

# Claves en la normalización de los mercados financieros

Miguel Arregui  
Sara Baliña  
David Cano  
Daniel Suárez\*

## Introducción

Más de tres años después del inicio de la crisis financiera y dos desde su máximo exponente, la quiebra de Lehman Brothers, es posible decir que lo peor del mayor evento de estrés en los mercados financieros en décadas, ha quedado atrás. Este diagnóstico, compatible con afirmar que la crisis no ha finalizado, no evita que podamos asistir a momentos de aumento de la tensión que, como en el caso de la crisis de deuda soberana PIIGS<sup>1</sup>, son consecuencia indirecta de los problemas de solvencia de algunas entidades financieras y del acuerdo alcanzado por los gobiernos en octubre de 2008 para evitar su quiebra. Las lecciones de esta crisis son abundantes, gracias a que muchas de las herramientas implantadas han resultado eficaces para la función para la que se diseñaron: dar liquidez a los mercados financieros, favorecer la financiación mayorista de las entidades, mejorar su solvencia, evitar las corridas bancarias y las órdenes masivas de venta de los fondos de inversión monetarios, etc. Los acontecimientos más recientes han servido para aumentar esta lista de medidas no convencionales (o para aumentar el número de agentes que las han aplicado), que se debe convertir en todo un recetario para aplicar en casos similares en el futuro, o, más recomendable aún, para evitar que se repitan acontecimientos tan extraordinarios como los vividos en los últimos años.

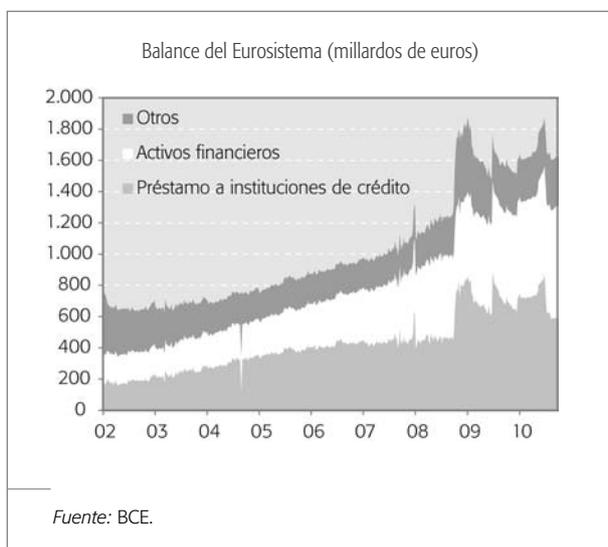
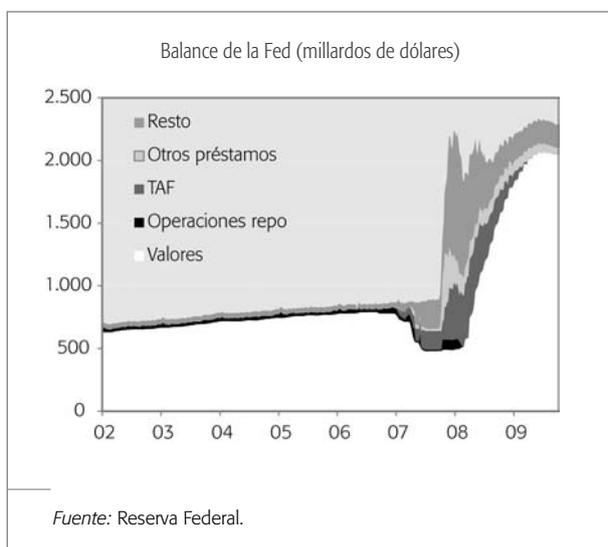
\* Analistas Financieros Internacionales y Afinet Global EAFI.

