

Las bajas tasas de interés estimulan los mercados de crédito al ceder terreno los bancos¹

Durante los últimos meses, la política monetaria acomodaticia ha continuado impulsando los mercados financieros. En las principales economías avanzadas, los bonos y las acciones pasaron por alto el episodio de ventas generalizadas del verano, registrando ganancias basadas en la expectativa de que las bajas tasas de interés y las compras de activos a gran escala persistirían a medio plazo. Así pues, los mercados afrontaron el cierre de dos semanas de la Administración estadounidense y la incertidumbre sobre una posible suspensión de pagos técnica. En cambio, las tensiones en una serie de países lastraron varias grandes economías de mercado emergentes, impidiendo la completa recuperación de las valoraciones de los activos locales y de los flujos de capital.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la reciente evolución confirmó una tendencia favorable para los grandes prestatarios corporativos con acceso directo a los mercados de crédito. Desde mediados de 2012, las bajas tasas de interés de los bonos de referencia han llevado a los inversores a buscar el rendimiento concediendo crédito con criterios progresivamente más laxos a empresas situadas en el tramo más arriesgado del espectro crediticio. Esta estrategia inversora, que ha estrechado los diferenciales de rendimiento, se ha visto hasta ahora refrendada por las bajas tasas de incumplimiento de la deuda corporativa.

El entorno crediticio ha beneficiado a las grandes sociedades no financieras en mayor medida que a los bancos domiciliados en economías avanzadas. En su lucha por recuperar la confianza de los mercados durante los cinco últimos años, estos bancos han arrojado sistemáticamente mayores costes de financiación que las sociedades no financieras con similar calificación crediticia. Aunque la diferencia de costes se ha estrechado recientemente, sobre todo en Estados Unidos, ha continuado presionando al alza las tasas de interés del crédito bancario. Esta situación ha inducido a grandes empresas no financieras a recurrir directamente a los mercados de deuda, alentando así las emisiones de deuda corporativa. Como resultado, los mercados eclipsaron a los bancos como fuente de crédito nuevo a las sociedades de la zona del euro.

Los bancos de la zona del euro se enfrentaron a un mayor escepticismo del mercado que sus competidores de otras economías avanzadas. En cierta medida, las

¹ Este artículo ha sido elaborado por el Departamento Monetario y Económico del BPI. Las preguntas acerca del mismo pueden dirigirse a Nikola Tarashev (nikola.tarashev@bis.org) y Goetz von Peter (goetz.von.peter@bis.org). Las cuestiones sobre datos y gráficos deben dirigirse a Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org) y Alan Villegas (alan.villegas@bis.org).

reducidas valoraciones reflejaron la preocupación por la calidad de sus balances, cuya tasa de morosidad crediticia declarada ha venido aumentando desde el punto álgido de la crisis financiera. A fin de restaurar la confianza del mercado y prepararse para su inminente función supervisora, el BCE anunció una evaluación global del sector bancario de la zona del euro, comprometiéndose a difundir sus conclusiones y a exigir la adopción de medidas correctoras a los bancos con problemas.

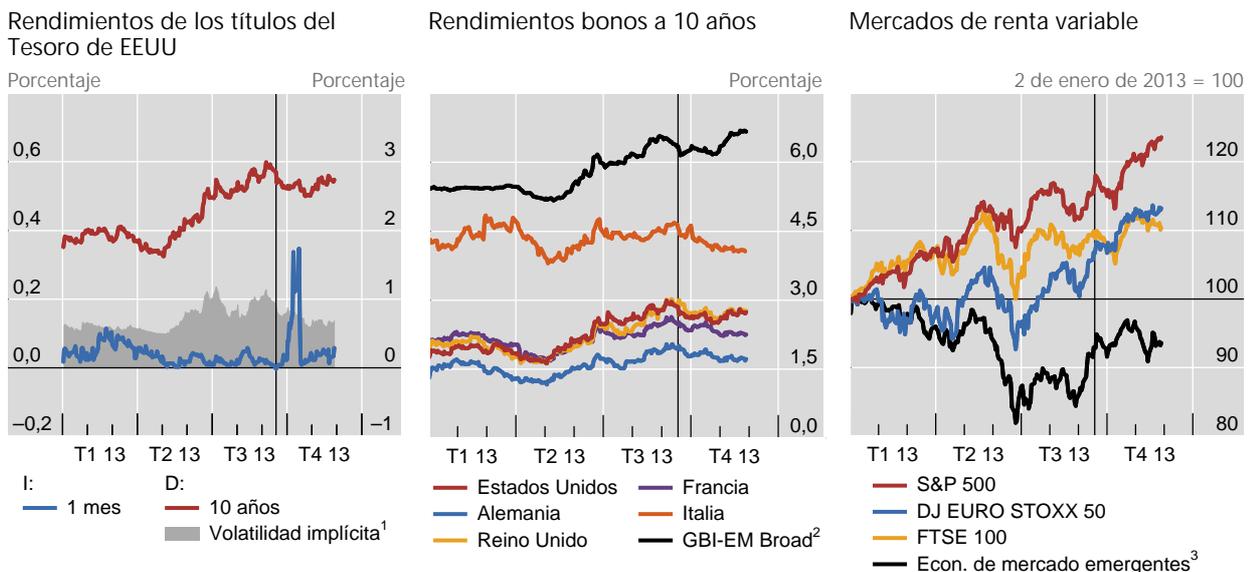
Persiste el entorno de bajas tasas de interés

El endurecimiento de las condiciones financieras internacionales de mayo a julio revirtió en parte tras la decisión inesperada de la Reserva Federal el 18 de septiembre de aplazar el «*tapering*», la suspensión gradual de sus compras de activos a gran escala (Gráfico 1). Tras el episodio de ventas generalizadas del verano, los participantes en los mercados observaron que ciertos factores complicaban el endurecimiento monetario a corto plazo, como el reducido crecimiento del empleo y de la participación en el mercado de trabajo, la inflación inferior a su objetivo y el efecto de los recortes fiscales en Estados Unidos. El cierre de la Administración en este país entre el 1 y el 16 de octubre contribuyó al panorama de estancamiento. Durante este episodio, los precios de las letras del Tesoro próximas al vencimiento incorporaron una creciente probabilidad de suspensión de pagos técnica en Estados Unidos (Gráfico 1, panel izquierdo). Aun así, la volatilidad de la deuda aumentó menos que la de la renta variable. Estos efectos se disiparon cuando, el 16 de octubre, el Congreso aprobó una ley de financiación y elevó el techo de deuda hasta febrero de 2014.

