

Impacto de la reducción en la Calificación de Crédito de los Estados Unidos en las Reservas Internacionales del Banco Central de Reserva de El Salvador

I. Antecedentes.

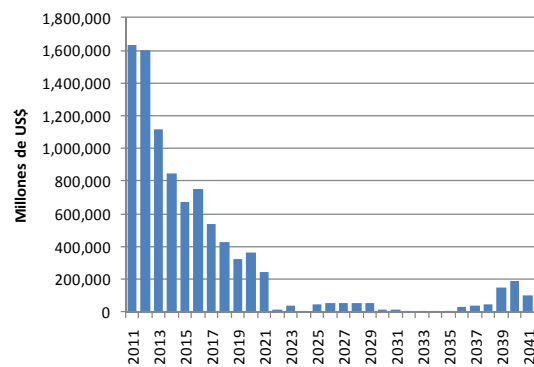
El 18 de abril de 2011 La calificadora de riesgo Standard & Poor's (S&P) sorprendió al mercado ubicando a la calificación de riesgo de Estados Unidos en perspectiva negativa, la cual indica una probabilidad de un tercio de una degradación dentro de un horizonte de dos años.

El 13 de julio la agencia Moody's también puso la calificación de EEUU en revisión, con miras a una posible rebaja debido a la creciente incerteza respecto al nivel de su deuda.

El pasado 5 de agosto S&P bajó la calificación de EEUU desde AAA (la cual refleja una capacidad "extremadamente fuerte" para hacer frente a sus compromisos financieros) hasta AA+ (calificación que refleja una capacidad "muy fuerte" para cumplir con sus obligaciones), alegando la creciente deuda, el déficit presupuestario y carencias en la planificación de su política fiscal.

A pesar que el Gobierno de EEUU acordó aumentar el techo de la deuda en US\$2.4 trillones, S&P opinó que dicho monto no es suficiente si se toma en cuenta la dimensión de la deuda (el gráfico 1 presenta los vencimientos de deuda de los Estados Unidos). La agencia añadió que la calificación podría ser rebajada a AA en los próximos dos años si la reducción de los gastos era menor de lo acordado, si se subían los tipos de interés o si la nueva presión fiscal tenía como consecuencia una mayor deuda gubernamental.

Gráfico 1. Deuda de los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg

Por su parte, las demás agencias calificadoras de riesgo como Moody's y Fitch no realizaron rebajas en la calificación, sin embargo, la primera de ellas expresó que esta decisión estaba condicionada a que se realicen nuevos recortes, comentando que se recortaría la nota de EEUU antes de 2013 si la perspectiva del país se deteriora; y que se requieren medidas adicionales de reducción del déficit para conservar la nota.

II. Impacto en el Mercado.

El 8 de agosto la primera reducción de la calificación crediticia de los Estados Unidos sacudió al sistema financiero mundial, los inversionistas se retiraron del mercado accionario impactando a los principales mercados financieros. El Índice S&P 500 perdió la ganancia acumulada en el presente año, mientras que otros índices europeos como el FTSE 100 de las principales acciones de Gran Bretaña bajaba 1.7%, el CAC40 de Francia perdía 2% y el DAX de Alemania bajaba 2.3%. Asimismo los mercados asiáticos descendieron, aunque su caída no fue tan grande como muchos creían (el cierre reportó una pérdida del 2.2%).

Como puede observarse en el gráfico 2, ha habido un importante aumento en el índice de volatilidad esperada del mercado accionario (Índice VIX) y una disminución muy grande en el índice accionario del S&P 500, borrando las ganancias de este año y reportando niveles inferiores a los experimentados hace un año.

Ante estos eventos los inversionistas se refugiaron en Oro, el Franco Suizo y paradójicamente en Bonos del Tesoro de EEUU tras no contar con otras opciones de inversión que ofrezcan una mayor seguridad y liquidez. Los precios de valores del Tesoro en plazos mayores a un año fueron los que presentaron las mayores apreciaciones.

El Oro registró un nuevo record, superando la barrera de los 1,700 dólares por onza por primera vez (ver gráfico 3), mientras el Franco Suizo hizo su mayor ganancia en 36 años (más del 3%), influenciado por las preocupaciones de una nueva recesión económica en Estados Unidos y un empeoramiento de la Crisis de Deuda Europea.

El día lunes, el Banco Central Europeo intervino comprando deuda italiana, irlandesa y española, lo cual produjo una reducción en el costo de fondeo de estos gobiernos. esta acción fue un intento para cambiar la dinámica de los mercados de deuda, la cual había presionado los costos de los gobiernos de Italia y España hacia niveles insostenibles desde mediados de julio.