<sup>1</sup> Siglas de Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España

## 1. El papel de la política monetaria no convencional

En el proceso de gestión de la crisis iniciada en 2007, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han jugado un papel clave como amortiguadores de la caída del PIB, mediante una intensa rebaja, hasta mínimos históricos, de los tipos de interés de intervención. Pero el elemento singular de su actuación radica en el papel jugado como estabilizadores de los mercados financieros lo que, de forma indirecta, también ha supuesto limitar los impactos negativos sobre el crecimiento económico. La Reserva Federal y el Banco de Inglaterra fueron los primeros en romper con la ortodoxia monetaria al implementar, entre finales de 2008 y principios de 2009, programas de compras de activos (deuda pública, pero también deuda privada con menor demanda por parte de los agentes privados, como titulizaciones hipotecarias y deuda de agencias hipotecarias, FannieMae y Freddie Mac, en el caso de EE.UU.), con el doble objetivo de complementar el suministro de liquidez al sistema, que ya garantizaban las operaciones de inyección existentes y creadas *ad-hoc* a raíz de la crisis, y mantener anclados en niveles reducidos los tipos de interés a largo plazo (base de las condiciones de financiación a hogares y empresas). Como consecuencia de estas medidas de “inversor financiero”, el balance de la Reserva Federal se ha visto incrementado en aproximadamente 1,5 billones de dólares y el del Banco de Inglaterra en 200 millardos de libras, con un aumento de la base monetaria sin precedentes.

Más tardío ha sido el BCE en la implantación de herramientas de política monetaria no convencionales, centrandose inicialmente su estrategia de apoyo en ampliar el



mecanismo de inyección de liquidez al mercado interbancario mediante subastas, bien ampliando los plazos de vencimiento (hasta seis y doce meses), bien implantando un procedimiento de plena adjudicación (*full allotment*).

La eficacia de las medidas no convencionales se evidenció con claridad, a partir de la segunda mitad de 2009, en la reducción de las distorsiones vigentes en variables clave como los tipos de interés. El alivio de las tensiones en los mercados de financiación mayorista, junto con la percepción, avalada con los primeros avances trimestrales del PIB, de que la economía mundial gozaba de una fase de recuperación, plantearon la disyuntiva entre mantener o iniciar una retirada gradual de las medidas de estímulo (*exitstrategy*). Pocos meses después, los acontecimientos dictaron la respuesta: se podían retirar las facilidades de financiación de baja utilización (en el caso de la Reserva Federal, TAF, TSLF, PDCF, CPFF...), así como reducir el plazo de las subastas e introducir mecanismos competitivos en

la determinación de los tipos de interés (BCE). Pero, en sentido contrario, debía mantenerse o intensificarse una nueva "versión" del *quantitative easing*, más centrada, esta vez en deuda pública, en EEUU como respuesta a los síntomas de recaída en la recuperación económica y en la UME como estrategia de apoyo a los estados periféricos (*Securities Markets Programme* o SMP).

Las dudas sobre la sostenibilidad de la dinámica de la deuda pública en algunas de las principales economías de la periferia del Área euro desataron, a partir de abril de 2010, la mayor oleada de riesgo soberano sistémico en el área monetaria desde su creación, alterando, no sin cierto debate interno, la hoja de ruta del BCE. Los niveles alcanzados de déficit y deuda, compartidos por países núcleo como Alemania y Francia, quedaron en un segundo plano y fue la capacidad para revertirlos vía crecimiento, inflación y/o consolidación fiscal, lo que marcó la pauta y magnitud del castigo a las curvas de deuda soberanas. Grecia lideró el movimiento. Los temores a un posible impago de su deuda, ante los vencimientos que tenía que afrontar entre abril y mayo, y las señales intensas de inestabilidad en el seno de su sistema financiero, elevaron sus costes de financiación a cotas *imposibles* para la dinámica de su deuda: a principios de 2010, la deuda pública a diez años griega cotizaba con un diferencial frente a Alemania de 240 puntos básicos; el siete de mayo, este diferencial rozaba los 1.000 puntos básicos.

El contagio al resto de economías periféricas peor posicionadas en términos de capacidad de recuperación económica, desequilibrios estructurales y/o vulnerabilidad de su sistema financiero (entre las que destacaron, Portugal, Irlanda y España) fue inmediato y con una dimensión tal, que hizo que un escenario, hasta el momento impensable, de abandono de uno o varios países miembros del Área euro, empezase a ganar probabilidad<sup>2</sup>.

