

## La crisis de deuda soberana de la zona del euro marca el rumbo de los mercados financieros internacionales<sup>1</sup>

Las noticias sobre la crisis de deuda soberana de la zona del euro marcaron el rumbo de buena parte de los acontecimientos en los mercados financieros internacionales entre comienzos de septiembre y el inicio de diciembre. Ante las rebajas de las calificaciones crediticias y la incertidumbre política, los participantes en los mercados exigieron mayores rendimientos a la deuda pública italiana y española. Simultáneamente, las dificultades para cumplir los objetivos fiscales en un entorno recesivo lastraron los precios de los bonos soberanos griegos y portugueses.

La situación se estabilizó en cierta medida en octubre ante el creciente optimismo sobre las medidas integrales para atajar la crisis que habrían de proponerse en la cumbre de la UE a finales de ese mes. En noviembre, sin embargo, aumentó el escepticismo de los inversores sobre la suficiencia de algunas de esas medidas, elevándose a raíz de ello los rendimientos de la deuda soberana de toda la zona del euro, incluida la de emisores con las mejores calificaciones crediticias.

Al mismo tiempo, las instituciones financieras con exposición directa a la deuda soberana de la zona del euro vieron deteriorarse sus costes y el acceso a la financiación. Los bancos afectados adoptaron medidas para reducir aún más el apalancamiento, vendiendo activos y endureciendo las condiciones para conceder crédito. Las instituciones financieras también vendieron ciertos tipos de activos para contrarrestar el aumento de la volatilidad de sus carteras, como, por ejemplo, títulos de mercados emergentes, cuyos precios se desplomaron en septiembre y retrocedieron de nuevo en noviembre, mientras se revalorizaban los activos más seguros ante el simultáneo repliegue hacia activos de calidad.

---

<sup>1</sup> El análisis abarca hasta el 1 de diciembre de 2011. Las cuestiones sobre el contenido de este artículo pueden dirigirse a [nick.vause@bis.org](mailto:nick.vause@bis.org) o [goetz.von.peter@bis.org](mailto:goetz.von.peter@bis.org); aquellas referidas a datos y gráficos, a [magdalena.erdem@bis.org](mailto:magdalena.erdem@bis.org) y [garry.tang@bis.org](mailto:garry.tang@bis.org).

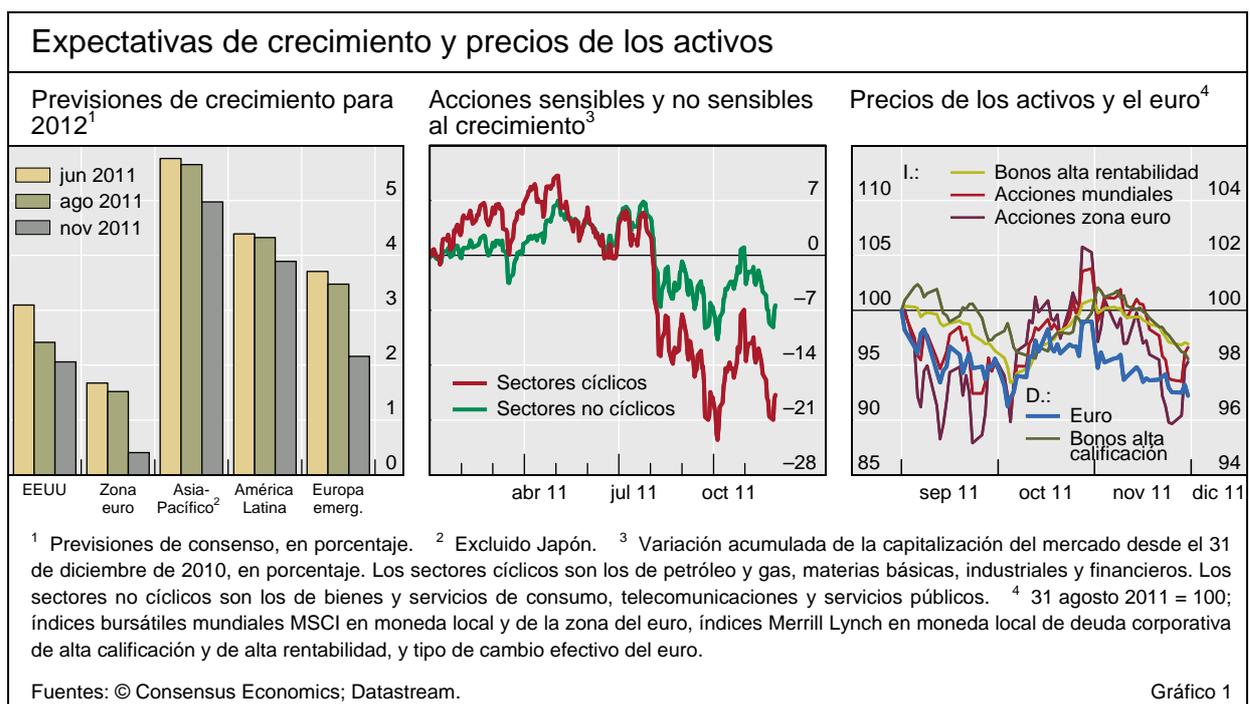
## Las expectativas de crecimiento mundial siguieron deteriorándose

Junto a la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro, las menguantes expectativas de crecimiento económico mundial lastraron en septiembre los precios de los activos sensibles al crecimiento. Estas revisiones de las expectativas respondieron al empeoramiento de las perspectivas económicas de la zona del euro y, en menor grado, de los mercados emergentes (Gráfico 1, panel izquierdo) y dieron continuidad al proceso de rebaja de las expectativas de crecimiento previamente observado en agosto, a raíz del deterioro de las perspectivas en Estados Unidos. Ya en octubre, numerosos expertos en previsión económica auguraban una contracción de la economía de la zona del euro en el último trimestre de este año y los primeros meses del próximo, aunque todavía podría registrar un modesto crecimiento en el conjunto del año 2012. Entre los mercados emergentes, los recortes más acusados en las previsiones de crecimiento afectaron a las economías europeas emergentes, anticipando una rápida desaceleración del crecimiento del crédito. Los analistas rebajaron también sus previsiones para los mercados emergentes de la región de Asia-Pacífico, reflejando algunas desaceleraciones pronunciadas en las exportaciones, sobre todo en China, y las devastadoras inundaciones en Tailandia. Como resultado de lo anterior, en septiembre retrocedieron los precios de los activos sensibles al crecimiento, incluidos los de los metales industriales y la energía, así como la cotización de las acciones, en especial en sectores cíclicos (Gráfico 1, panel central).

Los precios de los activos sensibles al crecimiento caen en septiembre...

Las autoridades monetarias respondieron a este nuevo deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial con estímulos adicionales, que a partir de finales de septiembre imprimieron cierto impulso a los precios de los activos sensibles al crecimiento. El 21 de septiembre, la Reserva Federal anunció planes para adquirir un paquete adicional, por importe de 400 000 millones de dólares, de títulos del Tesoro estadounidense con vencimientos residuales

... aunque reciben luego cierto impulso de los estímulos monetarios



superiores a seis años y para vender una cifra igual de valores del Tesoro con vencimientos residuales inferiores a tres años (véase también el artículo monográfico «El impacto de los recientes programas de compra de activos por los bancos centrales» de este *Informe Trimestral*). El diferencial entre los rendimientos de los títulos del Tesoro estadounidense a 10 y dos años se contrajo 10 puntos básicos el mismo día del anuncio, debido principalmente al descenso del rendimiento de los títulos a largo plazo. El 6 de octubre, el Banco de Inglaterra amplió en 75 000 millones de libras esterlinas su Programa de Compra de Activos, básicamente invertido en deuda pública británica, con cierta antelación y en mayor cuantía de lo que muchos esperaban. El tipo de cambio efectivo, ponderado por el comercio exterior, de la libra esterlina se depreció un 0,7% el día del anuncio, mientras que los rendimientos de la deuda pública británica permanecieron prácticamente constantes. El 27 de octubre, el Banco de Japón amplió también sus planes de compra de activos con la adquisición de deuda pública japonesa por importe de 5 billones de yenes. El 1 de noviembre, el Banco de la Reserva de Australia anunció una rebaja de 25 puntos básicos en su principal tasa de interés oficial, una medida que secundaría dos días después el BCE. La cotización de los contratos de futuros descontaba un recorte adicional por el BCE de al menos 25 puntos básicos antes de final de año. Los bancos centrales brasileño, indonesio e israelí también recortaron sus tasas de interés oficiales.