El aplazamiento percibido del *tapering* generó nuevas ganancias en los mercados internacionales de deuda y renta variable. El rendimiento del bono del Tesoro a 10 años cayó desde su máximo del 3% a primeros de septiembre hasta el 2,5% a finales de octubre, mientras los mercados europeos de deuda recorrían más de la mitad de ese trayecto (Gráfico 1, panel central). La perspectiva de continuas compras de activos llevó la prima por plazo estimada de los valores del Tesoro estadounidense de vuelta a territorio negativo, desde el 0% hasta el -0,2%². El índice S&P 500 alcanzó un máximo histórico el 15 de noviembre, tras señalar la Presidenta nominada para la Fed su compromiso con la actual orientación monetaria. Desde comienzos de año, la renta variable estadounidense ha tenido un mejor comportamiento que la deuda, al descontarse un previsible futuro de continua relajación monetaria hasta que se registrara un crecimiento robusto. Todas las bolsas importantes se anotaron ganancias de entre el 10%-25% desde principios de 2013 hasta el 27 de noviembre (Gráfico 1, panel derecho).

En cambio, los mercados emergentes no se recuperaron completamente de las consecuencias del episodio de ventas generalizadas del verano. Los rendimientos de la deuda pública y los diferenciales de rendimiento permanecieron elevados, mientras los índices bursátiles recuperaban solo parte de sus pérdidas (líneas negras del Gráfico 1). Del mismo modo, los fondos de inversión en deuda de mercados emergentes registraron salidas todos los meses entre junio y noviembre, al igual

² La prima por plazo se estima a partir de la metodología descrita en P. Hördahl, O. Tristani y D. Vestin, «A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics», *Journal of Econometrics*, vol. 131, 2006.



La línea vertical negra indica la reunión del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) del 18 de septiembre de 2013.

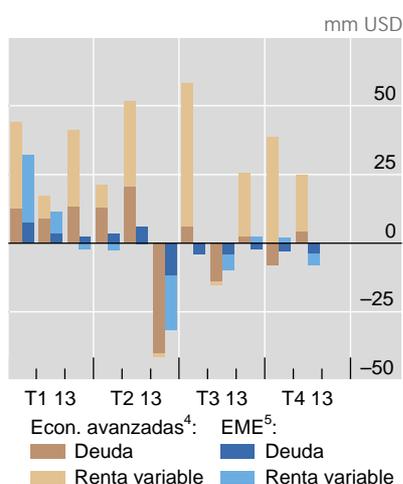
¹ El Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) es un índice de la volatilidad de la deuda del Tesoro en un horizonte de un mes, basado en una media ponderada de contratos de opciones sobre valores del Tesoro a dos, cinco, 10 y 30 años. ² La serie JPMorgan GBI-EM ofrece una medida integral de la deuda pública emitida en mercados emergentes, a tasa de interés fija y denominada en moneda local. ³ Agregado, calculado por MSCI.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

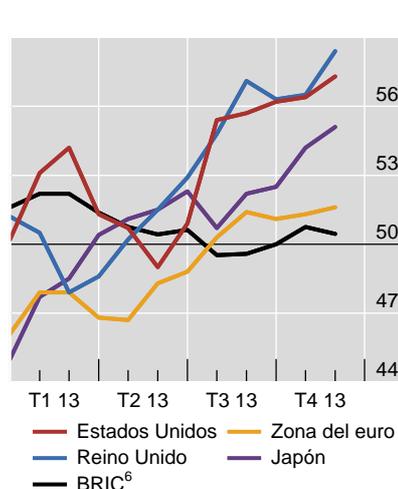
que los fondos invertidos en renta variable, salvo por modestas entradas en septiembre y octubre (Gráfico 2, panel izquierdo). Esta evolución anémica reflejó en parte la reticencia de los participantes en los mercados a invertir en deuda de todo el mundo, al entender que el endurecimiento de la política monetaria estadounidense solo se había aplazado. Asimismo, estuvo en consonancia con las perspectivas de crecimiento de los principales mercados emergentes, poco favorables comparadas con las de las economías avanzadas (Gráfico 2, panel central). Así pues, pese a la debilidad del dólar en septiembre y octubre, las divisas de los principales mercados emergentes apenas recuperaron parte del valor perdido durante sus depreciaciones del verano (Gráfico 2, panel derecho).

El 7 de noviembre, el BCE recortó en 25 puntos básicos la tasa de interés de sus operaciones principales de financiación, hasta el 0,25%, en respuesta a un descenso de la inflación hasta el 0,7%, considerablemente por debajo de su objetivo. Los datos de PIB y PMI publicados indicaron una continua debilidad de la economía de la zona del euro en un contexto de desempleo persistentemente alto. Ante la situación económica, el BCE manifestó que esperaba que las tasas de interés permanecieran en sus reducidos niveles actuales durante un periodo prolongado. El Consejo de Gobierno también decidió mantener sus operaciones principales de financiación con adjudicación de toda la liquidez demandada durante el tiempo necesario, al menos hasta mediados de 2015. Ante la relajación adicional por todos los bancos centrales de las principales áreas monetarias, los precios de los activos continuaron reflejando expectativas de bajos rendimientos en el futuro previsible.

Flujos de cartera¹



PMI manufactureros²



Tipos de cambio frente al dólar de EEUU³



¹ Flujos netos de cartera (ajustados de variaciones de los tipos de cambio) hacia fondos especializados de países concretos y hacia fondos para los que se dispone de un desglose por país o región. ² Índice de directores de compras (PMI) procedente de encuestas mensuales a empresas del sector privado. Cifras superiores (inferiores) a 50 indican una expansión (contracción). ³ Dólares de EEUU por unidad de moneda local. Un aumento indica una apreciación de la moneda local. ⁴ Suma de Australia, Canadá, Estados Unidos, Japón, Nueva Zelandia, el Reino Unido, Suiza y la zona del euro. ⁵ Suma de China, Taipei Chino, Hong Kong RAE, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia; Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; y Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía. ⁶ Media simple de Brasil, China, la India y Rusia.

Fuentes: Datastream; EPFR; HSBC; Markit.

La incesante búsqueda del rendimiento

Conforme persistía el tono acomodaticio de la política monetaria en las principales áreas, los inversores perseveraban en su búsqueda del rendimiento. Las bajas tasas de interés y las compras de activos a gran escala se tradujeron en unos reducidos rendimientos de los bonos de referencia, a los que los activos de grado de inversión se encuentran fuertemente vinculados. Esta circunstancia alentó la demanda de activos en el tramo más arriesgado del espectro crediticio, que prometían una rentabilidad más alta. En líneas generales, estos activos han estado por ahora a la altura de sus promesas. El estrechamiento de los diferenciales de rendimiento contribuyó a que la deuda de alta rentabilidad ofreciera elevados rendimientos, valorados a precios de mercado, mientras las reducidas tasas de incumplimiento observadas desde el punto álgido de la crisis contenían las pérdidas crediticias. No obstante, queda por ver si es sostenible la combinación de diferenciales estrechos y bajas tasas de incumplimiento.

