

Informe sobre la estabilidad financiera mundial

AL DÍA
Actualización sobre el mercado

Departamento de Mercados Monetarios y de Capital

Informe sobre la estabilidad financiera mundial Actualización sobre el mercado 28 de enero de 2009

En medio de una desaceleración económica cada vez más honda, la presión al desapalancamiento encuentra reflejo en los mercados financieros del mundo entero. Pese al amplio alcance de las políticas adoptadas, el sistema financiero mundial continúa sometido a una presión intensa. Además, el empeoramiento de las condiciones económicas se está traduciendo en nuevos castigos contables profundos en las instituciones financieras y eso a su vez está produciendo recortes en los balances a través de ventas de activos y cancelaciones de créditos a su vencimiento. Esta situación agudiza la presión a la baja sobre los precios de los activos y comprime la disponibilidad de crédito. La recuperación económica exige restablecer el funcionamiento del sector financiero y la confianza. Pero se requiere un accionar más decisivo por parte de las autoridades y de los participantes en el mercado para que el proceso de desapalancamiento necesario sea menos desordenado. Se debería poner en marcha una estrategia triple —suministro de liquidez, inyecciones de capital y disposición de activos contaminados— exhaustivamente y con rapidez para promover el saneamiento de los balances. Al mismo tiempo, se necesitará cooperación internacional para lograr la congruencia y la compatibilidad de las políticas a fin de restablecer la estabilidad financiera.

Los riesgos para la estabilidad financiera son mayores que en octubre de 2008. Los riesgos macroeconómicos se intensificaron a la vez que el crecimiento mundial caía precipitadamente y que el comercio internacional experimentaba una contracción aguda. Los riesgos crediticios también se han agudizado, ya que el deterioro de las condiciones económicas y financieras empujaron un número creciente de préstamos a la mora. Al mismo tiempo, el rechazo de activos riesgosos y la iliquidez del mercado encarecieron el financiamiento, a pesar de que

las tasas libres de riesgo bajaron como consecuencia de la distensión de la política monetaria. Los países de mercados emergentes también están sintiendo los efectos de las dificultades financieras y económicas que sufren las economías avanzadas, y existe la posibilidad de que un éxodo repentino de los inversionistas en activos de mercados emergentes y el encarecimiento del financiamiento priven a estos países de parte del progreso económico logrado en los últimos años.

Gracias al fuerte respaldo del gobierno, hacia fines de 2008 el funcionamiento del mercado mejoró en varias clases de activos. Sin embargo, la interacción negativa entre la economía y el sector financiero se intensifica a medida que la contracción crediticia recrudece y adquiere dimensiones mundiales, y en el sector financiero la confianza entre las contrapartes sigue siendo escasa. De hecho, la caída reciente de las utilidades bancarias, sumada a otras novedades económicas decepcionantes, hizo retroceder aún más los precios de las acciones bancarias, y la amplitud de los diferenciales (*spreads*) aplicados a los contratos de seguro por impago crediticio (conocidos como *credit default swaps*) revela que los riesgos sistémicos permanecen elevados (gráficos 1.1 y 1.2). A pesar de las inyecciones públicas de capital, son numerosos los bancos del mundo entero que no poseen reservas de capital suficientes para superar una desaceleración económica mundial profunda.

Además de la persistencia y la intensidad de las presiones de financiamiento, la creciente magnitud y amplitud de los castigos contables que deben realizar las instituciones financieras complican la solución de la crisis para las autoridades. La intermediación crediticia y la confianza se vieron duramente golpeadas, lo cual constituye un pesado lastre para las perspectivas de recuperación y limita la capacidad de las instituciones para captar capital de inversionistas privados. Si los gobiernos no toman nuevas medidas firmes, la situación amenaza con complicarse, ya que los bancos, las empresas de las economías avanzadas y emergentes, y, en menor medida, las entidades soberanas podrían verse imposibilitadas de refinanciar volúmenes cuantiosos de deuda en los años venideros.

Más allá del sistema bancario, crece la amenaza sistémica para las empresas de seguros y los fondos de pensiones. Las empresas de seguros están considerablemente expuestas a activos cuya calidad se deteriora con rapidez. Los activos de los fondos de pensiones también se vieron duramente golpeados.