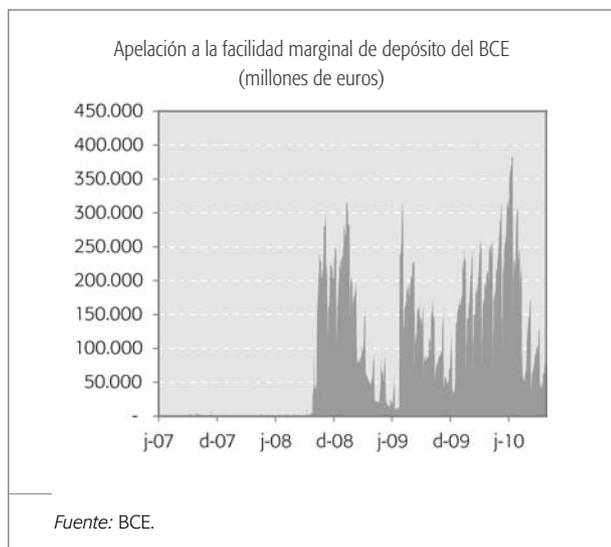
El nivel de penalización alcanzado exigía de una respuesta global, consensuada a nivel europeo, y con la vocación firme de frenar la oleada de riesgo sistémico desatada tras las dificultades en la resolución de la crisis griega. El nueve de mayo, y tras una reunión de urgencia, el ECOFIN, el FMI y el BCE respondieron de forma coordinada al anunciar la aprobación de un conjunto de medidas destinadas a preservar la estabilidad del Área euro, que incluía como principal novedad la creación de un mecanismo europeo de estabilización financiera (*European Financial Stability Facility*, EFSF) respaldado por el FMI, que se comprometía a aportar, al menos, la mitad de los re-

<sup>2</sup> Entre algunos analistas, inversores y políticos, otro de los escenarios que comenzaron a plantearse fue el de un abandono del Área euro por parte de Alemania.

cursos ofrecidos por la UE. El montante total del EFSF ascendía así a 750 millardos de euros, de los cuales 500 millardos quedaban articulados en dos tramos:

- El primero, por un importe de 60 millardos de euros, se enmarca dentro del Art. 122.2 del Tratado de la UE, por el que se permite la activación de ayuda financiera a estados miembros en dificultades originadas por situaciones excepcionales. Su puesta en marcha, de producirse, se hará con una condición similar a la impuesta en las ayudas del FMI.
- El segundo se configura como un vehículo de propósito especial (SIV, por sus siglas en inglés), por el cual los estados miembros de la UE, de forma coordinada y respetando la normativa nacional, se comprometen a aportar hasta 440 millardos de euros, durante un período máximo de tres años. Dicho vehículo podrá apelar al mercado y será con las emisiones de bonos que realice cómo se cubra el importe de los potenciales préstamos que se lleguen a conceder a países en dificultades que soliciten la activación de la ayuda<sup>3</sup>.

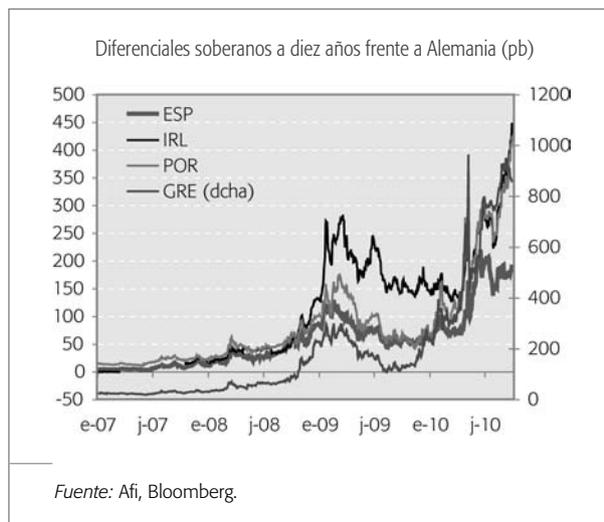
Además, se confirmaban los importes de ayuda a Grecia para el horizonte 2010-12: 110 millardos de euros en total (80 millardos con cargo al Eurogrupo a través de préstamos bilaterales concedidos por los países miembros y con un coste aproximado del 5 por 100 anual), de los que 40 millardos (10 millardos de ellos aportados por el FMI) se destinaban a 2010. Desde mayo y hasta la fecha, Grecia ha recibido casi 30 millardos de euros bajo esta línea de ayuda, lo que ha evitado un potencial *default*.



