



CUADRO DE MANDO DEL Seguimiento de la crisis financiera

Departamento de Análisis de Afi

El deterioro de las cuentas públicas pone en riesgo el proceso de salida de la crisis

DIFERENCIALES SOBERANOS

La hipótesis de inversores racionales exige una tasa de rentabilidad acorde con el riesgo asumido en la inversión. Así, los tipos de interés de la deuda de diferentes emisores soberanos deben poner de manifiesto, además de las diferencias estructurales de cada economía, el diferencial de riesgo percibido sobre cada uno de esos países. En el caso de la UME, esas divergencias estructurales son escasas y, por tanto, los diferenciales corresponderán, mayoritariamente, al riesgo específico de cada economía.

Las comparaciones suelen hacerse con el Tesoro alemán, debido a que es la principal economía de la UME, a que su política económica se encuentra entre las más estables del área monetaria y, sobre todo, a que sus títulos de deuda pública son los únicos entregables en el mercado de futuros

Eurex. Por tanto, reducciones de los diferenciales son asimilables a una menor prima de riesgo de dicho Tesoro frente al alemán y viceversa cuando los diferenciales se amplían.

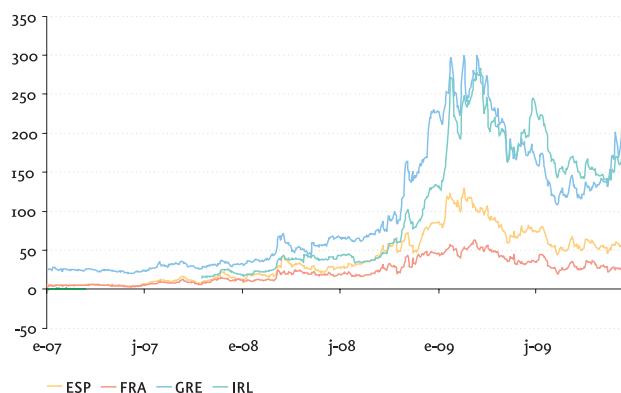
Los recientes «avisos» de las agencias de *rating* sobre la sostenibilidad de los déficit públicos de países como Grecia o España han elevado la percepción de riesgo específico en el entorno de la UME. Los diferenciales soberanos frente a Alemania de los países periféricos (entre los que destacan Italia, Portugal, España o Grecia) se han elevado de forma notoria y, en particular, en este último caso, en el que el deterioro de las cuentas públicas y la profundidad del ajuste son más sustantivos.

DEVOLUCIÓN DE AYUDAS

Bajo el nombre de TARP (Troubled Asset Relief Program), las entidades financieras estadounidenses con problemas de liquidez y valoración de activos poco líquidos o dañados consiguieron fondos públicos para superar los problemas derivados de las elevadas condiciones de estrés de los mercados. El Gobierno de los EEUU accedió a inyectar liquidez en dichas entidades a cambio de que, una vez superadas las condiciones de iliquidez de los mercados, devolviesen las ayudas.

En las últimas semanas del año, hemos asistido a la devolución de dichas ayudas por parte de las entidades implicadas, incluyendo dos de los bancos a los que la crisis golpeó más duramente: Citigroup y Bank of America. En ambos casos, la deuda contraída por las entidades frente al Estado ascendía a 45.000 millones de dólares. Estas devoluciones ponen de manifiesto que las condiciones anómalas de mercado que se derivaron de la quiebra de

Diferenciales en TIR soberano contra
Alemania a 10 años (en puntos básicos)



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

CAPITAL INYECTADO EN ENTIDADES FINANCIERAS DE EEUU Y DEVOLUCIÓN DE DICHS FONDOS

Recapitalizaciones en EEUU

Entidad	Cantidad (mill. de USD)	Devolución de ayudas
Bank of America	45.000	• 19.290 ampliación de capital privado • 25.710 otros (desinversiones, liquidez, emisión de deuda ...)
Citigroup	45.000	• 17.000 ampliación de capital privado • 3.500 otros (desinversiones, liquidez, emisión de deuda ...) • 25.000 el Tesoro saldrá de su capital social en 6-12 meses
AIG	40.000	
JPMorgan	25.000	• 5.000 ampliación de capital privado • 20.000 otros (desinversiones, liquidez, emisión de deuda ...)
Wells Fargo	25.000	
Goldman Sachs	10.000	• 10.000 ampliación de capital privado
Morgan Stanley	10.000	• 2.000 ampliación de capital privado • 8.000 otros (desinversiones, liquidez, emisión de deuda ...)
PNC Group	7.579	
US Bancorp	6.599	• 2.500 ampliación de capital privado • 4.099 otros (desinversiones, liquidez, emisión de deuda ...)
GMAC	5.000	
Sun Trust Banks	4.850	

Fuente: Afi, a partir de US Treasury, Bloomberg y entidades.

Lehman Brothers están siendo superadas y que la confianza depositada en el sistema financiero ha mejorado.

ÍNDICE DXY

El DXY es un índice del mercado de divisas que mide la fortaleza del dólar frente a una cesta de divisas. El conjunto de divisas frente al que se compara el dólar está constituido por el euro (que tiene un peso del 57,6% en dicha cesta), el yen (13,6%), la libra esterlina (11,9%), el dólar canadiense (9,1%), la corona sueca (4,2%) y el franco suizo (3,6%). Un incremento en el valor del índice equivale, a nivel agregado, a una apreciación del dólar. Por el contrario, cuando el valor del índice cae, el dólar se deprecia en el mercado de divisas.

En las últimas semanas, y debido a (i) la incidencia negativa sobre el euro que está teniendo el incremento de la percepción de riesgo específico en la UME y (ii) el efecto positivo que está teniendo sobre el dólar, la devolución de fondos del TARP y la reciente recuperación del mercado la-

boral, la divisa estadounidense ha salido fortalecida en su cruce con el euro. En concreto, el dólar se ha apreciado más de un 3,5% entre las últimas semanas de noviembre y las primeras de diciembre.

Evolución del índice DXY (base 100 en 1967)



Fuente: Afi a partir de datos de Bloomberg.

Comentario general

En la segunda mitad del año, la mejora de las condiciones de los mercados financieros ha sido ostensible y ha permitido que la autoridad monetaria de la Eurozona haya dado los primeros pasos hacia la retirada de apoyos monetarios. En concreto, el BCE ha anunciado la retirada progresiva de liquidez de los mercados mayoristas mediante la posible supresión de las inyecciones de liquidez *full allotment* a partir de abril de 2010 y la reducción escalonada de los horizontes de financiación de las operaciones de inyección de liquidez al sistema interbancario.

Este paso confirma que el grueso de la crisis financiera ya ha pasado. En esta tesitura, y con el proceso de estabilización en el plano del crecimiento económico en fase de maduración, el principal foco de atención se centra en la estabilidad de las cuentas públicas. Los importantes compromisos asumidos por los Gobiernos, aunque necesarios, han llevado aparejados significativos incrementos en los niveles de endeudamiento y de déficit público, desequilibrios cuya corrección puede ser más complicada que en ocasiones anteriores debido al escenario de debilidad del crecimiento previsto para los próximos años.