Castigos contables en alza

Hasta el momento, los bancos lograron obtener suficiente capital como para compensar castigos contables, pero principalmente gracias a enormes inyecciones de capital público en el cuarto trimestre (gráfico 2). Ante el empeoramiento de las condiciones crediticias en un mayor número de mercados, nuestra estimación del deterioro potencial de los activos crediticios de origen estadounidense en manos de bancos y otras instituciones asciende ahora a US\$2,2 billones, frente a US\$1,4 billones en la edición de octubre de 2008 del *Global Financial Stability Report (GFSR)*, o informe sobre la estabilidad financiera mundial). Gran parte de ese deterioro se observa en los componentes de nuestra estimación que se valoran a precios de mercado —principalmente títulos bursátiles, sobre todo los emitidos por empresas y los vinculados a propiedad inmueble comercial—, pero también está ocurriendo en las carteras de préstamo de los bancos, como consecuencia del opacamiento de las perspectivas económicas.

En adelante, los bancos necesitarán aún más capital, ya que se prevén nuevas pérdidas. Es bastante difícil elaborar estimaciones de alcance mundial, pero para la banca europea y estadounidense (incluida la exposición a activos domiciliados no solo en Estados

Unidos, sino también en Europa y en mercados emergentes), nuestra estimación aproximada de los castigos contables durante 2009 y 2010 —compensados en parte por los ingresos previstos para el mismo período— produciría un déficit neto de capital de un orden de magnitud de por lo menos medio billón de dólares. Eso significa que la banca estadounidense y europea tomada en su conjunto necesitaría recibir fondos nuevos por ese mismo valor simplemente para evitar que la situación de su capital empeorara más. También se requerirán nuevas inyecciones de capital y una descontaminación vigorosa de los balances del sector a fin de fortalecer la confianza en el sistema bancario.

Los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y los fondos comunes de inversión también se vieron gravemente golpeados y experimentaron pérdidas de activos gestionados cuando los inversionistas optaron por clases de activos menos riesgosas. La caída de los precios de los activos, conjugada con la tasa de rescate, lleva a pensar que los balances de los *hedge funds* se redujeron más o menos a la mitad durante el último trimestre de 2008, un factor especialmente preocupante para aquellos mercados cuya liquidez operativa provenía en gran medida de estos fondos.

Escasez de financiamiento en alza

Pese a las inyecciones de capital y a las garantías, los mercados de financiamiento se están descongelando apenas lentamente para los bancos. La captación de capital a escala mayorista a través de la titulización es limitada: en la actualidad, el originador conserva en su propio balance prácticamente la totalidad de las titulizaciones para

utilizarlas como garantía ante el banco central, y los bancos, por su parte, no pueden emitir deuda no asegurada a bajo costo a menos que la respalden con una garantía del gobierno. Gracias a los distintos programas de garantía estatal, los bancos están comenzando a captar un financiamiento a plazo sustancial para estabilizar los balances.

Las inyecciones de liquidez y los recortes de tasas dispuestos por los bancos centrales están haciendo bajar las tasas interbancarias, y se prevé que las primas por liquidez poco a poco irán disminuyendo más (gráfico 3). Sin embargo, aunque la mayoría de los bancos necesita liquidez a más largo plazo, gran parte de la liquidez proporcionada por los bancos centrales se está reciclando en el mercado a un día, o bien termina regresando a los bancos centrales, con lo cual recrudece aún más el riesgo de refinanciamiento (gráfico 4). Esta situación es producto de la persistente preocupación generada por la posibilidad de shocks de liquidez y la situación de las contrapartes, además de la incertidumbre en cuanto a los montos necesarios para financiar futuros activos.