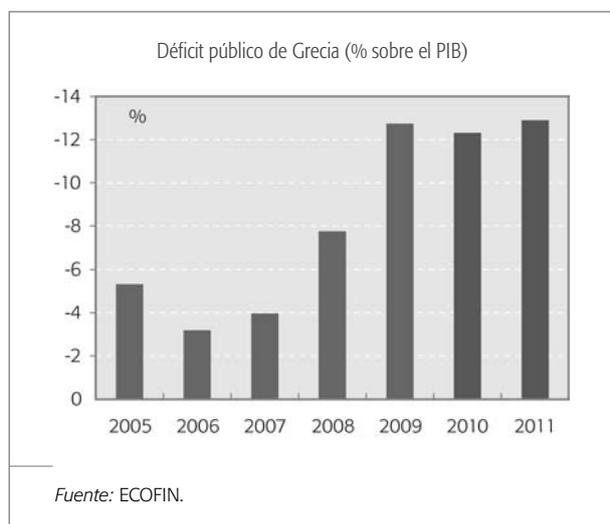
<sup>3</sup> Recientemente ha sido calificado con la máxima calidad crediticia.



En este contexto, el BCE, la única autoridad con capacidad para intervenir en el mercado de forma inmediata y sin límites de cantidad, daba un paso al frente: anunciaba el inicio de intervenciones en los mercados de deuda pública y privada del Área euro (*Securities Markets Programme, SMP*) en los que se detectasen disfunciones<sup>4</sup>, replicando de esta forma la estrategia seguida por la Reserva Federal, pero también por él mismo, mediante el *Covered Bond Purchase Programme (CBPP)* entre julio de 2009 y junio de 2010 en el que adquirió 60 millardos de EUR en *covered bonds*. En consecuencia, de nuevo, el escrutinio del mercado obligaba a los bancos centrales a mantener su presencia en el sistema



<sup>4</sup> El único programa de compra de activos vigente hasta ese momento por parte del BCE era el de compra de *covered bonds*, finalizado en julio de 2010, y con el que el BCE adquirió, tanto en mercado primario como secundario, *covered bonds* por un importe de 60 millardos de euros.



y a avanzar, más si cabe, hacia la figura del “prestamista de última instancia”.

Aun cuando el volumen de compras de deuda realizadas por el SMP está siendo reducido y no comparable en tamaño a las llevadas a cabo por la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, el hecho de que el BCE haya abierto el abanico de posibilidades y haya optado por esta vía, tres años después del inicio de la crisis, revela los riesgos que entraña una retirada prematura de los apoyos monetarios y, al mismo tiempo, la eficacia de la política monetaria en tareas alejadas de su objetivo más tradicional de lucha contra la inflación.

## 2. Respuesta de los mercados de deuda pública: mayo 2010 versus septiembre 2010

Las estrategias de salida no parecen estar, por lo tanto, en la agenda ni de los bancos centrales ni de los organismos que han dado su respaldo a los planes de rescate. Y es que, a pesar de todas las medidas de apoyo adoptadas, la mejoría en los mercados de deuda de países como Grecia, Irlanda o Portugal ha sido muy discreta permitiendo, tan sólo, contener el castigo experimentado, pero sin revertirlo. Un caso diferente es el de España. Si bien es cierto que la situación del Tesoro español dista mucho de ser parecida a la de los emisores núcleo, también es cierto que, pasada la primera oleada de riesgo soberano que afectó prácticamente por igual a todos los países periféricos, el comportamiento de la deuda pública española ha sido mucho más positivo.

Los progresos de consolidación y mejora, tanto en el ámbito de la reestructuración bancaria como de reconduc-