Avanzado el mes de noviembre, el comité del Congreso de Estados Unidos que negociaba recortes presupuestarios para los diez próximos años fue incapaz de alcanzar un acuerdo, acentuando la preocupación por el crecimiento en el futuro inmediato. La falta de acuerdo implica que, como medida de salvaguardia, se aplicarán recortes del gasto por importe de 1,2 billones de dólares a partir de 2013. Asimismo, genera incertidumbre sobre la orientación fiscal del ejercicio 2012 al no haberse decidido si las rebajas transitorias del impuesto sobre las rentas del trabajo y el aumento de las prestaciones por desempleo se prorrogarán más allá de finales del presente año. Con arreglo a los planes actuales, el Gobierno estadounidense eliminaría estímulos fiscales por un importe superior al 2% del PIB tanto en 2012 como en 2013. El índice bursátil S&P 500 retrocedió casi un 2% el 21 de noviembre, fecha en la que expiraba el plazo del comité negociador para alcanzar un acuerdo.

## La crisis de deuda soberana de la zona del euro entra en una fase decisiva

Desde septiembre, el creciente desasosiego sobre la sostenibilidad de la deuda de la zona del euro eclipsó la inquietud de los participantes en los mercados, con las menguantes perspectivas de crecimiento como principal catalizador de los precios de los activos. De hecho, las cotizaciones siguieron muy de cerca la evolución del valor del euro, reflejando el protagonismo de los acontecimientos en la zona del euro a lo largo de todo este periodo (Gráfico 1, panel derecho).

Los mercados atravesaron por tres fases distintas en otros tantos meses. En septiembre, los mercados europeos de renta variable fueron a la zaga de otros mercados bursátiles desarrollados al temerse otra recesión y un posible impago desordenado. En octubre, los mercados de acciones se recuperaron al anticipar con creciente optimismo que los políticos finalmente cooperarían para sacar adelante un plan integral contra la crisis. El alivio producido tras la cumbre de la zona del euro del 26 de octubre alentó al día siguiente subidas en todos los mercados. La tercera fase, iniciada el 1 de noviembre, se asemejó a una montaña rusa ante el incesante flujo de noticias políticas sobre una propuesta de referéndum en Grecia y las crisis de liderazgo en ese país y en Italia, sin que los mercados lograran recuperarse pese al acceso al poder de gobiernos reformistas en ambos países. De hecho, los mercados de deuda asistieron a episodios de intensa presión vendedora cuyo alcance no dejó de ampliarse. Como resultado, los indicadores de volatilidad en los mercados de renta fija y renta variable permanecieron en niveles elevados. Hacia finales de noviembre ambos mercados comenzaron a recuperar parte de sus pérdidas previas.

Durante estos meses, una racha de datos económicos desfavorables e incertidumbre política puso bajo presión la deuda de emisores soberanos de la zona del euro fuertemente endeudados. Los rendimientos de los bonos griegos y portugueses continuaron aumentando, como reflejo de las dificultades para cumplir los objetivos fiscales con economías inmersas en plena recesión. En cambio, el crecimiento de las exportaciones en Irlanda redujo los rendimientos y las primas de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) a los niveles previos a su recurso a la financiación multilateral en noviembre de 2010 (Gráfico 2, panel izquierdo). En un contexto de rebajas de las calificaciones crediticias y de incertidumbre política, los participantes en los mercados exigieron mayores rendimientos a las deudas española e italiana. Incluso emisores soberanos con elevada calificación, en particular Francia, asistieron a un alza de sus rendimientos. En el caso de Italia, el creciente recelo por su solvencia acabó impulsando las primas de sus CDS a dos años por encima de las primas a 10 años al apostar los operadores por un evento de crédito más inmediato<sup>2</sup>.

La acumulación de tensiones en los mercados de deuda y los problemas de financiación bancaria asociados obligaron a las autoridades económicas a buscar medidas integrales que restaurasen la confianza. El 26 de octubre de 2011, los Jefes de Estado de la zona del euro acordaron una triple estrategia que combinaba el alivio de la deuda de Grecia, el apalancamiento de la Facilidad de Estabilidad Financiera Europea (EFSF) y la recapitalización de los bancos (Cuadro 1)<sup>3</sup>. El anuncio del resultado de la cumbre alentó considerables subidas de las cotizaciones en los mercados financieros internacionales en la creencia de que se habían eliminado riesgos que podrían haber deteriorado la situación. Mientras los mercados de acciones y de crédito experimentaban un

Crecientes presiones en los mercados...

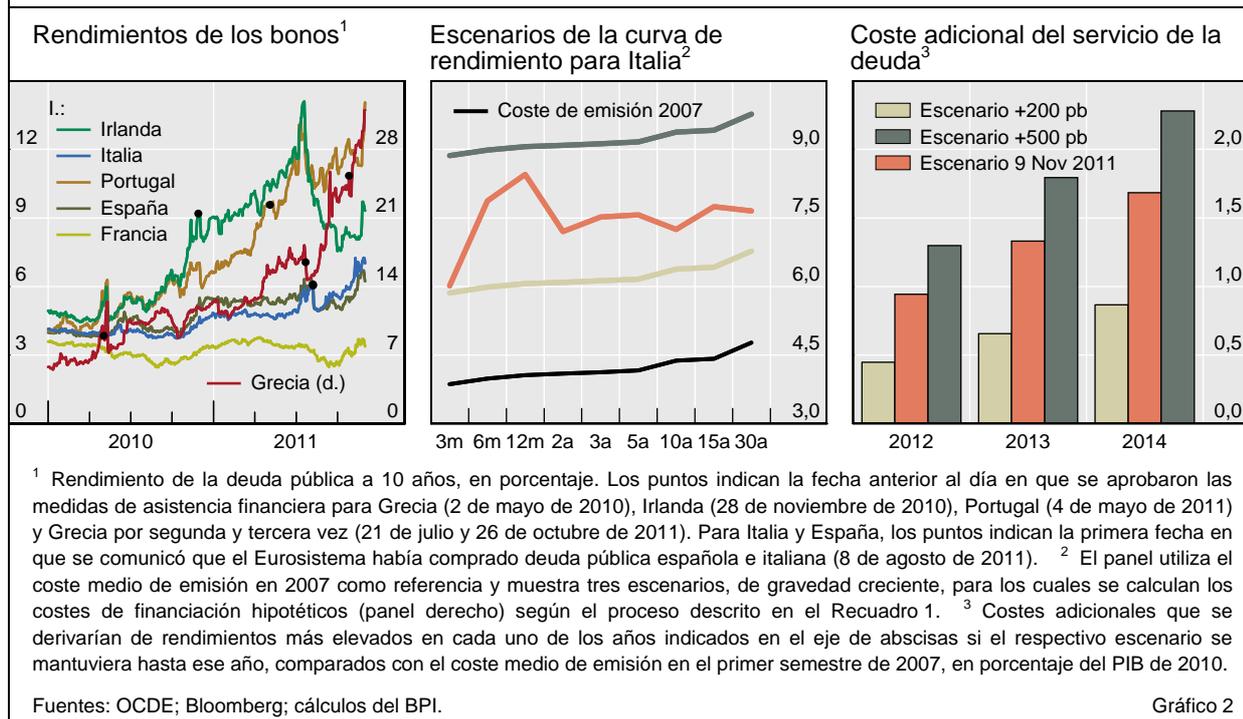
... obligan a tomar decisiones en materia de políticas

---

<sup>2</sup> Los eventos de crédito, en el caso de la deuda soberana, comprenden el impago, el repudio o la moratoria, y la reestructuración (es decir, la reducción de los pagos de intereses o del principal, su aplazamiento, subordinación o redenominación en otra moneda).

<sup>3</sup> Una cumbre europea de seguimiento se celebró el 8–9 de diciembre, tras la publicación de este artículo.

## Rendimientos de la deuda soberana y costes de financiación



auge, la respuesta del mercado de deuda fue más tibia, conforme los analistas reconocían que los fondos para apalancar la EFSF tendrían que provenir de este mismo mercado. En un primer momento aumentaron las cotizaciones bursátiles de los bancos internacionales y los precios de la deuda griega, dado que la pérdida prevista del 50% era inferior a la que venían indicando los precios de los bonos y las propuestas que habían circulado. Las primas de los CDS se redujeron inicialmente al entenderse que los contratos de CDS no se activarían en un contexto de reestructuración voluntaria de la deuda.