La búsqueda del rendimiento se manifestó en los indicadores basados en precios, como los diferenciales de rendimiento de las principales economías avanzadas. Durante el episodio de ventas generalizadas en el mercado de deuda de mayo y junio, estos indicadores mostraron fuertes aumentos del coste del crédito y una mayor diferenciación entre prestatarios de distintas categorías de riesgo. Sin embargo, este fenómeno resultó ser breve. Por ejemplo, los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad denominada en moneda local en los mercados de

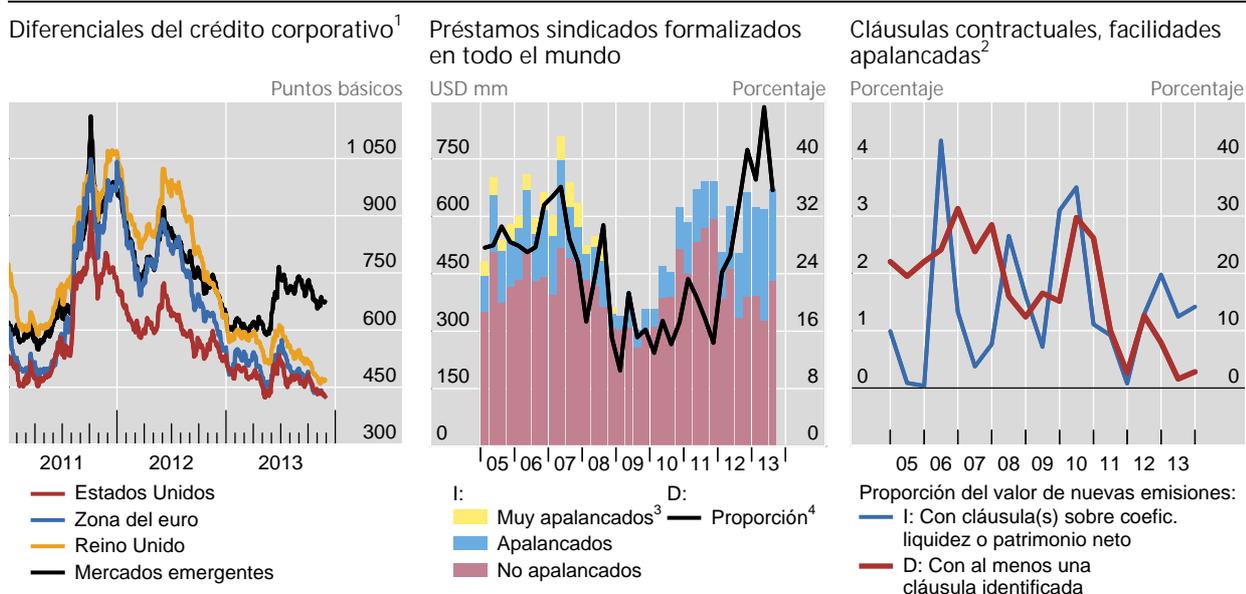
Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido reanudaron su tendencia a la baja a finales de junio (Gráfico 3, panel izquierdo). A finales de noviembre, estos diferenciales se situaban entre 300 y 600 puntos básicos por debajo de sus máximos de 2012, y entre 200 y 300 puntos básicos por encima de sus mínimos previos a la crisis de 2006-07.

La búsqueda del rendimiento se manifestó igualmente en los indicadores basados en cantidades. En el mercado de préstamos sindicados, los préstamos «apalancados» —concedidos a prestatarios muy apalancados y de baja calificación crediticia— representaron en torno al 40% de las nuevas formalizaciones entre julio y noviembre (Gráfico 3, panel central). Resulta destacable que durante la mayor parte de 2013, esta proporción haya superado la registrada durante el periodo previo a la crisis comprendido entre 2005 y mediados de 2007. Esto obedeció tanto a un mayor volumen de préstamos arriesgados (barras azules) como a un menor volumen en el tramo más seguro del espectro crediticio (barras rojas). En paralelo, la búsqueda de los inversores de crédito de alta rentabilidad redujo gradualmente la proporción de préstamos sindicados que protegen al acreedor con cláusulas contractuales (Gráfico 3, panel derecho).

Esta tendencia hacia un crédito más arriesgado ha sido bastante general. Por ejemplo, estimuló el mercado de obligaciones con pago en especie (*payment-in-kind*) que otorgan al prestatario la opción de devolver el crédito a los prestamistas mediante la emisión de deuda adicional. El renovado interés de los inversores por estos instrumentos indujo nuevas emisiones por importe superior a 9 000 millones de dólares durante los tres primeros trimestres de 2013, un tercio por encima del volumen total emitido en 2012. Este aumento se produjo pese a la evidencia del grado de riesgo de las obligaciones con pago en especie: en torno a una tercera parte de los deudores que las emitieron antes de la crisis incumplieron sus

Búsqueda del rendimiento

Gráfico 3



¹ Diferenciales, ajustados de opciones, de los índices de deuda corporativa de alta rentabilidad denominada en moneda local. ² Basados en datos disponibles hasta el 6 de noviembre de 2013. ³ Dealogic Loan Analytics no distingue entre préstamos apalancados y muy apalancados formalizados después de 2008. ⁴ De los préstamos apalancados y muy apalancados en el total de préstamos sindicados formalizados.

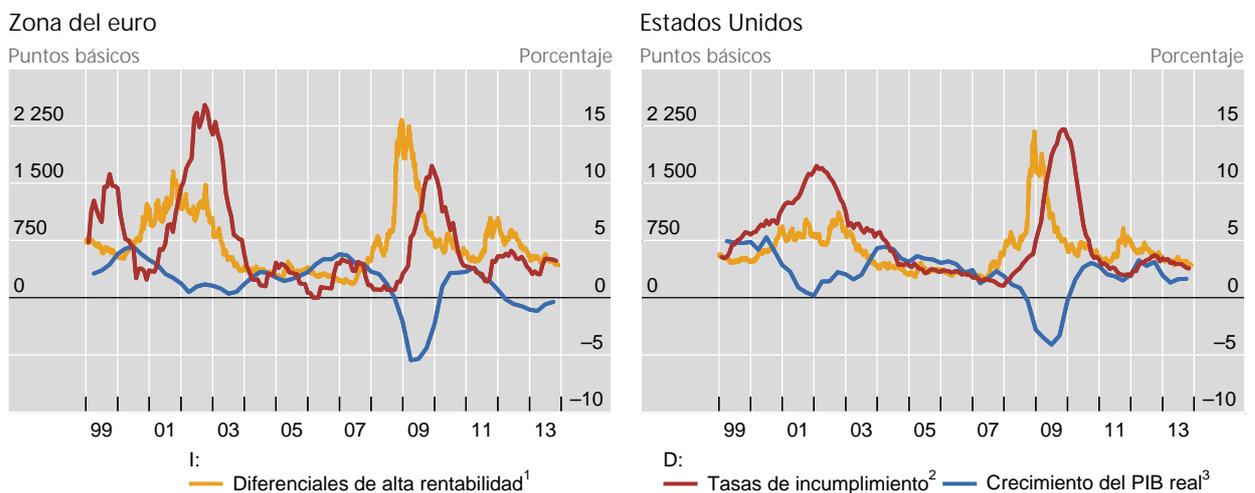
Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Dealogic Loan Analytics; cálculos del BPI.