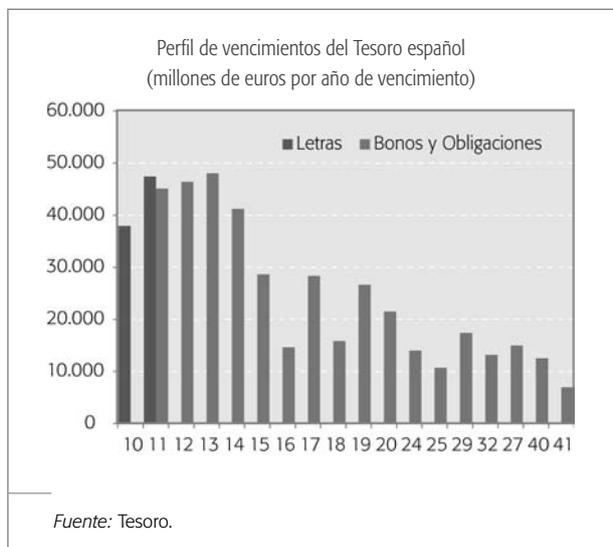
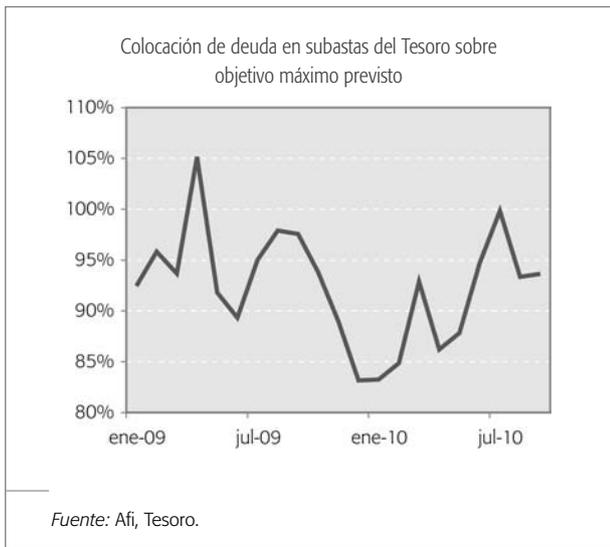
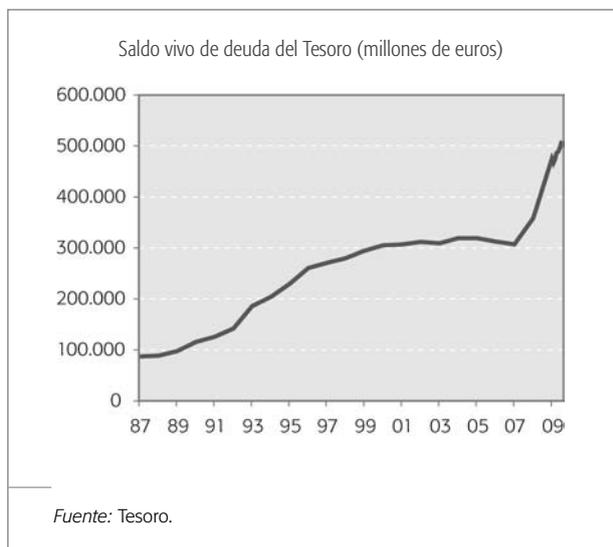
ción de los desequilibrios públicos en España, han sido los pilares básicos sobre los que se ha asentado este proceso de convergencia en tipos hacia la deuda de los países núcleo (con una calidad crediticia más acorde a la del Tesoro español) y se haya abandonado la senda de incremento del coste de la deuda, tal y como sigue sucediendo con el resto de países periféricos. Las claves de la mejoría han residido en:

- El “mensaje” de mayor transparencia y credibilidad aportado por los resultados de las pruebas de resistencia para el sistema financiero español en dos vertientes diferentes. Por un lado, al incluir al grueso del sistema financiero y no sólo a las entidades más grandes y mejor posicionadas como han hecho otras jurisdicciones y, por otro lado, al asumir unos escenarios más estresados, un elemento que ha sido crítico a la hora de reducir las presiones del sistema financiero español y, en definitiva, minorar la percepción de “riesgo España”, sobre todo ante la falta de “fiabilidad” de los datos presentados por otras entidades o sistemas financieros.
- Los avances en el proceso de reestructuración bancaria. Un *handicap* a la hora de acceder a los mercados financieros era el reducido tamaño de algunas entidades. Con la reestructuración de las cajas de ahorro se espera conseguir —y el mercado así lo ha interpretado— una mayor visibilidad por parte de las entidades que surjan de las fusiones y que, en última instancia, facilite su acceso a los mercados mayoristas.
- La capacidad del Tesoro para hacer frente sin problemas a su esquema de vencimientos, con resultados satisfactorios en las últimas subastas, tanto en términos de demanda como de coste.
- El fuerte avance en la ejecución presupuestaria de julio que acerca la posibilidad de cumplir con el objetivo de reducción de déficit público para 2010. La caída del 3,7 por 100 de los gastos y el incremento de más del 30 por 100 de los ingresos en esos seis primeros meses del año hace más factible alcanzar el objetivo de reducir el déficit desde el 11,2 por 100 de 2009 hasta el 3,0 por 100 previsto por el Gobierno para 2013.