## Medidas acordadas en la cumbre de la zona del euro del 26 de octubre

Objetivo	Medidas
Reducir la carga de la deuda griega	Un canje voluntario de deuda con un descuento nominal del 50% del valor nominal de la deuda griega en manos de inversores privados, con el objetivo de reducir la ratio de deuda sobre PIB al 120% en 2020. A esta intervención del sector privado, los Estados miembros de la zona del euro contribuyen con hasta 30 000 millones de euros, estando dispuestos a aportar una financiación adicional de hasta 100 000 millones de euros.
Asegurar la financiación de los emisores soberanos	Planes para que la EFSF adscriba una protección parcial del riesgo a las nuevas emisiones de deuda pública que cubra un 20%–30% de las pérdidas, así como para apalancar la capacidad del Fondo para comprar deuda por un importe superior a los 440 000 millones de euros a través de fondos de inversión conjunta que capten recursos de inversores públicos y privados.
Restaurar la confianza en el sector bancario	Planes para establecer un sistema público de garantía de la deuda bancaria y para exigir a 70 bancos de la UE que (i) doten un colchón provisional de capital frente a la valoración a precios de mercado de sus posiciones en deuda soberana y (ii) alcancen un coeficiente de capital básico de Nivel 1 del 9% en junio de 2012. Las estimaciones preliminares revelaron un déficit de capital agregado de 106 000 millones de euros.

Fuentes: Unión Europea; European Banking Authority.

Cuadro 1

Sin embargo, el auge se reveló efímero. Aun antes de que el sorpresivo anuncio de un referéndum en Grecia sumiese a los mercados en una reflexión sobre escenarios terminales el 1 de noviembre, los participantes en los mercados albergaban ya dudas sobre el modo en que se aplicarían esas medidas. Pese a cancelarse el referéndum tres días después, la incertidumbre política continuó desestabilizando los mercados. El 9 de noviembre, unas exageradas fluctuaciones intradiarias de los rendimientos de la deuda italiana cogieron por sorpresa a los participantes en los mercados. Tras la decisión de una cámara de compensación con sede en el Reino Unido de elevar los requerimientos de reposición de márgenes de garantía, los bonos italianos a 10 años perdieron un 5% de su valor mientras sus rendimientos se disparaban hasta 576 puntos básicos por encima de los del *bund* alemán.

Las renovadas tensiones en los mercados de deuda se centran en un primer momento en Italia...

Este episodio hizo temer que un periodo prolongado de turbulencias en el mercado de deuda pudiera acabar induciendo una crisis de financiación en el tercer mayor mercado de bonos del mundo<sup>4</sup>. Aun así, sencillas simulaciones (véase Recuadro 1) de los costes del servicio de la deuda del Tesoro

#### Recuadro 1: Simulación del coste del servicio de la deuda italiana

Este recuadro describe la estimación del coste del servicio de la deuda pública italiana para diferentes escenarios de la curva de rendimientos. La curva de rendimientos utilizada como referencia corresponde al coste medio de emisión en el primer semestre de 2007, antes del estallido de la crisis financiera internacional. Dos escenarios desplazan hacia arriba toda la curva de rendimientos de referencia en 200 y 500 puntos básicos, respectivamente, y un escenario adicional utiliza la curva de rendimientos italiana observada el 9 de noviembre de 2011 (Gráfico 2, panel central).

El paso siguiente consiste en construir una base de datos de todos los instrumentos de deuda en circulación en cada momento. A este fin, primero se calcula una senda temporal de los futuros pagos de intereses y amortizaciones de la deuda existente, y a esta se resta la previsión oficial de superávits primarios futuros para obtener las necesidades de emisión bruta. Para satisfacer estas necesidades, suponemos que el Tesoro italiano mantiene la política de emisiones adoptada en los años 2010–11, es decir, que, para cada plazo de vencimiento, renueva la misma proporción de la emisión total que en 2010–11. Esta presunción implica que el Tesoro no adapta dinámicamente su política de emisiones alterando los plazos de vencimiento en respuesta a los cambios de la curva de rendimientos. Por tanto, es probable que estas estimaciones sobrevaloren en cierta medida el coste del servicio de la deuda.

Seguidamente, las curvas de rendimiento de cada escenario se aplican a los correspondientes instrumentos de deuda en un horizonte de tres años. Si bien unos rendimientos más altos elevan el coste del servicio de la deuda de *las nuevas emisiones* de bonos a tasa de interés fija, en el caso de los títulos a tasa de interés variable esos mayores rendimientos afectan tanto a las emisiones ya realizadas como a las nuevas<sup>①</sup>. El coste total del servicio de la deuda para cada escenario, agregado para cada año, se expresa luego en relación al coste del escenario de referencia, dando como resultado el coste *adicional* del servicio de la deuda ilustrado en el Gráfico 2 (panel derecho). La simulación presupone el acceso continuado de Italia al mercado.

<sup>①</sup> En relación con los títulos indexados a la inflación, el supuesto realizado es que las expectativas de inflación se mantienen constantes en los niveles actuales, de forma que los rendimientos reales se mueven en paralelo a los rendimientos nominales en cada escenario.

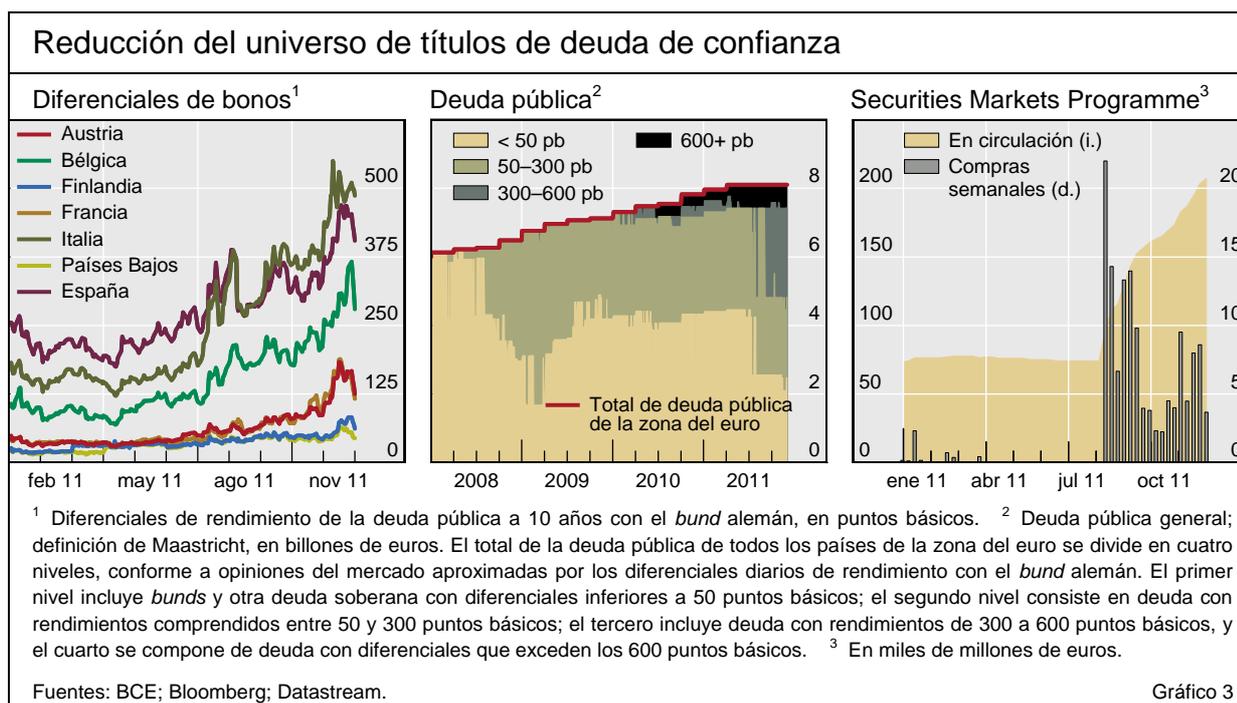
<sup>4</sup> Con una deuda en circulación de 1,9 billones de euros y títulos negociables por importe de 1,6 billones de euros, el mercado de deuda pública italiana es, por detrás de Japón y Estados Unidos, el tercero del mundo en volumen.

italiano en diferentes escenarios de la curva de rendimientos (Gráfico 2, panel central) indican que Italia podría soportar elevados rendimientos durante algún tiempo, siempre que mantuviera el acceso al mercado. Siendo el vencimiento residual medio de la deuda pública italiana relativamente alto (siete años), la traducción de esos altos rendimientos en una onerosa carga adicional del servicio de la deuda llevaría bastante tiempo. Si la curva de rendimientos observada el 9 de noviembre se mantuviera durante todo 2012, el coste anual adicional ascendería a un 0,95% del PIB de 2010 (Gráfico 2, panel derecho). Incluso el peor escenario contemplado tendría que persistir durante tres años para que el coste anual adicional superase el 2% del PIB.