compromisos entre 2008 y mediados de 2013. La búsqueda del rendimiento también se manifestó en un fuerte incremento de los fondos de inversión en activos inmobiliarios hipotecados (mREIT), que financian activos a largo plazo mediante operaciones con pacto de recompra (*repos*) a corto plazo. Tras años de rápida expansión, su volumen alcanzó un máximo cercano a los 500 000 millones de dólares en septiembre de 2012³. Aunque estos fondos de inversión poseen menos del 5% del saldo vivo de bonos de titulización hipotecaria de agencias, su exposición a los riesgos de tasa de interés y de liquidez ha atraído la atención de los reguladores. Del mismo modo, los informes del sector destacaron la creciente proporción de deuda en la financiación de adquisiciones realizadas por fondos de capital inversión. En Estados Unidos, esta proporción creció paulatinamente a partir de 2009 hasta alcanzar dos tercios en octubre de 2013, un nivel similar al de 2006-07. Por su parte, los bancos europeos aprovecharon el entorno de mercado propicio a los prestatarios para incrementar sus emisiones de deuda subordinada, reforzando así el colchón que aísla a sus acreedores preferentes ante posibles dificultades futuras.

Las estadísticas agregadas sobre tasas de incumplimiento de la deuda corporativa parecen justificar la estrategia de conceder crédito cada vez más barato a prestatarios de más riesgo. Tras un breve repunte en 2009-10, las tasas de incumplimiento se desplomaron y se han mantenido reducidas a lo largo de tres años (Gráfico 4). Con un nivel cercano al 3% en 2013, la tasa de incumplimiento en un año de los prestatarios de grado especulativo en Estados Unidos y Europa solo se ha situado 1 punto porcentual por encima de su promedio entre 2005 y 2008. A partir de estas estadísticas, los analistas del sector han elaborado escenarios históricos de pérdidas crediticias, que han utilizado para interpretar los recientes

Condiciones crediticias y macroeconómicas

Gráfico 4



¹ Diferenciales, ajustados de opciones, de los índices de deuda corporativa de alta rentabilidad denominada en moneda local. ² Tasas de incumplimiento de la deuda de grado especulativo, ponderadas por emisor, en los últimos 12 meses. En el panel izquierdo, tasas de incumplimiento en toda Europa. ³ Tasa de crecimiento interanual del PIB trimestral.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Moody's; datos nacionales.

³ El volumen de los mREIT ascendió a 443 000 millones de dólares en marzo de 2013, según los informes 10-Q remitidos a la Comisión de Valores y Bolsa estadounidense (véase S. Pellerin, D. Price, S. Sabol y J. Walter, «Assessing the risks of mortgage REITs», *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief*, n° 13-11, noviembre de 2013).

diferenciales. Concluyen que estos diferenciales —pese a ser reducidos— serían en general suficientes para compensar las posibles pérdidas crediticias acordes con la experiencia histórica habitual.

Sin embargo, además de reflejar las percepciones del riesgo de crédito, los diferenciales también podrían afectar a las tasas de incumplimiento. Un entorno de bajas tasas de interés estimula de forma natural un crédito barato y abundante. Combinado con la reticencia a reconocer pérdidas de los acreedores damnificados por la crisis, este entorno puede facilitar las refinanciaciones, manteniendo a flote a los prestatarios con problemas. Si este proceso se está realmente produciendo, la normalización a la larga del tono de la política monetaria pondrá indudablemente a prueba su sostenibilidad.

La actual búsqueda del rendimiento ha coincidido con la ruptura, en ciertas regiones, de una relación previamente estable entre la situación macroeconómica y las condiciones en los mercados de crédito. En los 15 años transcurridos hasta finales de 2011, los crecimientos reales bajos o negativos fueron concomitantes con altas tasas de incumplimiento y elevados diferenciales de rendimiento (Gráfico 4). Esta pauta también ha prevalecido recientemente en Estados Unidos. En cambio, las tasas de incumplimiento en la zona del euro han disminuido de hecho a partir de 2012, pese a que la región ha sufrido una recesión durante dos años y la tasa de morosidad de los préstamos bancarios ha tendido al alza (véase más adelante). Del mismo modo, los diferenciales de rendimiento de los mercados emergentes cayeron entre finales de 2011 y mediados de 2013, justo cuando el crecimiento económico local mostraba claros síntomas de debilidad. Esto sugiere que el elevado apetito por el riesgo de los inversores podría haber venido impulsando las valoraciones crediticias en los mercados de capitales, conteniendo así las tasas de incumplimiento.

Los bancos ceden terreno frente a las sociedades no financieras

El optimismo de los inversores contrastó con la persistente inquietud por los bancos. Durante los siete últimos años, los bancos han tenido que afrontar mayores costes de financiación que las grandes sociedades no financieras, quienes han apelado cada vez más a los mercados de crédito de forma directa. Un motivo por el que los bancos perdieron su anterior ventaja en términos de financiación es el rápido deterioro de su solidez intrínseca durante la crisis financiera. Además, en periodos más recientes, la percepción y los anuncios de reducción de los apoyos públicos elevaron el grado de riesgo de los bancos a ojos de los inversores, pese a que estas instituciones reforzaron sus posiciones de capital y liquidez. La incertidumbre sobre la situación financiera de los bancos —incluida su exposición al riesgo soberano— también desempeñó un papel destacado. (Véase Recuadro sobre el tratamiento regulatorio de las exposiciones frente a soberanos en el marco de capital de Basilea.)

Costes de financiación relativos y emisión de deuda

La crisis financiera de 2007-09 marcó el final de una era en la que los bancos habían disfrutado de ventajas de financiación. En el periodo anterior a la crisis, los

diferenciales de los índices de deuda bancaria de las economías avanzadas solían situarse entre un 20-30% por debajo de los índices de deuda corporativa no financiera (Gráfico 5, panel izquierdo). Esta diferencia cambió de signo en 2007, y los diferenciales bancarios alcanzaron el 95% por encima de los diferenciales de sociedades no financieras en Estados Unidos a finales de 2011; la cifra correspondiente fue del 150% tanto para la zona del euro como para el Reino Unido. A partir de entonces, la diferencia porcentual de costes de financiación se redujo de forma general. En noviembre de 2013, había desaparecido en términos agregados en el caso de las instituciones estadounidenses, aunque se mantenía en el 10% y el 40% para las instituciones de la zona del euro y británicas, respectivamente.