De cara al futuro, los países de mercados emergentes —especialmente las empresas deudoras— siguen siendo vulnerables al proceso de desapalancamiento y contracción del crédito. Los préstamos sindicados a mercados emergentes disminuyeron precipitadamente durante el cuarto trimestre, a medida que se extendía el contagio, sobre todo en Europa. Durante parte del cuarto trimestre, los mercados de bonos de economías emergentes prácticamente se paralizaron, aunque en enero algunos de los emisores soberanos con una calificación más elevada reanudaron la actividad (gráfico 5). A medida

que las empresas recurren a los bancos para tomar crédito a corto plazo, la estructura de vencimientos de la deuda empresarial también se acorta y por ende los riesgos de refinanciamiento aumentan. Los mercados de capital continúan siendo reacios a prestar mientras existen grandes necesidades de refinanciamiento externo, y las empresas sufren además el problema de la caída de sus ingresos como resultado de la desaceleración mundial, lo cual agrava el riesgo de impagos.

El suministro de crédito está empantanado

Como los mercados interbancarios aún están trastornados y los bancos están acaparando la liquidez, es necesario que actúe el gobierno para apoyar la intermediación financiera en ciertos casos. Cuando esto ha sucedido, los canales de intermediación han seguido funcionando en cierta medida. Un caso evidente es el de la emisión de deuda bancaria, ya que casi toda la deuda emitida recientemente por los bancos ahora está garantizada por el gobierno. En Estados Unidos, el programa de papel comercial de la Reserva Federal ha logrado reactivar ese mercado, y el programa de compra de valores con respaldo hipotecario también ha propiciado tasas de interés más bajas y emisiones más voluminosas de valores equivalentes. En cambio, en el funcionamiento de los mercados que no han recibido ayuda oficial las mejoras observadas han sido escasas: en Estados Unidos, los valores respaldados por activos como automóviles y carteras por cobrar de tarjetas de crédito han mejorado solo marginalmente, y el sector inmobiliario comercial se ha deteriorado.

El crecimiento del crédito del sector privado interno está disminuyendo en numerosos

países, en tanto que el crecimiento del crédito del sector público está en aumento (gráfico 6). Hasta ahora, este fenómeno ha obedecido sobre todo a las normas de crédito más estrictas aplicadas por los bancos, pero cada vez estará más vinculado a una reducción de la demanda de crédito. La tendencia también es evidente en el sector de los préstamos bancarios internacionales, lo cual no es buen augurio para los países de mercados emergentes que dependen de los fondos externos para fomentar la expansión del crédito interno o para financiar el comercio internacional. De hecho, el financiamiento del comercio parece haber disminuido considerablemente, y al menos una parte de esa disminución parece ser atribuible a la renuencia de los bancos a prestar mientras procuran desapalancar sus balances. Por su parte, varios sistemas bancarios de Europa occidental siguen estando muy expuestos a un deterioro de la calidad de los activos en las economías emergentes de Europa (gráfico 7). Si bien la diversificación tiene sus ventajas, existe el riesgo de una mayor propagación de la crisis conforme los shocks se transmitan entre los sistemas bancarios de los mercados maduros y emergentes.

Se necesitan políticas enérgicas e inmediatas

En cuanto a las recomendaciones en materia de política en el ámbito financiero, en la edición del *GFSR* de octubre de 2008 se hizo hincapié en una estrategia con tres frentes de ataque ante la crisis: suministro de abundante liquidez y apoyo al financiamiento a plazo por parte de los bancos centrales; recapitalización de los bancos; y medidas para abordar los activos problemáticos. En el informe se señalaba que, para que sean eficaces, las

políticas financieras tienen que ser integrales y aplicarse de manera coordinada entre los países para limitar los efectos secundarios transfronterizos.

Las medidas de política para poner coto a las pérdidas potenciales de los bancos e inyectar capital aún no han aliviado las preocupaciones con respecto a la salud del sistema financiero. El proceso hasta ahora parece ser fragmentario: proporcionar capital cuando surjan necesidades directas; apoyar ciertos tipos de activos y categorías específicas de préstamos; y suministrar varios tipos de garantías. Si bien han servido para estabilizar algunas instituciones financieras, estas medidas podrían distorsionar las decisiones de asignación de crédito, excluir a ciertos mercados que no reciben un trato especial, perjudicar a algunas instituciones financieras más eficientes que no necesitan apoyo estatal y quizás incrementar el costo final para los contribuyentes. De hecho, ya han surgido inquietudes acerca de las implicaciones fiscales de las garantías públicas y las recapitalizaciones, que han hecho aumentar los diferenciales de los *credit default swaps* y han introducido incertidumbre en las calificaciones de crédito de algunas entidades soberanas.