... pero luego se propagan a los emisores soberanos que conforman el núcleo de la zona del euro

Las tensiones en los mercados de deuda se recrudecieron incluso tras la constitución de nuevos gobiernos en Grecia e Italia para acometer reformas. La ampliación de los diferenciales se aceleró de forma generalizada (Gráfico 3, panel izquierdo), en una escalada de rendimientos que elevó el coste de financiación de algunos emisores soberanos por encima de sus niveles previos a la creación del euro. El 17 de noviembre, España emitió deuda a 10 años con un rendimiento levemente inferior al 7%; Italia hizo lo propio 12 días después, pagando el 7,56%. El Eurosistema continuó comprando cantidades limitadas de deuda pública, ascendiendo el 1 de diciembre su cartera de bonos al amparo del programa de compra de valores en el mercado (Securities Markets Programme) a 207 000 millones de euros (Gráfico 3, panel derecho). Durante algunas de las jornadas más volátiles de noviembre, cabe presumir que solo las compras oficiales lograron atajar la escalada de los rendimientos. Con todo, el Eurosistema resistió la creciente presión internacional para que se embarcase en un programa de compra a gran escala.

Mediante repetidas rondas de ventas, los inversores trataron de desprenderse de deuda soberana hasta entonces considerada segura. Los



diferenciales de rendimiento de los bonos austriacos y franceses rondaron los 200 puntos básicos, e incluso los rendimientos de las deudas holandesa y finlandesa se alejaron de los del *bund* alemán (Gráfico 3, panel izquierdo). Así pues, la presión vendedora en el mercado de deuda afectó cada vez más al núcleo de la zona del euro, dejando en la práctica al *bund* como único título fiable de la zona con calificación AAA (Gráfico 3, panel central). De este modo, el universo de títulos de confianza pareció reducirse precisamente cuando la demanda de activos seguros aumentaba, provocando una huida hacia activos más seguros de fuera de la zona del euro (Gráfico 8). Incluso la subasta de deuda alemana del 23 de noviembre se saldó con una escasa cobertura, al captar apenas el 65% del volumen previsto. Aunque los mercados se calmaron a finales de noviembre, estas distorsiones en algunos de los mayores mercados de deuda de la zona del euro inquietaron a los participantes en los mercados. Esto podría haber dañado la base inversora, ya que los inversores a largo plazo, como compañías de seguros y fondos de pensiones, utilizan los mercados de deuda soberana para proteger el capital.

### La financiación y solvencia de los bancos adquiere protagonismo

El agravamiento de la crisis de deuda soberana de la zona del euro corrió parejo a la debilidad del sector bancario. Aunque los problemas de financiación de los bancos ya se habían manifestado a lo largo del año, las autoridades económicas y los participantes en los mercados prestaron creciente atención a cuestiones de solvencia bancaria. Estas cobraron protagonismo con el rescate de Dexia, un banco franco-belga activo en la financiación pública, y la quiebra de MF Global, un intermediario financiero estadounidense por cuenta propia y ajena. Ambas instituciones perdieron el acceso a los mercados de financiación conforme crecía la preocupación de los prestamistas por su solvencia futura ante los sustanciales riesgos que habían contraído en el mercado de deuda soberana de la zona del euro.

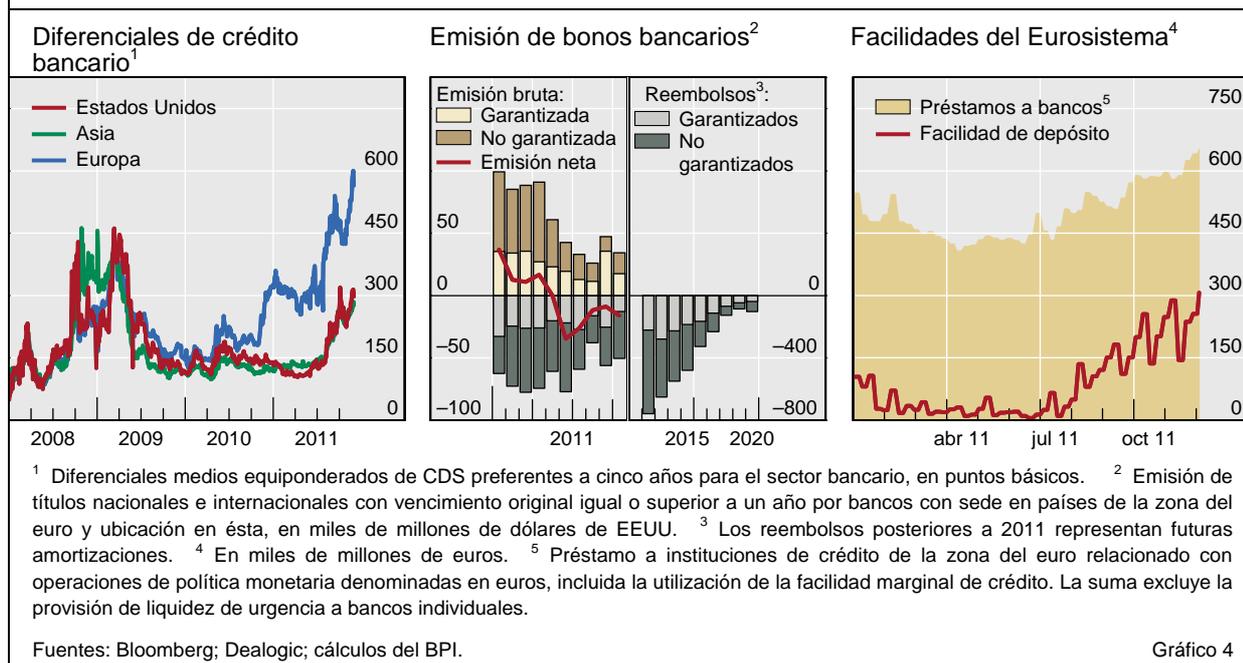
Las agencias de calificación crediticia recortaron el *rating* de decenas de bancos europeos. Algunas de estas decisiones vinieron motivadas por el aumento del riesgo soberano y otras por la percepción de una erosión de los apoyos oficiales (véase Recuadro 2). El recorte de la calificación de algunos bancos franceses obedeció a su continuo recurso a unos inestables mercados de financiación mayorista. En estas condiciones, los diferenciales de rendimiento medios de los bancos europeos siguieron alejándose de los de las entidades financieras asiáticas y estadounidenses (Gráfico 4, panel izquierdo), alcanzando niveles superiores a los observados tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008.

Las rebajas de la calificación crediticia en un volátil entorno de mercado exacerbaron los problemas de financiación de los bancos europeos. Los de Europa meridional, a excepción de unas pocas entidades de ámbito mundial, habían perdido previamente su acceso al mercado, mientras algunos bancos franceses debían afrontar un escrutinio sin precedentes. Desde mediados de año, la emisión neta de deuda por bancos de la zona del euro ha continuado siendo negativa (Gráfico 4, panel central; véase también Gráfico 3 del

Oleadas de rebajas de la calificación crediticia de los bancos...

... agravaron los problemas de financiación de las entidades bancarias...

## Bancos de la zona del euro sometidos a presión



apartado «Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI» de este *Informe Trimestral*). Los bancos emitieron bonos garantizados, pero el segmento a medio plazo no garantizado permaneció cerrado en la práctica. Al mismo tiempo, los fondos de inversión en activos del mercado monetario estadounidenses continuaron retirando su financiación de los bancos europeos (-42% desde finales de mayo) para evitar la exposición indirecta al riesgo soberano. En noviembre, el coste de permutar euros por dólares alcanzó su nivel más elevado desde diciembre de 2008. Las dificultades de refinanciación podrían persistir al vencer casi 2 billones de dólares de deuda bancaria antes de finales de 2014. Un 13% de esa cifra es deuda garantizada por el sector público, básicamente emitida en 2009 a unos plazos difíciles de renovar en condiciones razonables.