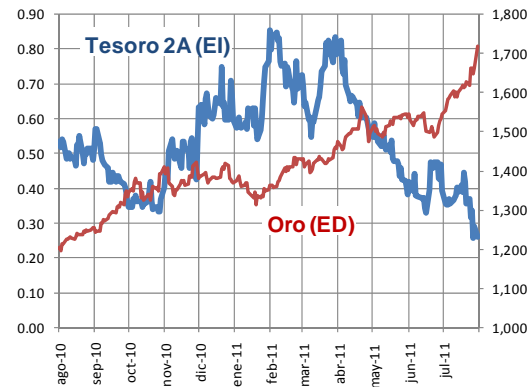
El 9 de agosto la Reserva Federal mencionó que mantendrá las tasas de interés en niveles excepcionalmente bajos por al menos dos años más, en un intento por apoyar a la débil economía estadounidense y frenar las fuertes turbulencias en los mercados globales, mientras el presidente del Banco Central Europeo hizo un llamado a España e Italia, para que controlen en mejor medida su déficit presupuestario, para implementar lo antes posible un plan para contrarrestar la deuda en la Eurozona.

III. Impacto en la Gestión de Reservas.

Las condiciones de los mercados financieros han sufrido fuertes disrupciones en las últimas 2 semanas, aunque la incertidumbre ha permanecido presente desde finales del primer trimestre con el terremoto en Japón y la crisis de deuda de los países europeos.

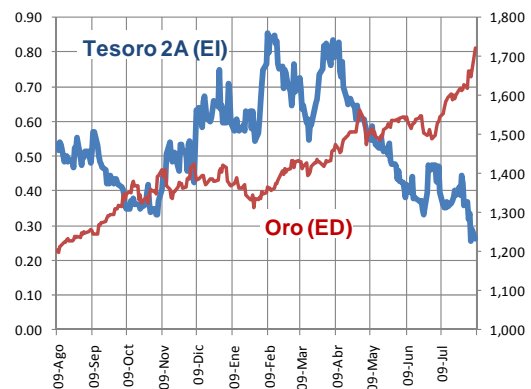
En este ámbito, y dentro del marco de referencia de la Política de Inversión de las Reservas Internacionales, el Banco Central ha mantenido estrategias de inversión conservadoras,

Gráfico 2. Mercado Accionario y Volatilidad



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3. Tesoros y el Precio del Oro



Fuente: Bloomberg

buscando asegurar la liquidez de la inversiones, diversificando en el limitado universo de inversión factible y relegando la búsqueda de retornos a un plano secundario.

La última definición de estrategias de inversión se realizaron entre los meses de junio y julio, previendo que la volatilidad en el mercado podía incrementarse por los eventos políticos relacionados con el techo de la deuda de los Estados Unidos y la poca claridad en el manejo de la deuda de los países europeos. En estas condiciones, se decidió reducir el riesgo de mercado de los portafolios (reduciendo la duración global de las reservas) y diversificar la composición de los portafolios al incorporar una mayor proporción de inversiones en organismos supranacionales como el Banco Mundial, BID y otras instituciones multilaterales europeas (Banco de Inversión Europeo, la alemana KFW, etc.).

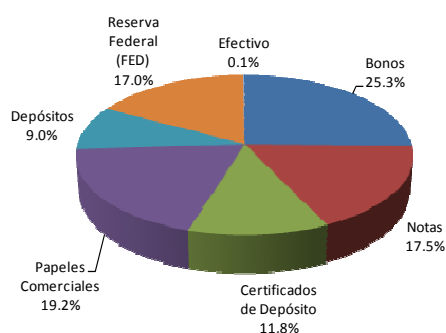
El riesgo de crédito en el sector bancario se ha mantenido limitado, permitiéndose inversiones con plazos máximos de 3 meses y una fuerte concentración en los plazos menores a 1 mes, en instituciones bancarias con calificaciones de crédito mínima de A.

Actualmente el portafolio en dólares del Banco Central representa alrededor del 72% del total de los Activos de Reserva y está dividido en tres sub-portafolios: dos administrados internamente, el Portafolio de Liquidez (US\$1,147 millones) y el Portafolio de Inversión (US\$509 millones) y uno administrado por la Tesorería del Banco Mundial (US\$402 millones) como parte del Programa de Asesoría en Administración de Reservas (RAMP, por sus siglas en inglés) que dicho organismo ofrece a Bancos Centrales.