La erosión de la ventaja de los bancos en términos de financiación limita su eficacia como intermediarios. Existen indicios de que los bancos de la zona del euro, por ejemplo, repercutieron parte de sus costes de financiación relativamente altos. La tasa de interés media de los préstamos bancarios en la zona del euro encalló en niveles superiores al 3% en los últimos tres años, pese al descenso de las tasas oficiales. Conforme el coste de financiación en los mercados de deuda tendía a la baja, crecía el incentivo de las grandes empresas para sortear los bancos recurriendo directamente a los mercados (Gráfico 6, panel izquierdo). No resulta, por tanto, sorprendente que las emisiones netas en los mercados europeos de deuda crecieran considerablemente en 2012 (Gráfico 6, panel derecho)⁴. Las fuertes emisiones realizadas por empresas estadounidenses y de los mercados emergentes

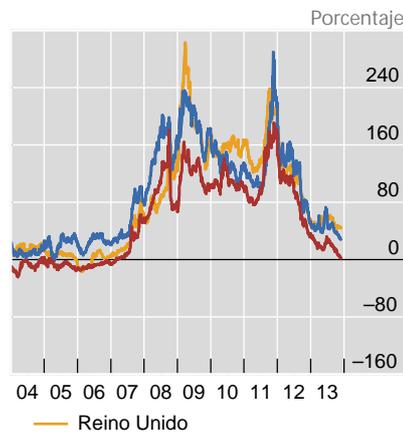
Percepciones en el mercado del grado de riesgo de los bancos

Gráfico 5

Costes de financiación relativos, todas las entidades¹



Costes de financiación relativos, entidades con calificación A^{1,2}



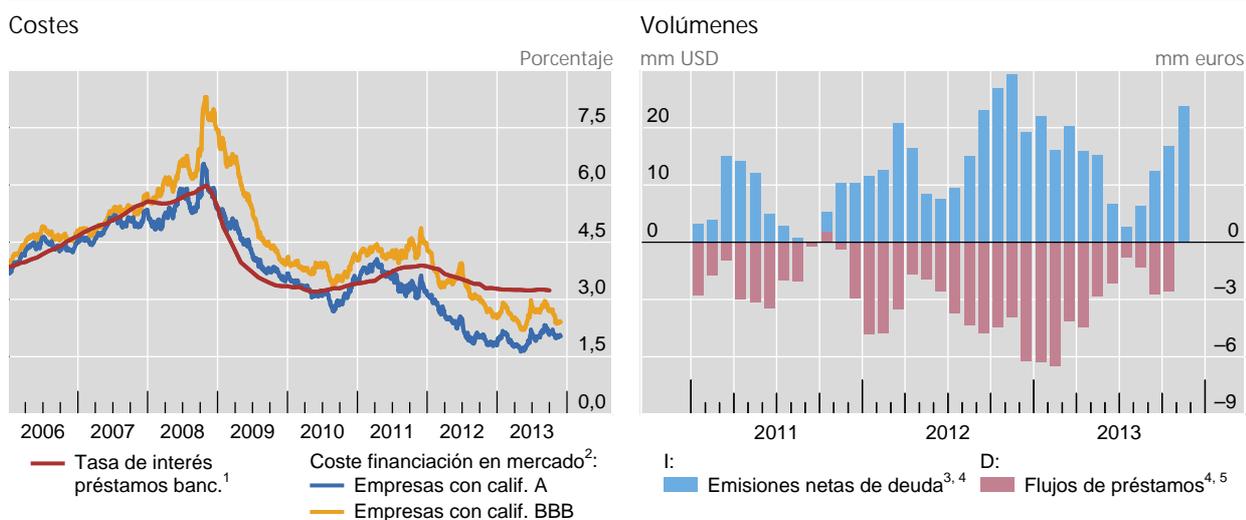
Relaciones precio/valor contable³



¹ Diferencial, ajustado de opciones, de un subíndice bancario menos el de un subíndice corporativo no financiero, dividido entre el diferencial del subíndice corporativo no financiero. Los subíndices incluyen activos denominados en moneda local. ² La serie británica se basa en subíndices financieros e industriales. ³ Medias simples de los principales bancos. Para la zona del euro: Banco Santander, BNP Paribas, Crédit Agricole, Deutsche Bank, ING Group, Société Générale y UniCredit. Para el Reino Unido: Barclays, HSBC, Lloyds y RBS. Para Estados Unidos: Bank of America Merrill Lynch, Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan Chase y Morgan Stanley.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

⁴ Las emisiones netas son iguales a las emisiones brutas de nuevos empréstitos menos la devolución de la deuda vencida. Así pues, esta medida se corresponde aproximadamente con la variación del saldo vivo del crédito bancario utilizado en el cálculo del crecimiento del crédito.



¹ Tasa de interés efectiva anualizada repercutida por las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro en los préstamos vigentes concedidos a sociedades no financieras (excluidos hogares), con plazo de vencimiento original de uno a cinco años. ² Rendimientos de la deuda denominada en euros emitida por sociedades no financieras europeas. ³ Emisiones netas (emisiones brutas menos devoluciones) de empréstitos locales e internacionales emitidos por sociedades no financieras de la zona del euro, con arreglo al criterio del propietario último. Basados en datos disponibles hasta el 27 de noviembre. ⁴ Media móvil de tres meses. ⁵ Flujos mensuales. Préstamos concedidos por las IFM de la zona del euro a sociedades no financieras, con plazo de vencimiento original de uno a cinco años (ajustados de días laborables y estacionalidad).

Fuentes: BCE; Datastream; Dealogic; JPMorgan Chase.

subrayan la naturaleza global de esta tendencia. Una escalada similar de las emisiones de deuda corporativa en todo el mundo se produjo cuando los mercados se recuperaron de la crisis financiera después de marzo de 2009.

Como resultado, la composición de la financiación empresarial se desplazó hacia la captación de fondos en el mercado. Una comparación entre los volúmenes de deuda corporativa emitida y de préstamos sindicados sugiere que los mercados de deuda europeos han superado recientemente a los bancos en financiación suministrada: más del 50% de la financiación acumulada captada por las empresas de la zona del euro desde comienzos de 2011 se obtuvo en los mercados de valores y no mediante préstamos sindicados. Además, los bancos de la zona del euro no suministraron nuevo crédito directo en términos agregados, de forma que el saldo vivo de préstamos a empresas cayó un 15% acumulado durante ese periodo. Así pues, los mercados eclipsaron a los bancos como fuente de crédito nuevo a las empresas de la zona del euro. En Estados Unidos, los préstamos sindicados siguieron el ritmo de las emisiones de deuda corporativa, dejando la participación de la financiación en los mercados inalterada y cercana al 33%⁵.