Estos avances y el impacto que han tenido en los mercados han servido para reforzar la estrategia de financiación del Tesoro que, en lo que llevamos de año, ha conseguido captar unos 160 millardos de euros, lo que supone cerca del 75 por 100 de su objetivo anual de emisión bruta. La buena marcha del proceso de endeuda-

miento del Estado y la caída de tipos y diferenciales son elementos clave para evitar problemas de insostenibilidad de la deuda como los que siguen atosigando en la actualidad a otros países.

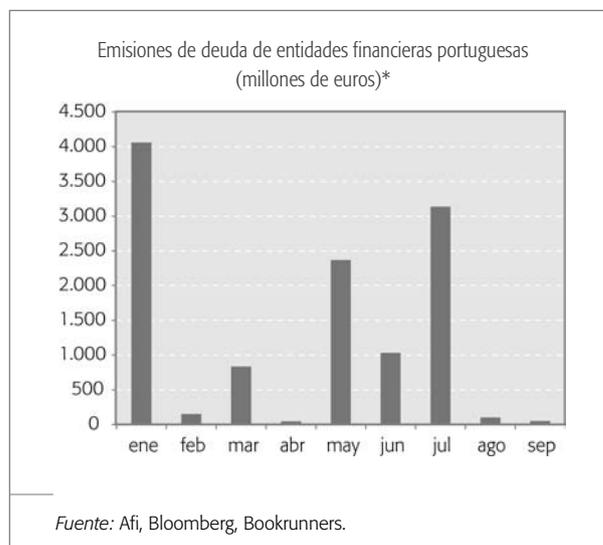
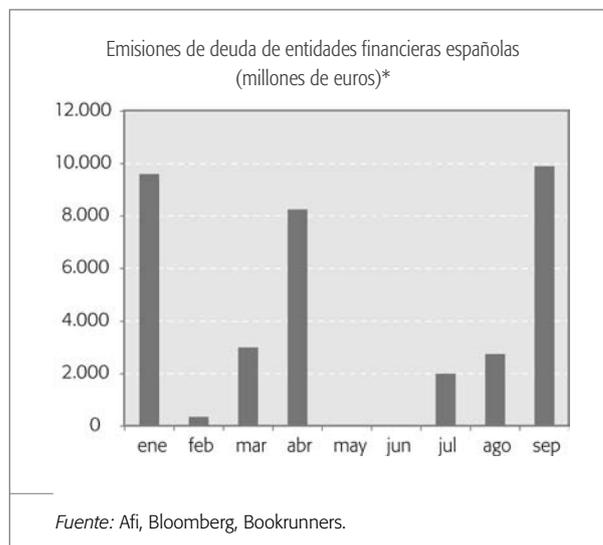
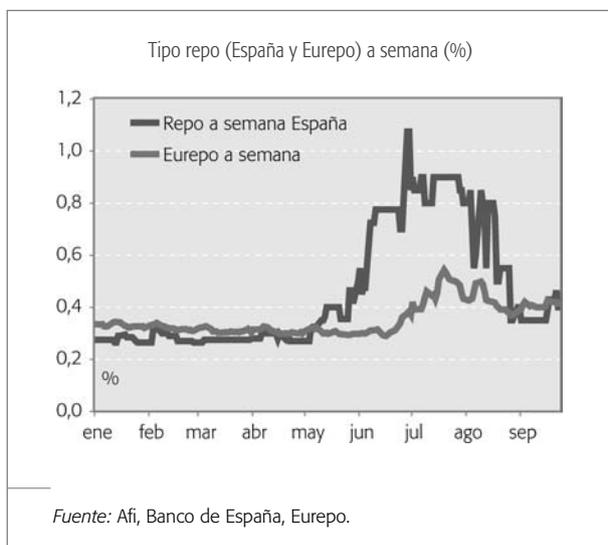
Clave en el comportamiento del mercado de deuda también ha sido la participación del sector no residente en las subastas de deuda pública. En un contexto de inestabilidad financiera y continuas dudas sobre la capacidad de los estados soberanos de afrontar con garantías sus pagos de deuda, poder contar con una base inversora bien diversificada es un elemento discriminatorio de primer orden. El apetito no residente por la deuda pública española parece haber vuelto tras unos meses en los que su participación en las subastas del Tesoro había caído. En la actualidad cerca del 45 por 100 de la deuda del Estado, es decir unos 230 millardos de euros, está en manos del sector no residente.