... induciendo nuevas inyecciones de liquidez por parte del Eurosistema

Los persistentes problemas de financiación bancaria a raíz de las tensiones en los mercados de deuda soberana centraron la atención en el Eurosistema. Los bancos centrales de la zona del euro continuaron ofreciendo abundante liquidez al sistema financiero. Ante la creciente reticencia de los bancos a prestarse entre sí, parte del mercado interbancario se trasladó en la práctica al balance del Eurosistema. El recurso a la facilidad de depósito alcanzó el 7 de noviembre un máximo cercano a los 300 000 millones de euros, mientras el préstamo a los bancos duplicaba esa cifra (Gráfico 4, panel derecho). El crédito concedido a bancos con sede en Francia, Irlanda e Italia representaba más de la mitad de los préstamos del Eurosistema al sector bancario. Los bancos franceses tomaron prestados 141 000 millones de euros, compensando en parte la desaparecida financiación en el mercado mayorista. Los fondos captados por los bancos italianos se dispararon hasta los 111 000 millones de euros a finales de octubre, elevando su dependencia de la financiación del BCE hasta el 2,8% de su balance agregado. Las ulteriores

## Recuadro 2: Diferentes causas de las recientes rebajas de calificación crediticia de los bancos

*Nikola Tarashev*

Las agencias de calificación han rebajado la calidad crediticia de un gran número de bancos a partir de la primavera de 2011. Al explicar estas decisiones, los informes de las agencias y los comentarios de mercado han mencionado el vínculo entre instituciones financieras y emisores soberanos como un importante factor explicativo de la solvencia de los bancos. La finalidad de este recuadro es mostrar que las agencias han percibido una diferente evolución de ese vínculo en los distintos países. En ciertos casos, las recientes revisiones a la baja de las calificaciones bancarias han acompañado a degradaciones de la calidad crediticia de la deuda soberana, en consonancia con una creciente interdependencia entre la solidez financiera de las instituciones financieras y la de su emisor soberano. En otros países, en cambio, los recortes de las calificaciones bancarias reflejan iniciativas políticas para desconectar a los bancos de las ayudas públicas.

En principio, la solvencia del emisor soberano podría afectar tanto a la calificación de *solidez financiera* de un banco, que refleja su capacidad intrínseca para continuar siendo solvente, como a la calificación *todo incluido*, que incorpora también la solidez y la probabilidad de apoyo externo<sup>®</sup>. Un soberano en dificultades puede lastrar la calificación de solidez financiera de sus prestamistas al incrementar su probabilidad de impago y dificultar su acceso a los mercados de financiación. Además, las deterioradas finanzas de ese soberano reducen su *capacidad* para prestar apoyo, arrastrando a la baja las calificaciones todo incluido de los bancos hacia sus calificaciones de solidez financiera subyacentes. A su vez, una menor *predisposición* a arriesgar el dinero de los contribuyentes también reduciría las mejoras de calificación debidas al apoyo del soberano y, por tanto, las calificaciones todo incluido, aun cuando las de solidez financiera no cambiasen.

Para una muestra de unos 50 bancos, la mayoría de las rebajas de la calificación todo incluido que las tres principales agencias (Fitch, Moody's y Standard & Poor's) han anunciado a lo largo del último medio año han correspondido a instituciones europeas (Cuadro A). En cambio, no ha habido ninguna mejora de la calificación todo incluido. Dos acontecimientos paralelos habrían contribuido a explicar estas decisiones. En algunos países europeos, los emisores soberanos han atravesado por graves dificultades financieras. En otros, las autoridades se han comprometido explícitamente a reducir su apoyo a los bancos, respaldando esos compromisos con mecanismos de liquidación y cierre de entidades bancarias.

### Rebajas de las calificaciones *todo incluido* de los bancos<sup>1</sup>

	DE	FR	ES	IT	IE	PT	GR	CH	GB	US
Fitch	0 (8)	0 (3)	4 (4)	7 (8)	0 (3)	3 (3)	3 (3)	1 (2)	2 (6)	0 (6)
Moody's	3 (6)	1 (5)	2 (6)	7 (7)	2 (3)	4 (4)	3 (3)	0 (2)	3 (6)	2 (7)
Standard & Poor's	0 (9)	2 (5)	4 (6)	7 (8)	0 (3)	0 (4)	3 (3)	0 (2)	0 (5)	0 (6)

CH = bancos suizos; DE = bancos alemanes; ES = bancos españoles; FR = bancos franceses; GB = bancos británicos; GR = bancos griegos; IE = bancos irlandeses; IT = bancos italianos; PT = bancos portugueses; US = bancos estadounidenses.

<sup>1</sup> Periodo muestral: 1 de abril a 29 de noviembre de 2011 para las calificaciones de Fitch y Moody's y 1 de abril a 28 de noviembre de 2011 para las de Standard and Poor's. Entre paréntesis, número total de bancos de la muestra para cada cruce país-agencia.

Fuente: Bloomberg.

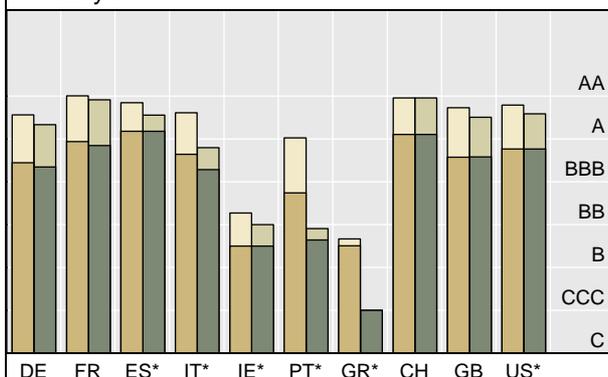
Cuadro A

Para conocer mejor los posibles motivos de las recientes rebajas de las calificaciones todo incluido resulta necesario examinar también las calificaciones de solidez financiera de los bancos y las de sus correspondientes soberanos. Únicamente Fitch y Moody's ofrecen un conjunto coherente de este tipo de calificaciones. Consideradas en su conjunto, estas calificaciones sugieren que las dos agencias distinguen tres grupos de países en función de la evolución del vínculo entre las finanzas del soberano y las de los bancos (Gráfico A).

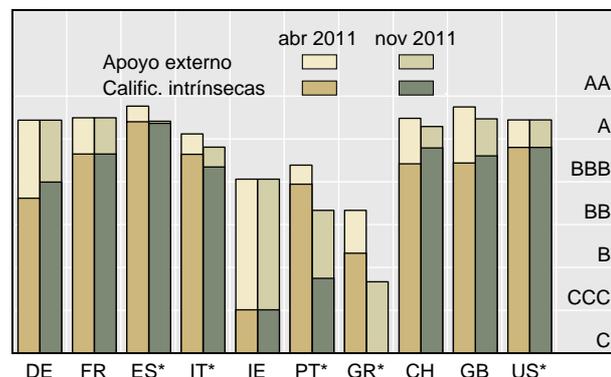
## Calificaciones intrínsecas e importancia del apoyo externo<sup>1</sup>

Promedios ponderados por los activos

Moody's



Fitch



Los asteriscos indican países cuyas calificaciones han sido revisadas a la baja o se han puesto en lista de vigilancia por la agencia respectiva durante el periodo muestral.

<sup>1</sup> La calificación intrínseca (*stand-alone*) más la mejora por el apoyo externo es la calificación «todo incluido» (*all-in*). Para facilitar la comparación, las calificaciones *all-in* de Moody's se convierten a la escala de calificación de Fitch. Véanse en el Cuadro A anterior el periodo muestral, el número de bancos de la muestra y la definición de los códigos de los países.

Fuentes: Bloomberg; The Banker Database.

Gráfico A

Para los países del primer grupo, ese vínculo ha cambiado poco. Durante el último medio año, los emisores soberanos de esos países han mantenido sus calificaciones máximas y, en la mayoría de los casos, con perspectivas estables. Igualmente, las calificaciones todo incluido de los bancos de estos países o las mejoras de la calificación debidas al apoyo oficial no han cambiado. Según ambas agencias, Francia pertenece a este grupo, en el que Moody's incluye también a Suiza y Fitch a Alemania y Estados Unidos.