Las percepciones de una solvencia débil e incierta lastran a los bancos

La incertidumbre sobre el grado de riesgo de los bancos parece haber sido un motivo destacado de sus costes de financiación relativamente altos en los últimos años. Esto puede contrastarse examinando entidades —bancarias y no bancarias—

⁵ En 2007, esas participaciones fueron inferiores al 25% en ambos lados del Atlántico.

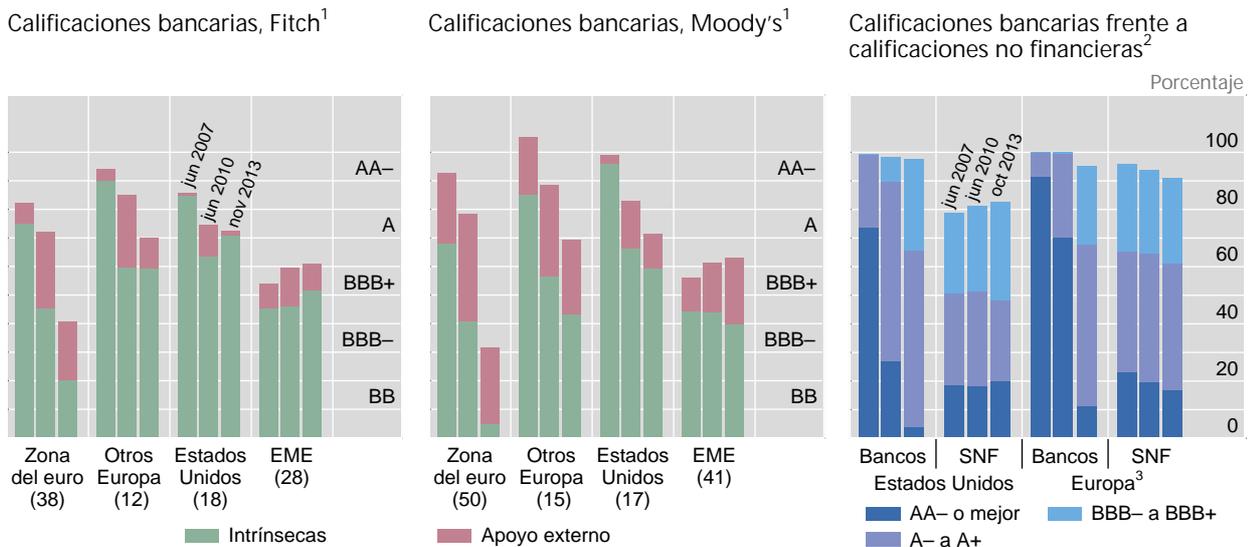
con calificaciones crediticias similares, de las que, consecuentemente, cabría esperar que impongan pérdidas semejantes a sus acreedores. Si solo las pérdidas crediticias esperadas afectan a la formación de precios en el mercado, dichas instituciones deberían afrontar costes de financiación similares. Esto fue lo que ocurrió en Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido antes de la crisis financiera (Gráfico 5, panel central). Posteriormente, la incertidumbre sobre las pérdidas crediticias emergió como un importante factor adicional. Desde 2007 a 2011, su impacto sobre las primas por riesgo impulsó los rendimientos de la deuda bancaria por encima de los de las sociedades no financieras con calificación similar. Este fenómeno revirtió más tarde en Estados Unidos, aunque mantuvo su vigor en la zona del euro y el Reino Unido.

La persistente incertidumbre sobre los bancos también se manifestó en los mercados bursátiles. En una muestra de grandes bancos con actividad internacional, las relaciones precio/valor contable han sido inferiores a la unidad durante casi cuatro años consecutivos (Gráfico 5, panel derecho). Estas relaciones han sido particularmente reducidas en los bancos de la zona del euro, hundiéndose por debajo de 0,4 a finales de 2011 y mediados de 2012, y situándose en 0,7 en noviembre de 2013. En cambio, los mercados bursátiles vislumbraron perspectivas mucho más brillantes en el sector no financiero, donde las relaciones precio/valor contable permanecieron por encima de la unidad durante la crisis financiera, oscilando en torno a 2 en noviembre de 2013.

Las calificaciones crediticias también expresan reservas sobre la fortaleza financiera de los bancos. Fitch y Moody's transmiten esta información a través de sus calificaciones «intrínsecas» (*stand-alone*), que reflejan la probabilidad de quiebra de un banco, asumiendo que no se prevé ayuda externa. A juzgar por sus calificaciones, las dos agencias coinciden en que la solidez financiera intrínseca de los bancos de las principales economías avanzadas era sustancialmente menor en noviembre de 2013 que a mediados de 2007, antes de la crisis financiera (Gráfico 7, paneles izquierdo y central). También coinciden en que a mediados de 2010 su solidez intrínseca ya se había deteriorado entre dos y tres escalones de calificación. Mientras que Moody's considera que este deterioro continuará en las economías avanzadas, Fitch discrepa. De hecho, esta última informa de un reciente empeoramiento o estabilización de las calificaciones intrínsecas de los bancos europeos, pero de una mejoría en los bancos estadounidenses.

Según las agencias de calificación, también aumentó el riesgo de crédito para los tenedores de deuda preferente y otros inversores en deuda bancaria que se benefician de garantías públicas explícitas o implícitas. El aumento del valor de estas garantías durante la crisis financiera internacional (barras rojas superiores en el Gráfico 7) limitó el simultáneo descenso de las calificaciones totales de los bancos, es decir, de las que incorporan tanto la solidez financiera intrínseca como el apoyo externo⁶. Sin embargo, después de 2010, una reducción del apoyo público percibido (menor tamaño de las barras rojas) contribuyó a un deterioro de las calificaciones totales de los bancos de las principales economías avanzadas. En promedio, este deterioro ascendió a más de tres escalones en el caso de los bancos de la zona del euro, a casi dos escalones en otros bancos europeos y a entre un quinto de escalón y un escalón en los bancos estadounidenses.

⁶ Véase un análisis de las calificaciones intrínsecas y totales (o todo incluido, *all-in*) de los bancos en F. Packer y N. Tarashev, «Métodos de calificación para bancos», *Informe Trimestral del BPI*, junio de 2011.



¹ Calificaciones crediticias medias. Número de bancos entre paréntesis. ² Procedentes de Moody's. Activos agregados de las empresas incluidas en una determinada categoría crediticia, en proporción de los activos combinados de todas las empresas calificadas del correspondiente sector y región. SNF = sociedades no financieras. ³ Incluye bancos domiciliados en Alemania, España, Francia, Italia, los Países Bajos, el Reino Unido y Suiza.

Fuentes: JPMorgan Chase; Moody's; cálculos del BPI.