### 3. Mercado de financiación para financieros

La recuperación de la actividad en el mercado *repo* es otro de los frentes a vigilar. La operativa *repo* consiste en la venta de un activo con pacto de recompra. Una entidad vende un activo a un precio determinado a otra entidad a cambio de que, transcurrido un tiempo, esta entidad recompre el activo que vendió y pague por ello un tipo de interés. En el mercado *repo* es frecuente que el activo que se negocie —también llamado activo subyacente— sea deuda pública. Que el tipo de interés sea mayor o menor depende, en buena medida, del riesgo de crédito asociado a la contrapartida y al subyacente, y alerta sobre la dirección del mercado, favorable o desfavorable, a negociar con determinadas entidades (contrapartidas) o con la deuda pública de determinados países (subyacente).

En este contexto, los tipos de interés que las entidades españolas tenían que satisfacer para ceder sus carteras en *repo* —y obtener así liquidez hasta la fecha de recompra— se incrementó de forma significativa en términos absolutos y relativos con la media europea (*Eurepo*). En el momento de máximo estrés de la deuda soberana, el tipo *repo* a semana para entidades españolas se situaba cerca del 1,1 por 100 frente a una media europea del 0,4 por 100. Esta divergencia era consecuencia de una escasa voluntad de prestar fondos a los agentes financieros españoles. Superados los meses críticos de mayo y junio y ante el calado de las reformas financieras y fiscales acometidas, la reducción del diferencial *repo* (España) – *Eurepo* ha sido total, hasta el punto de que las carteras con colateral de deuda española se financian en estos momentos en niveles similares e incluso ligeramente inferiores a los de la media europea.



La mejora observada en el mercado ha contribuido a aliviar la presión sobre los activos financieros españoles; tanto deuda del Tesoro —los propios bonos del Estado— como deuda de las entidades financieras. Tras el cierre del mercado primario de crédito en la recta final del primer semestre del año, que tuvo una incidencia en España superior a la de otros países, la actividad ha regresado con la emisión de deuda financiera y corporativa.

Así, las emisiones realizadas por entidades españolas desde finales de agosto se han caracterizado por los elevados niveles de rentabilidad pagados, por tener vencimientos muy acotados en plazo (normalmente con vencimientos de entre dos y tres años), y por estar muy restringidas a determinados emisores, ya que de los cerca de 36 millardos de euros emitidos a mercado por entidades financieras en 2010, el 50 por 100 ha correspondido a las dos de mayor tamaño. En cualquier caso, este incre-

mento de la actividad en mercados sirve para reforzar la posición de España en su conjunto como emisor consolidado y fiable, un paso adelante para la reinstauración de la normalidad en el mercado de deuda.

#### 4. Conclusiones

El papel de los bancos centrales como gestores de la crisis está fuera de toda duda. La aplicación de sus políticas monetarias —convencionales y heterodoxas— ha resultado clave para contener la expansión del castigo a los activos financieros. Asimismo, el papel ejercido por las autoridades supranacionales articulando programas de res-

\* Emisiones excluidas canjes, emisiones minoristas y emisiones en divisa distinta al euro

cate y de soporte a las economías más maltrechas, también ha sido un elemento de sustento importante. Sin embargo, las medidas de corte fiscal adoptadas por los gobiernos han llevado aparejado un incremento del déficit y de la deuda pública en la gran mayoría de los países de la OCDE hasta niveles significativamente superiores a los que mantenían antes de la crisis. En ausencia de capacidad de crecimiento orgánico, el deterioro en las cuentas públicas en estos países ha marcado el comienzo de una etapa caracterizada por las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda en algunas economías y ha llevado aparejado un incremento notable de las tensiones en los mercados de deuda soberana. Junto a Grecia, Portugal e Irlanda, Es-

paña ha estado en ese grupo de países, más vulnerables y con mayores desequilibrios estructurales sujetos al escrutinio del mercado. Sin embargo, las medidas adoptadas en España, que tienen sus raíces en la reordenación del sistema financiero y la reconducción del déficit público, han calado en el sentimiento de mercado. El alivio que estas medidas han supuesto para la deuda pública se ha transferido también al mercado de crédito. En este contexto, los agentes financieros españoles han cerrado un capítulo de la crisis financiera dominado por la incapacidad para captar fondos en el mercado primario de deuda, algo fundamental para garantizar la viabilidad y supervivencia de las entidades en un entorno tan hostil como el actual.