El segundo grupo comprende a los emisores soberanos que, según la percepción de las agencias, atraviesan por dificultades financieras y, por tanto, ven reducida su capacidad de prestar apoyo a los bancos. En el caso de los países de este grupo, las decisiones de calificación adoptadas en el último medio año sugieren que la prolongación de la crisis ha acentuado la interdependencia entre la solvencia financiera del soberano y la de los bancos. Al menos una agencia ha rebajado la calificación de los emisores soberanos de este grupo o le ha asignado una perspectiva negativa, lastrando la percepción de apoyo oficial a los bancos y reduciendo, por tanto, sus calificaciones todo incluido<sup>2</sup>. Además, en ciertos casos, los riesgos contraídos frente a soberanos en dificultades han contribuido también a la rebaja de las calificaciones de solidez financiera de los bancos. Según ambas agencias, España, Grecia, Italia y Portugal pertenecen a este grupo, en el que Moody's también incluye a Estados Unidos e Irlanda<sup>3</sup>.

Por último, las dos agencias consideran que los países del tercer grupo son financieramente estables pero con una reducida predisposición a ofrecer apoyo público a los bancos, lo que sugiere una desconexión entre la solvencia financiera del soberano y la de los bancos. Estos países han mantenido sus calificaciones soberanas máximas con perspectiva estable. Al mismo tiempo, los bancos allí radicados han sufrido un deterioro de sus calificaciones todo incluido, aun cuando las de solidez financiera hayan permanecido estables o mejorado. Según ambas agencias, el Reino Unido pertenece a este grupo, en el que Fitch también incluye a Suiza y Moody's a Alemania.

<sup>2</sup> Véase F. Packer y N. Tarashev, «Métodos de calificación para bancos», *Informe Trimestral del BPI*, junio 2011; y Committee on the Global Financial System, «The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions», *CGFS Papers* n°43, julio 2011. <sup>3</sup> La única excepción al respecto procede de las calificaciones para los bancos griegos según Fitch. Aun estando en el nivel más bajo posible con arreglo al criterio de solidez financiera, sus calificaciones mejoran significativamente por el criterio de todo incluido debido a la percepción de apoyo soberano. <sup>4</sup> Fitch había recortado las calificaciones crediticias de Irlanda y de sus bancos antes del inicio del periodo muestral (abril 2011).

medidas adoptadas para aliviar las tensiones de financiación incluyeron una facilidad de liquidez de emergencia, la reintroducción de las operaciones de financiación a un año y un segundo programa de compra de bonos garantizados por importe de 40 000 millones de euros.

Las medidas coordinadas adoptadas por los bancos centrales para ofrecer liquidez internacional alentaron un recorrido alcista en los mercados el 30 de noviembre. La Reserva Federal y el BCE, con los bancos centrales de Canadá, Japón, Suiza y el Reino Unido, acordaron reducir a la mitad el coste de las líneas *swap* en dólares estadounidenses hasta 50 puntos básicos por encima de las tasas de interés de los *swaps* sobre índices a un día (OIS), así como establecer líneas *swap* contingentes en las monedas de cada uno de los restantes bancos centrales. Los participantes en los mercados celebraron este despliegue de medidas concertadas: los principales índices bursátiles subieron entre un 3% y un 4% ese mismo día, y los rendimientos de la deuda de la zona del euro y las primas de riesgo de los CDS soberanos se redujeron de forma considerable. Los diferenciales de los *swaps* de divisas que superaban los 50 puntos básicos se estrecharon inmediatamente. En particular, la prima pagada por las entidades financieras para permutar euros por dólares cayó desde 151 a 119 puntos básicos.

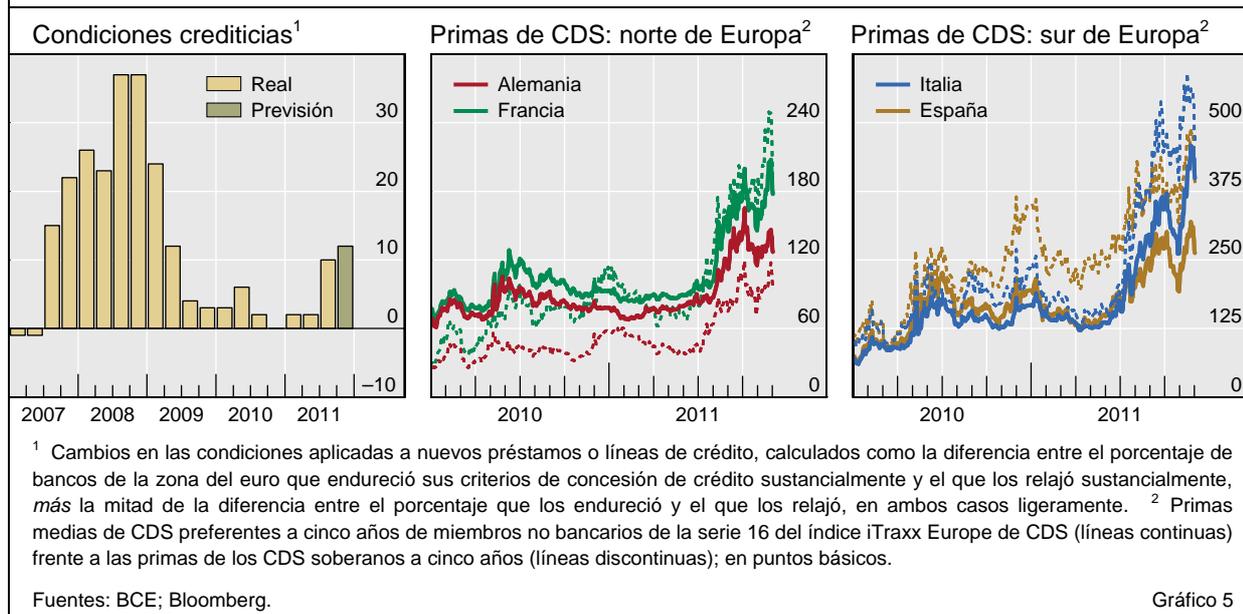
La amplia gama de medidas de liquidez adoptadas dio un respiro, pero no alivió los problemas de financiación a medio plazo de los bancos, resaltando la importancia de los actuales planes de fortalecimiento del sistema bancario. Aunque los sistemas de garantía de la deuda bancaria de nueva emisión sigan teniendo un alcance nacional, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) publicó los objetivos de capitalización para 70 bancos europeos con el fin de promover recapitalizaciones por importe de 106 000 millones de euros (Cuadro 1). Como los coeficientes de capital también pueden cumplirse enajenando activos de riesgo, entre los participantes en los mercados cundió el temor a que los episodios de tensiones de financiación y el elevado valor en riesgo propiciarían la contracción de los balances bancarios, con posibles repercusiones macroeconómicas dentro y fuera de Europa.

Los bancos de la zona del euro endurecieron los criterios de concesión de crédito y elevaron las tasas de interés de los créditos otorgados a particulares y empresas durante el periodo analizado. La reciente edición de la encuesta de préstamos bancarios elaborada por el Eurosistema indica que numerosos bancos de la zona endurecieron en el tercer trimestre del año las condiciones de crédito y que planeaban continuar haciéndolo en el cuarto (Gráfico 5, panel izquierdo). No obstante, este endurecimiento no fue tan generalizado como en el momento álgido de la crisis financiera de 2008, de modo que el volumen de préstamos bancarios al sector privado en la zona del euro no se contrajo en octubre. Las encuestas indicaban que un factor clave del endurecimiento fue el deterioro de las condiciones de financiación de los propios bancos. En el segmento de préstamos sindicados, por ejemplo, la participación de los bancos de la zona del euro en la concesión de nuevos préstamos en todo el mundo cayó al 18% en octubre, desde el 26% de un año antes. Además, la tasa de interés media de todos los nuevos préstamos otorgados a empresas por los bancos de la zona del euro se incrementó a un ritmo bastante continuo,

Las tensiones  
llevan a los bancos  
a enajenar activos

Deterioro del coste  
y las condiciones  
del crédito

## Condiciones y coste del crédito a empresas de la zona del euro



en 1 punto porcentual en el año hasta finales de septiembre. Los bancos de Grecia y Portugal elevaron las tasas de interés unos 2 puntos porcentuales. La tasa de interés media de los nuevos préstamos no garantizados a particulares también se incrementó alrededor de 1 punto porcentual. El crecimiento de las primas de los CDS de empresas, en los últimos meses paralelo al de los CDS soberanos, sugiere que los costes de financiación de las empresas han vuelto a aumentar desde finales de septiembre (Gráfico 5, paneles central y derecho).

