de fondos siguieron siendo notables, aunque se hayan reducido sustancialmente desde sus niveles máximos de 2007–08 (Gráfico 8, panel derecho). Las renovadas necesidades de financiación en dólares indujeron las primeras captaciones de fondos en esa divisa en seis meses con ocasión de las subastas de dólares celebradas por el SNB y el BCE, el 11 y 17 de agosto respectivamente. Sin embargo, los diferenciales actuales de los swaps y el reducido uso de las líneas swap de divisas entre bancos centrales a escala internacional quedaron muy por debajo de los niveles extremos observados en el otoño de 2008.

Demanda de activos refugio

El temor a una recesión en varias economías maduras y las graves tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro alentaron la demanda de activos tradicionalmente utilizados como refugio. Como consecuencia, los rendimientos de algunos de los bonos soberanos más líquidos y con mejor calificación crediticia se redujeron de forma acusada en el periodo analizado

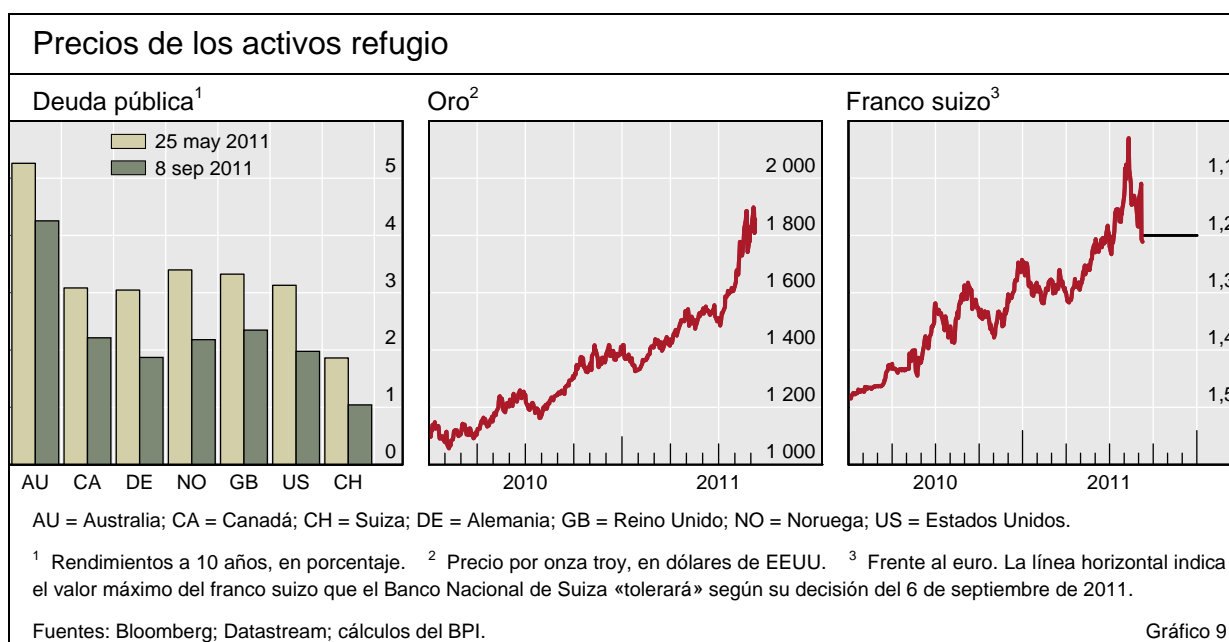
El precio de los activos refugio aumentó al rehuir los inversores el riesgo...

(Gráfico 9, panel izquierdo). Los rendimientos de los bonos estadounidense, alemán y suizo a 10 años descendieron por debajo del 2%, al tiempo que las tasas de interés reales de los bonos a largo plazo indexados a la inflación estadounidenses y británicos se adentraban en territorio negativo. Los rendimientos nominales de algunas Letras del Tesoro estadounidense a corto plazo cayeron incluso por debajo de cero a principios de agosto, aunque este hecho coincidió con el anuncio realizado por Bank of New York Mellon de que comenzaría a cobrar comisiones por depósitos de elevada cuantía. Asimismo, el oro marcó nuevos máximos históricos (Gráfico 9, panel central) y el franco suizo se apreció intensamente al inclinarse los inversores por activos suizos (Gráfico 9, panel derecho), incluida la deuda pública helvética, que durante gran parte de agosto presentó rendimientos negativos en los plazos de vencimiento de hasta dos años.

... provocando la apreciación de algunas monedas y la intervención de las autoridades

El Banco Nacional de Suiza (SNB) reaccionó con contundencia para atajar la apreciación de su moneda. El instituto emisor helvético comunicó el 3 de agosto que recortaría su tasa de interés objetivo, situándola «tan próxima a cero como fuera posible». También elevó el volumen de fondos que presta en el mercado interbancario de 30 000 millones a 200 000 millones de francos suizos, lo que redujo las tasas de interés del interbancario en todos los plazos. Estas medidas contribuyeron a una depreciación del franco suizo frente al euro superior al 10%. Ahora bien, la divisa suiza comenzó de nuevo a revalorizarse a principios de septiembre, obligando al SNB a manifestar el 6 de septiembre que, «con efectos inmediatos, no se tolerará más un tipo de cambio EUR/CHF inferior al cambio mínimo de 1,20 francos suizos por euro. El SNB mantendrá este tipo mínimo con la mayor determinación, estando preparado para comprar moneda extranjera en cantidades ilimitadas».

Otros países también adoptaron medidas para contrarrestar las presiones alcistas sobre el valor de su moneda. En Japón, por ejemplo, las autoridades vendieron yenes en los mercados de divisas desde comienzos de agosto. Tras una efímera depreciación cercana al 2%, el yen se estabilizó frente al dólar



durante el resto de agosto y septiembre. Por su parte, el Gobierno de Brasil introdujo el 27 de julio una tasa del 1% sobre las operaciones con derivados sobre divisas realizadas en el país que creasen posiciones cortas en dólares estadounidenses superiores a 10 millones de dólares. Desde entonces, el real brasileño se ha depreciado en torno al 5% frente al dólar.