Una reducción de los apoyos públicos puede ocurrir por dos motivos, con consecuencias opuestas sobre la estabilidad financiera. El primero tiene su origen en una débil situación financiera del soberano, que limita su *capacidad* para rescatar bancos en su jurisdicción. Este factor ha intervenido en varios países de la periferia geográfica de la zona del euro, cuyas calificaciones crediticias soberanas han experimentado rebajas de varios escalones desde mediados de 2010. En este caso, el deterioro de la solvencia de los gobiernos elimina una importante barrera de contención que podría estabilizar el sistema financiero en situaciones de tensión. El segundo motivo es una menor *disposición* del soberano a apoyar a los bancos, como se refleja en recientes medidas reguladoras, tanto en Europa como en Estados Unidos, encaminadas a abordar el problema de las entidades demasiado grandes para dejarlas quebrar. Esto promueve la estabilidad financiera al reforzar los incentivos para adoptar una conducta prudente.

La percepción del grado de riesgo de los bancos también ha aumentado en relación con el de las sociedades no financieras. Mientras que las calificaciones totales de muchos bancos estadounidenses, británicos y de la zona del euro se han deteriorado gradualmente en los últimos cinco años, las de las sociedades no financieras han permanecido básicamente estables. Como consecuencia, el grupo de bancos con altas calificaciones crediticias se redujo en relación con el de empresas altamente calificadas (menores barras azul oscuro en el panel derecho del Gráfico 7). Y al empeorar las perspectivas crediticias relativas de los bancos, sus costes de financiación relativos permanecieron elevados (Gráfico 5, panel central). Probablemente esto haya contribuido a un debilitamiento de la capacidad de intermediación de los bancos y, a menos que este proceso se invierta, no es buen presagio.

Las percepciones del mercado sobre el grado de riesgo de los bancos se vieron guiadas por varios factores, desde demandas judiciales hasta dudas persistentes

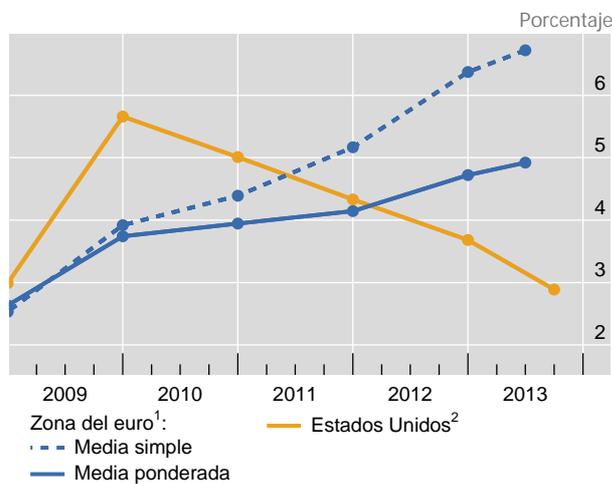
sobre la calidad de sus activos, especialmente en los bancos europeos. Las cifras publicadas indican que la tasa de morosidad de los préstamos bancarios tendió al alza después de 2008 en la zona del euro, aunque bajó después de 2009 en Estados Unidos (Gráfico 8, panel izquierdo)⁷. Al mismo tiempo, los agregados publicados ocultan grandes diferencias entre bancos y países (Gráfico 8, panel derecho). La acumulación gradual de esas tensiones fue concomitante con la contracción del crédito bancario en la zona del euro. Solo desde mediados de 2012, los bancos europeos han perdido más de 2 billones de euros en activos, según estimaciones del sector.

Las autoridades económicas han reconocido que la incertidumbre que rodea a los bancos obstaculiza una recuperación generalizada. Con el fin de fortalecer el sistema bancario, el BCE anunció el 23 de octubre los detalles de una evaluación global de 130 grandes entidades de crédito que durará 12 meses. La tenue respuesta de los mercados bursátiles sugiere la anticipación generalizada del acontecimiento. La evaluación consiste en un análisis armonizado de la calidad de los activos, seguido de una prueba de resistencia prospectiva. Los objetivos son promover la transparencia sobre la situación de los bancos, corregir los balances y restaurar la confianza en la solidez del sector bancario de la zona del euro. En consecuencia, los bancos estarán obligados a adoptar medidas correctoras si su coeficiente de capital ordinario de Nivel 1 se considera insuficiente con respecto al valor de referencia del 8%, ya sea debido a revaluaciones de los activos o en un escenario de tensión.

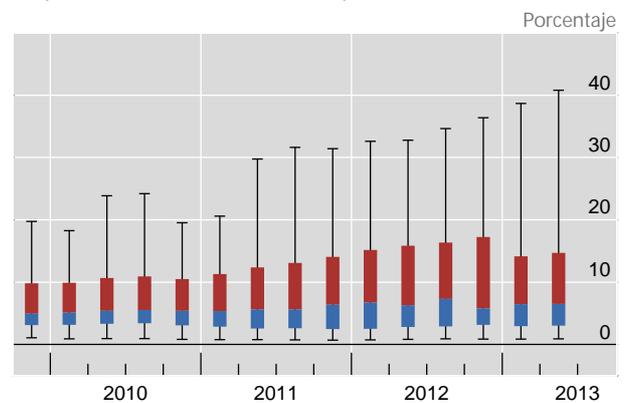
Indicadores de calidad de los préstamos de los bancos de la zona del euro

Gráfico 8

Tasa de morosidad



Dispersión de la calidad de los préstamos³



¹ Importe total bruto de los préstamos dudosos y en mora, en porcentaje de los instrumentos de deuda, préstamos y anticipos, de grupos bancarios locales de la zona del euro y de sucursales y filiales extranjeras. ² Préstamos en mora (préstamos con retraso en pagos de más de 90 días más préstamos con suspensión del pago de intereses), en porcentaje de los préstamos totales de todos los bancos estadounidenses. ³ Préstamos fallidos y préstamos con retraso en pagos (>90 días) sobre el volumen total de préstamos de 56 grandes bancos de la UE. El diagrama de caja está centrado en la tasa de morosidad de los préstamos del banco mediano (típico), la caja alrededor de la mediana representa el intervalo entre los percentiles 25º (azul) y 75º (rojo), y los bigotes marcan los percentiles 5º y 95º, respectivamente.

Fuentes: BCE; Autoridad Bancaria Europea; US Federal Financial Institutions Examination Council.

⁷ Aunque las tendencias a lo largo del tiempo son elocuentes, es posible que los niveles no sean comparables entre regiones debido a diferencias en las definiciones, la información publicada y el tratamiento regulatorio.

Tratamiento del riesgo soberano en el marco de capital de Basilea

A veces se afirma que el marco de capital de Basilea prescribe una ponderación por riesgo cero a las exposiciones bancarias frente a soberanos. Esto es incorrecto. Basilea II y Basilea III exigen unos requerimientos mínimos de capital *acordes con el riesgo de crédito subyacente*, en consonancia con el objetivo de garantizar la sensibilidad al riesgo. Esta es la filosofía básica del marco.