La velocidad y magnitud de la interacción negativa entre la economía y el sistema financiero han restado eficacia a las políticas aplicadas hasta la fecha. Ahora se precisan medidas enérgicas y urgentes para detener la espiral de acumulación de pérdidas. Los costos probablemente superarán los montos actualmente asignados, aunque mucho depende de la rapidez con que se reestablezca la confianza. Concretamente, las medidas integrales y coordinadas tienen que

encuadrarse en una estrategia que incorpore los siguientes componentes:

- *Avance inmediato hacia la recapitalización y medidas para abordar los activos problemáticos.* Los supervisores deberían adelantarse a evaluar los planes de negocios de los bancos y determinar qué instituciones financieras necesitarán recursos públicos en función de su viabilidad, ya que la historia demuestra que cuanto más se espera, mayores son los costos fiscales. Los bancos con cargas pesadas de activos problemáticos, pero solventes y viables, se someterían a reestructuración y recapitalización; los que no son viables podrían ser absorbidos por el sector público para ser reestructurados y vendidos, o liquidados de forma ordenada. En general, se aplicarían condiciones más estrictas a los bancos que reciban sumas más cuantiosas de fondos públicos. El proceso de reestructuración podría implicar el uso de un banco de propiedad estatal que administre la cartera incobrable para eliminar dichos activos de los balances de las instituciones.
- *Las políticas y medidas inmediatas de efecto a corto plazo tienen que ser coherentes con la visión a largo plazo con respecto a la estructura de un sistema financiero viable.* Sin este objetivo, la credibilidad de las políticas será cuestionada. Además, será importante reconocer que el ajuste habrá de prolongarse durante algún tiempo y que el sector financiero viable del futuro estará menos apalancado y, por lo tanto, será más pequeño en relación con el resto de la economía. Ahora bien, el aumento de los

coeficientes de capitalización bancaria deberá ser gradual para evitar nuevas interacciones negativas y para incentivar la concesión de préstamos a prestatarios solventes. La experiencia de crisis anteriores demuestra que el retorno del crecimiento del crédito es lento y que no se normaliza hasta que los balances de los bancos estén saneados.

- *Las reglas que rigen el avance hacia un sistema financiero más estable tienen que ser claras y coherentes.* La transparencia y la claridad son indispensables para restaurar la confianza en el sector privado y en las medidas de política pública. Las autoridades deben velar por la transparencia de las políticas, del uso del apoyo estatal y de toda decisión que se tome con respecto a instituciones financieras a escala individual. Esto atañe en particular a la identificación y valoración de los activos, en especial los que vayan a ser retirados de los bancos, a las condiciones aplicadas a su recapitalización y al nivel de reservas de capital que las autoridades consideren adecuado.
- *Debe asignarse especial prioridad a la cooperación internacional en torno a un marco común para las políticas financieras.* Debe evitarse brindar a apoyo a las instituciones financieras bajo condiciones sustancialmente diferentes para que no surjan consecuencias imprevistas relacionadas con distorsiones competitivas y con el arbitraje regulatorio. La coordinación internacional también es necesaria para evitar un “sesgo nacional” excesivo que favorezca a las instituciones internas o que estimule el suministro de

crédito local, en perjuicio de otros países. También convendría que las instituciones financieras estuvieran sujetas a un régimen de insolvencia más coherente.

No hay un modelo único de reestructuración que sirva a todos los países o a todos los bancos, pero aún con modelos diferentes, la coordinación internacional sigue siendo crucial. Cuando se necesiten soluciones individualizadas, la individualización debería ajustarse a una estrategia común y a un marco que garantice la claridad y la igualdad de condiciones.

La voluntad de compromiso evidente en la exhaustividad de las políticas y las medidas adoptadas es alentadora. A mediano plazo, las actuales iniciativas encaminadas a afianzar los marcos de regulación y supervisión serán cruciales para infundir capacidad de resistencia e innovación en el sistema financiero.