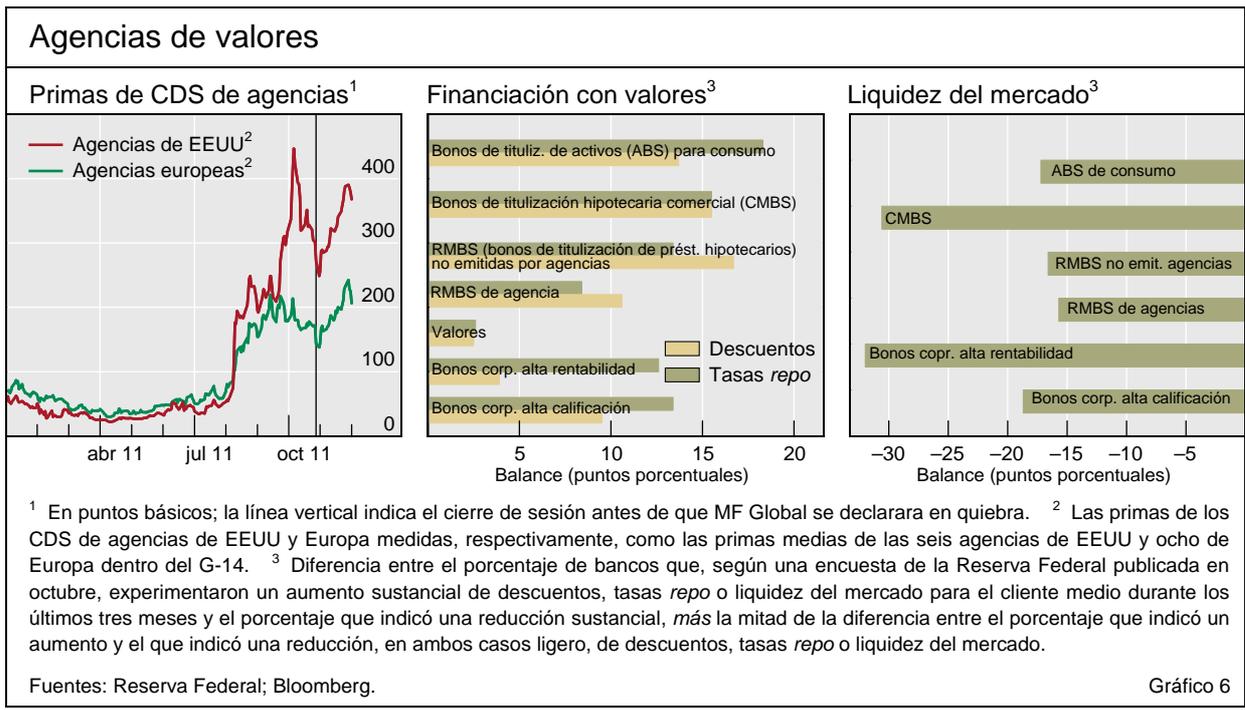
### Propagación de efectos a escala mundial

Aumento del coste de financiación de las agencias de valores...

Al caer los valores de mercado de la deuda soberana y bancaria de la zona del euro y tornarse más volátiles, aumentaron los costes de financiación de las instituciones financieras expuestas a esos activos. Esto afectó particularmente a las sociedades de valores, que suelen estar muy apalancadas y depender de la financiación mayorista. Además, algunas de ellas podrían haber mantenido posiciones considerables en derivados frente a soberanos, unas posiciones tradicionalmente no cubiertas por activos de garantía. Las primas de los CDS a corto plazo de agencias de valores estadounidenses y europeas se ampliaron de forma acusada en septiembre y noviembre (Gráfico 6, panel izquierdo). El incremento de noviembre se produjo después de que la quiebra de MF Global pusiera de relieve la importancia del riesgo soberano.

... que afectó a las condiciones de la financiación en valores y a su negociación

Conforme se deterioraban sus propias condiciones de financiación, las agencias de valores endurecieron los criterios de financiación con valores y redujeron sus actividades de creación de mercado. La encuesta de la Reserva Federal a 20 agencias de valores principales publicada en octubre mostraba ya que la financiación de bonos de titulización de activos, bonos corporativos y acciones se había encarecido recientemente y exigía más garantías (Gráfico 6, panel central), así como un deterioro de la liquidez en esos mercados (Gráfico 6, panel derecho). Los contactos en los mercados informaron de que la menor



liquidez respondía a la actividad de los creadores de mercado encaminada a reducir sus carteras, cuyos valores se habían tornado bastante más volátiles. Pero esta actividad acentuó la volatilidad, ya que dichas operaciones hacían oscilar los precios en mayor medida que antes.

Conforme la liquidez de fondos y la liquidez de mercado fluctuaban en función de la crisis de deuda soberana de la zona del euro, los precios de los activos de riesgo se movieron a ese mismo compás. Las cotizaciones tanto de las acciones como de la deuda cayeron en septiembre, aumentaron en octubre y volvieron a retroceder en noviembre, al igual que el tipo de cambio efectivo del euro, ponderado por el comercio exterior (Gráfico 1, panel derecho).

Los mercados emergentes acusaron la crisis de la zona del euro, al retirar los inversores entre agosto y septiembre más de 25 000 millones de dólares de fondos de esos mercados, en especial de fondos de renta variable. Las acciones de mercados emergentes se depreciaron con fuerza en septiembre, aun más que los índices bursátiles de mercados desarrollados, tras dispararse la volatilidad de las carteras de inversión (Gráfico 7, panel izquierdo). Este hecho sugiere la posibilidad de que se vendieran activos de riesgo para reducir la volatilidad de las carteras sin apenas valorar sus perspectivas a tenor de los fundamentos económicos. De hecho, las previsiones económicas para América Latina y la región de Asia-Pacífico apenas se modificaron en septiembre, pese a las fuertes caídas de las cotizaciones.

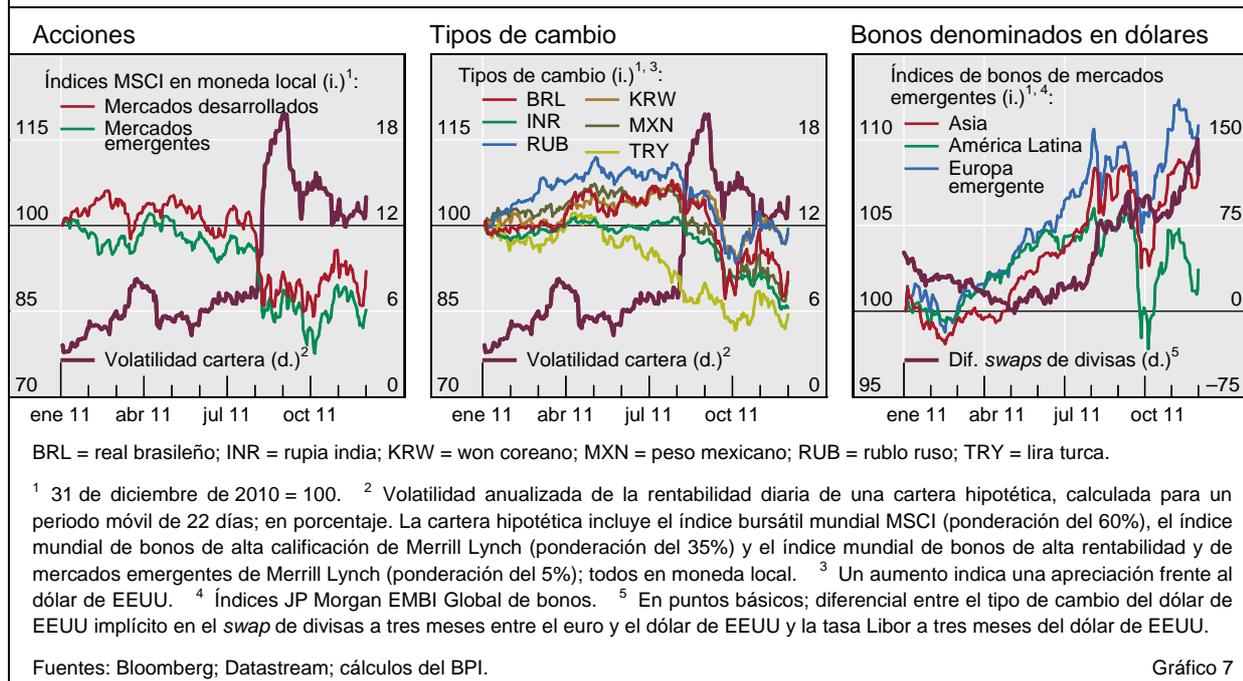
Las retiradas de fondos de mercados emergentes parecieron reflejar una repatriación de activos por inversores de la zona del euro. El éxodo de capital por importe de 25 000 millones de dólares coincidió con entradas superiores a 85 000 millones de euros en la rúbrica de inversiones de cartera de la zona del euro procedentes de la reducción de activos en el exterior. Las estadísticas de balanza de pagos muestran que gran parte de esos flujos tuvieron por destino Francia. También apunta a una repatriación el hecho de que algunas de las

Consiguientemente, los precios de los activos de riesgo se movieron al compás de la crisis del euro

El precio de activos de mercados emergentes cayó al retirarse los inversores internacionales...