En la mayoría de las jurisdicciones, el tratamiento de las exposiciones frente a soberanos^① en la cartera de inversión sigue el marco de Basilea II, que no ha cambiado en Basilea III^②. Las jurisdicciones pueden optar entre una de dos metodologías (o ambas): el Método Estándar, fundamentado en calificaciones crediticias externas; y el método Basado en Calificaciones Internas (IRB), que utiliza las evaluaciones del riesgo realizadas por los propios bancos.

La metodología más pertinente para los bancos con actividad internacional es el *método IRB*. Este método se diseñó teniendo en mente a los mayores bancos del mundo, incluidas las entidades de importancia sistémica mundial (G-SIB). El método IRB exige que los bancos evalúen el riesgo de crédito de cada soberano utilizando una escala de calificación desagregada, teniendo en cuenta todas las diferencias de riesgo relevantes mediante una ponderación por riesgo a la medida de cada soberano. Las ponderaciones por riesgo se determinan fundamentalmente a través de las estimaciones por los propios bancos de la probabilidad de incumplimiento (PD) y de la pérdida en caso de incumplimiento (LGD) para cada exposición. El método no prescribe niveles mínimos de PD o LGD para las exposiciones frente a soberanos, pero incluye detallados requisitos mínimos de índole cualitativa. En particular, el marco exige una «diferenciación significativa» del riesgo.

A efectos ilustrativos, el Cuadro A establece las PD y sus ponderaciones por riesgo asociadas para bancos que utilicen el método IRB básico. Esta variante del IRB, a diferencia de su modalidad avanzada, permite a los bancos emplear sus propias evaluaciones de las PD, pero les exige utilizar una LGD estándar del 45% establecida por los supervisores. Las PD están sujetas a validación del supervisor. Los datos sobre 201 grandes bancos recabados por el Comité de Basilea muestran una PD media ponderada para las exposiciones frente a soberanos sujetas al método IRB del 0,1%^③.

El marco de Basilea se basa en la premisa de que los bancos utilicen el método IRB en todo el grupo bancario y para todas las clases de activos. No obstante, reconoce que podría no ser factible aplicar el método IRB a todas las clases de activos y unidades de negocio del banco al mismo tiempo. Por tanto, faculta a los supervisores nacionales a que permitan a sus bancos una aplicación gradual de este método en el grupo bancario. Y, sujeto a estrictas condiciones, también les permite mantener indefinidamente ciertas exposiciones en el Método Estándar. Sin embargo, para que esto ocurra, estas exposiciones deberán estar en unidades de negocio no significativas o en clases de activos irrelevantes en cuanto a tamaño y riesgo percibido. Como consecuencia, cabe esperar que los bancos que adopten el método IRB trasladen, con el paso del tiempo, todas las exposiciones relevantes al marco IRB.

Ponderaciones por riesgo ilustrativas frente a soberanos en el método IRB

Cuadro A

Clase de activo: LGD: 45% Vencimiento: 2,5 años	Exposición frente a soberanos
Probabilidad de incumplimiento (%)	Ponderación por riesgo (%)
0,01	7,53
0,05	19,65
0,10	29,65
0,25	49,47
0,50	69,61
1,00	92,32
5,00	149,86
10,00	193,09

Fuente: BPI.

Calificaciones crediticias y ponderaciones por riesgo soberano en el Método Estándar

En porcentaje

Cuadro B

Calificaciones crediticias	AAA a A-	A+ a A-	BBB+ a BBB-	BB+ a B-	Inferior a B-	Sin calificar
Ponderación por riesgo	0	20	50	100	150	100

Fuente: BPI.

Por regla general, el Método Estándar también prescribe ponderaciones por riesgo positivas. Como se muestra más adelante, y en función de las calificaciones crediticias externas, asigna una ponderación por riesgo positiva a todos los créditos salvo a los de máxima calidad (AAA a AA). Dicho esto, los supervisores nacionales están facultados para ejercer su discrecionalidad y establecer una ponderación por riesgo menor siempre que las exposiciones se denominen y financien en la moneda del correspondiente estado^④.

Existen notables diferencias en la aplicación de las normas de Basilea entre jurisdicciones^⑤. Por ejemplo, en Estados Unidos se exige a los bancos con actividad internacional la utilización del método IRB; se está realizando una aplicación en paralelo y el proceso aún no ha finalizado. Como resultado, por el momento continúan utilizando la versión local del Método Estándar. En la Unión Europea (UE), las autoridades han facultado a los supervisores para que permitan a los bancos que siguen el método IRB continuar aplicando permanentemente el Método Estándar a sus exposiciones frente a soberanos. A su vez, al aplicar el Método Estándar, las autoridades de la UE han establecido una ponderación por riesgo cero no solo a las exposiciones frente a soberanos denominadas y financiadas en la moneda del correspondiente estado miembro, sino también a las exposiciones frente a soberanos denominadas y financiadas en las monedas de cualquier otro estado miembro^⑥.

Como resultado de estas diferencias, las ponderaciones por riesgo soberano aplicadas varían considerablemente entre los grandes bancos internacionales, incluidos los de importancia sistémica mundial. De hecho, la disparidad de las ponderaciones por riesgo soberano es una importante fuente de variabilidad de los activos ponderados por riesgo de los diferentes bancos. Las autoridades nacionales son las responsables de aplicar el método IRB en consonancia con el marco de Basilea a fin de lograr las adecuadas ponderaciones por riesgo soberano.

^① Las exposiciones frente a soberanos incluyen los riesgos frente a la administración central y al correspondiente banco central. ^② El tratamiento del riesgo soberano en Basilea I se basaba en la distinción entre miembros y no miembros de la OCDE. Conforme a Basilea I, los bancos asignaban una ponderación por riesgo del 0% a las exposiciones frente a países miembros de la OCDE; a las exposiciones frente a países no miembros de la OCDE se les asignaba una ponderación por riesgo del 100%. El marco de Basilea I continúa siendo la norma mínima en algunas jurisdicciones. ^③ Véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Regulatory consistency assessment programme (RCAP) – Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*, julio de 2013. ^④ Cuando se ejerza esta discrecionalidad, y a fin de garantizar unas condiciones competitivas equitativas, los supervisores bancarios de otras jurisdicciones también podrán permitir a sus propios bancos aplicar las mismas ponderaciones por riesgo frente al soberano en cuestión con arreglo a las mismas condiciones, a saber, siempre que esas exposiciones se denominen y financien en la correspondiente moneda. ^⑤ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Informe sobre los avances en la aplicación del marco regulador de Basilea*, octubre de 2013. ^⑥ Esta disposición desaparecerá gradualmente entre 2017 y 2020. El nuevo marco, regulado por la Directiva sobre Requisitos de Capital IV (CRD IV) que entrará en vigor en enero de 2014, sustituye al tratamiento amparado en la CRD III. El nuevo marco exige que, una vez finalizado el proceso de eliminación gradual, las correspondientes exposiciones se basen en las evaluaciones de las agencias de calificación crediticia.