Al 9 de agosto de 2011 el portafolio en dólares tiene una duración de 3 meses (se puede interpretar como el vencimiento promedio de todas las inversiones) con cerca del 91% del portafolio invertido en títulos negociables en mercados secundarios (notas, bonos, certificados de depósito y papeles comerciales) y el restante 8% invertido en depósitos a plazo con un vencimiento máximo en el 15 de agosto de 2011 (ver gráfico 4).

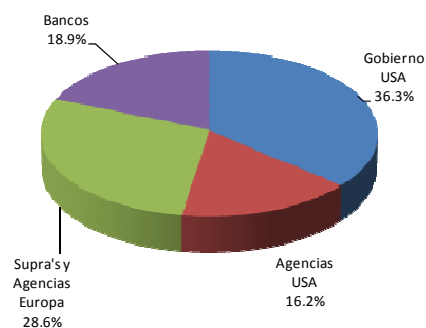
La exposición en el Gobierno de los Estados Unidos es alrededor del 52% del Portafolio en Dólares, incluyendo emisiones del Tesoro e instrumentos de las Agencias Federales. La exposición en el sector bancario es del 19% y en instituciones supranacionales y agencias europeas cerca del 29% (gráfico 5).

Gráfico 4. Composición por Tipo de Instrumento



Fuente: BCR

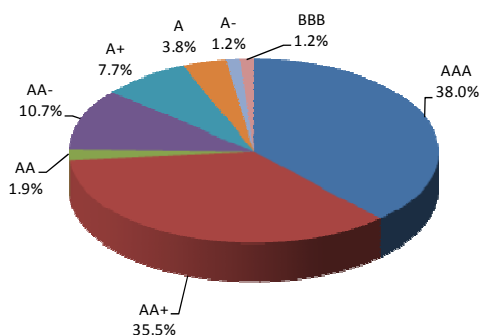
Gráfico 5. Composición por Sector del Emisor



Fuente: BCR

Con la reducción en la calificación de crédito de los Estados Unidos y sus Agencias por parte de Standard & Poor's, la composición por riesgo de crédito del Portafolio en Dólares se ha modificado, ya que las calificaciones internas del BCR siempre consideran la menor de las calificaciones de crédito existentes para un emisor. A pesar de esto, el portafolio mantiene el alto perfil crediticio que lo ha caracterizado con exposiciones solamente en los mejores niveles de grado de inversión (Gráfico 6).

Gráfico 6. Composición por Calificación de Crédito



Fuente: BCR

El Banco Central, en el contexto de una economía dolarizada donde el encaje legal (Reserva de Liquidez) es remunerado, requiere replicar en un alto grado el esquema de remuneración de la Reserva de Liquidez, la cual está vinculada a las tasas de interés de corto plazo de los Tesoros de los Estados Unidos, sean estas altas o bajas.

Con la reducción en la calificación de crédito por parte de Standard & Poor's, el impacto esperado era que las tasas de interés de los Tesoros americanos se incrementaran, provocando reducciones en los precios de los bonos de los activos denominados en dólares. Sin embargo, el pánico del mercado, aunado a las crecientes preocupaciones de una nueva recesión mundial hizo que los inversionistas salieran de activos más riesgosos como acciones y mercados emergentes y se refugiaron en activos de "bajo riesgo" que tuvieran un mercado lo suficientemente grande para asegurar la liquidez de sus posiciones. Estas dos condiciones las cumplen solamente las emisiones de los Estados Unidos y sorpresivamente la fuerte inyección de fondos ha provocado una nueva caída en sus tasas interés, apreciando las inversiones de portafolios de renta fija denominados en dólares.

Los portafolios del Banco Central no han experimentado ningún efecto negativo con los eventos de mercado recientes, aunque su rentabilidad seguirá estando limitada por un período extendido de tiempo mientras las condiciones económicas mundiales no mejoren y provoquen una recuperación sostenida que respalde niveles de tasas de rendimiento mayores a las encontradas actualmente en los mercados financieros.

Los riesgos de crédito y mercado seguirán estando latentes en todos los mercados financieros mientras no se llegue a escala global a nuevos equilibrios económicos. Mientras tanto, el Banco Central está comprometido con la buena gestión de las Reservas Internacionales, al valorar su impacto en la liquidez y solvencia del sistema financiero salvadoreño, primando los objetivos de seguridad y liquidez y buscando continuamente mejorar el proceso de gestión de las reservas de acuerdo las mejores prácticas utilizadas por los bancos centrales a nivel mundial.