... y repatriar fondos hacia la zona del euro

## Mercados emergentes



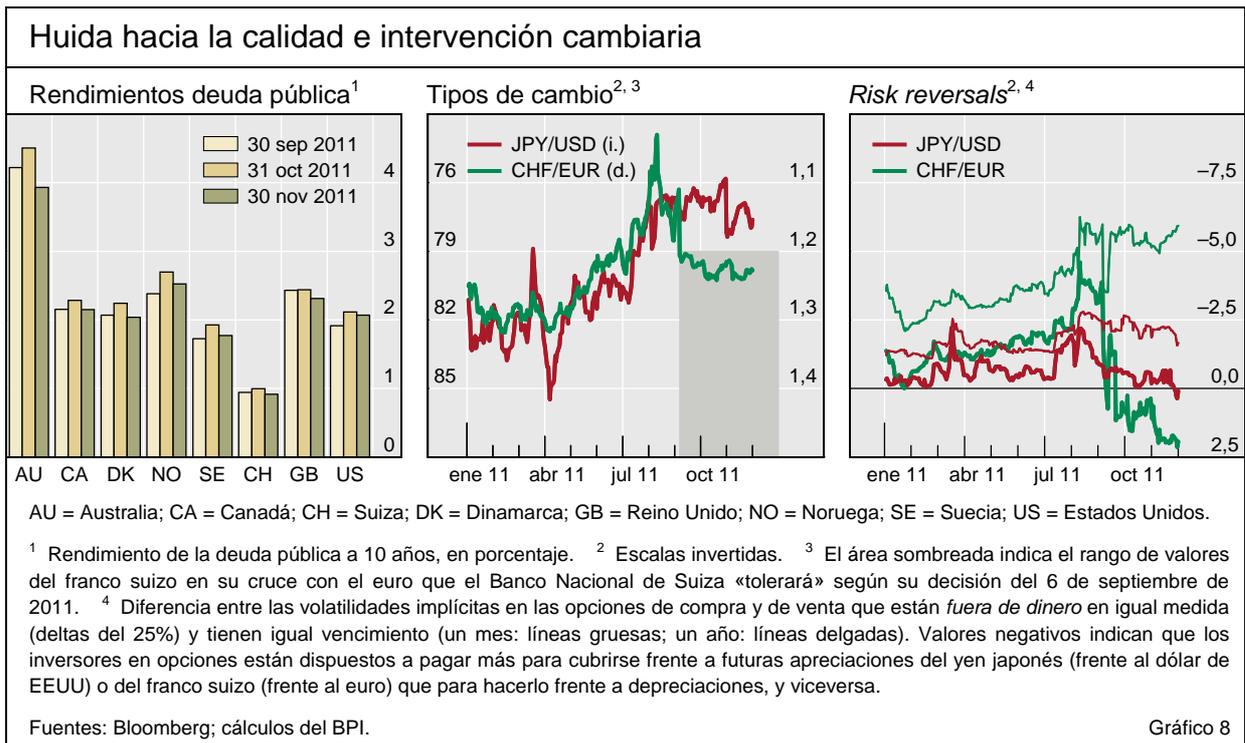
mayores caídas de los índices de deuda en moneda local se produjeran en mercados emergentes donde los inversores internacionales están bien representados, como Indonesia, México y Sudáfrica. La conversión a euros de activos de mercados emergentes habría presionado a la baja sobre los tipos de cambio de esas economías, que en septiembre encajaron fuertes caídas (Gráfico 7, panel central). Aparentemente, algunos bancos centrales, como los de Brasil, Corea, Hungría, Indonesia, Rusia y Turquía, intervinieron en los mercados de divisas para sostener sus tipos de cambio.

La dificultad para financiarse en dólares también podría haber llevado a algunos inversores a enajenar activos de mercados emergentes. A medida que aumentaba el coste de los fondos en dólares en el mercado de *swaps* de divisas, caía el precio de los bonos de los mercados emergentes denominados en dólares (Gráfico 7, panel derecho). Esta caída fue abultada en septiembre y algo menor en noviembre. Los analistas del mercado también informaron de un recorte en la oferta de financiación del comercio y de garantías de crédito a la exportación, mayoritariamente denominadas en dólares, por bancos de la zona del euro a mercados emergentes. No obstante, parte de dicho negocio lo asumieron prestamistas locales y grandes bancos comerciales internacionales.

Además, los analistas expresaron preocupación por el hecho de que cualquier reducción del préstamo del sector bancario de la zona del euro a particulares y empresas de mercados emergentes pudiera exacerbar procesos de desaceleración del crecimiento económico. Según estos analistas, las economías europeas emergentes son las más vulnerables a este fenómeno, con alrededor del 80% de los activos de la banca extranjera correspondiendo a bancos austriacos, franceses, griegos, italianos y de otros países de la zona del euro (véase también el Recuadro 1). En algunos países de esa región, dichos activos superan el 100% del PIB. Varios bancos de la zona del euro,

La dificultad para financiarse en dólares exacerbó la venta de activos de mercados emergentes

A algunos analistas también preocupa la retirada del crédito de las economías europeas emergentes



incluidos Commerzbank y Unicredit, ya han anunciado planes para reducir el volumen de nuevos préstamos en gran parte de la región. Asimismo, el regulador bancario austriaco decidió que los nuevos préstamos concedidos en la región por filiales locales de la banca austriaca debían financiarse con aumentos de los depósitos locales. Los analistas señalaron que esta norma podría limitar la oferta de crédito e intensificar cualquier desaceleración que pudiera producirse en países europeos emergentes. En concreto, Croacia, la República Checa, Hungría y Rumanía son las economías que mayor volumen de crédito han recibido de bancos austriacos.

Conforme la demanda de activos de riesgo caía, aumentaba y retrocedía de nuevo en septiembre, octubre y noviembre, respectivamente, la demanda de activos refugio seguía el patrón opuesto. Esos activos refugio incluían la deuda pública norteamericana, australiana y de algunos países del norte de Europa. Sus rendimientos se redujeron en septiembre, aumentaron en octubre y volvieron a descender en noviembre (Gráfico 8, panel izquierdo). Los rendimientos de la deuda pública a tres meses estadounidense y alemana y los de la deuda pública suiza a dos años cayeron por debajo de cero en noviembre, al igual que los rendimientos de los bonos a 10 años indexados a la inflación emitidos por los Gobiernos estadounidense y británico.

Los flujos de fondos en busca de resguardo seguro continuaron recalando también en activos japoneses, añadiendo presiones alcistas sobre el yen (Gráfico 8, panel central). En respuesta, las autoridades niponas intervinieron en los mercados de divisas, alcanzando aparentemente sus operaciones un volumen diario récord el 31 de octubre. Desde que en agosto comenzara una reciente serie de intervenciones, el balance de riesgos respecto al futuro valor a corto plazo del yen inferido a partir de la diferencia entre las primas de las opciones que ofrecen protección frente a una apreciación o depreciación del

Los precios de los activos refugio han fluctuado de forma inversa a la crisis del euro...

... y algunas monedas utilizadas como refugio volvieron a apreciarse, motivando intervenciones

yen en un horizonte de un mes se ha tornado neutral, desde una tendencia previa a la apreciación. En el caso del franco suizo, la diferencia entre las primas de las opciones sobre esta divisa se desvaneció tras anunciar el Banco Nacional de Suiza a comienzos de septiembre su intención de impedir la apreciación de su moneda frente al euro más allá de un determinado nivel. Sin embargo, el balance de riesgos tanto del yen como del franco suizo en un horizonte de 12 meses continuó indicando una tendencia a la apreciación (Gráfico 8, panel derecho).