

Informes de los organismos económicos internacionales

Ricardo Cortes

Como ya viene siendo habitual, recogemos en este apartado los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que consideramos relevantes para nuestros lectores, emitidos por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen de los más recientes y/o más destacados que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Los resúmenes y comentarios los realiza **Ricardo Cortes**.

En este número se ofrecen los siguientes:

1. Informe sobre la estabilidad financiera global del Fondo Monetario Internacional.
2. Actualización de las Perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional.

1. Informe sobre la estabilidad financiera global del Fondo Monetario Internacional

El informe es de lo más pesimista. En él se estima que los peligros para conseguir la estabilidad financiera han aumentado desde la actualización del pasado mes de octubre. Los riesgos macroeconómicos se han intensificado, al mismo tiempo que el crecimiento mundial y el comercio internacional se contraen con intensidad. El riesgo crediticio se ha agudizado, ya que el deterioro de las condiciones económicas y financieras ha aumentado el número de morosos. El rechazo de activos con riesgo (como las *collateralized debt obligations*, CDO) como garantías de préstamos bancarios y la iliquidez del mercado han encarecido la financiación, a pesar de la disminución de los

tipos de interés de referencia al suavizarse la política monetaria. Existe el riesgo de que la crisis actual produzca un éxodo repentino de los inversionistas en los países emergentes que encarezca su financiación poniendo en peligro los progresos logrados en ellos en los últimos años.

La interacción negativa entre la economía real y el sector financiero se intensifica a medida que la contracción crediticia se agrava y se extiende por todo el mundo y, al mismo tiempo, cae la confianza en las contrapartes. Bajan aún más los precios de las acciones y la amplitud de los diferenciales (*spreads*) en los contratos de seguro por impago crediticio muestra que los riesgos sistémicos siguen siendo elevados. A pesar de las inyecciones públicas de capital, muchos bancos de todo el mundo no tienen reservas de capital suficientes para superar la crisis.

Además de las crecientes presiones sobre la financiación, la magnitud y amplitud de los castigos contables que tienen que realizar las instituciones financieras complican la solución de la crisis. La intermediación crediticia y la confianza han caído considerablemente, lo que supone un pesado lastre sobre las perspectivas de recuperación. Si los gobiernos no toman nuevas medidas firmes, la situación amenaza con complicarse, ya que los bancos, las empresas y, en menor medida, las entidades soberanas podrían ser incapaces de refinanciar en los próximos años cuantiosos volúmenes de deuda. Crece la amenaza sistémica sobre las empresas de seguros y los fondos de pensiones. Las primeras están considerablemente expuestas a activos cuya calidad se deteriora con rapidez, lo mismo que los activos de los fondos de pensiones.

Por el momento, los bancos han logrado obtener suficiente capital para compensar castigos contables, sobre

todo gracias a enormes inyecciones de capital público en el último trimestre de 2008. Tras el empeoramiento de las condiciones crediticias, el informe estima que el deterioro potencial de los activos crediticios de origen estadounidense asciende a 2,2 billones de dólares. En adelante, los bancos necesitarán aún más capital, ya que se prevén nuevas pérdidas. El informe estima que en la banca europea y estadounidense los castigos contables durante 2009 y 2010 – compensados en parte por los ingresos previstos en ese periodo – supondrán un déficit neto de capital de, al menos, medio billón de dólares. Es decir, la banca europea y estadounidense necesitaría recibir medio billón de dólares para evitar que su situación de capital empeore aún más.

Los fondos de alto riesgo, *hedge funds*, y los fondos comunes de inversión han perdido activos al optar los inversores por tipos de activos con menos riesgos. Probablemente, los activos de los *hedge funds* cayeron a la mitad en el último trimestre de 2008, algo muy preocupante para los mercados cuya liquidez proviene en gran medida de estos fondos.

A pesar de las inyecciones de capital y de las garantías, los mercados de financiación se están desbloqueando muy lentamente para los bancos. La captación de capital a escala mayorista mediante la titulización es limitada: ahora el emisor 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 respalde una garantía del gobierno. Gracias a la garantía estatal, los bancos están empezando a conseguir la financiación a plazo necesaria para estabilizar sus balances.

Las inyecciones de liquidez y los recortes de tipos decididos por los bancos centrales están haciendo bajar los tipos interbancarios y se prevé que las primas por liquidez irán disminuyendo progresivamente. Aunque la mayoría de los bancos necesita liquidez a más largo plazo, gran parte de la proporcionada por los bancos centrales se está reciclando en el mercado a un día o bien termina regresando a los bancos centrales, lo que recrudece aún más el riesgo de la refinanciación.

Los países emergentes, y especialmente sus empresas deudoras, siguen siendo vulnerables al proceso de desapalancamiento y contracción del crédito. A medida que las empresas recurren a los bancos para tomar crédito a corto plazo, la estructura de vencimientos de la deuda empresarial se acorta también y, en consecuencia, aumentan los riesgos de refinanciación. Los mercados de capital continúan reacios a prestar y las empresas sufren además por

la caída de sus ingresos resultado de la crisis, lo que aumenta el riesgo de impago.

Hay una gran escasez de crédito. Como el mercado interbancario está sufriendo perturbaciones y los bancos siguen acaparando liquidez, en algunos casos es necesario que el gobierno actúe para apoyar la intermediación financiera. Cuando eso ocurre, los canales de intermediación siguen funcionando en cierta medida. Un ejemplo evidente es la emisión de deuda bancaria, ya que casi toda la emitida recientemente por los bancos está garantizada por el gobierno. En EE.UU., el programa de papel comercial del Fed ha logrado reactivar ese mercado. Por el contrario, en los mercados que no han recibido ayuda oficial las mejoras han sido escasas: en EE.UU. los valores respaldados por activos como automóviles y tarjetas de crédito sólo han mejorado ligeramente.

En muchos países, el crecimiento del crédito interno del sector privado sigue debilitándose. Hasta ahora, eso se debe a normas de concesión de crédito más rigurosas aplicadas por los bancos, pero cada vez estará más vinculado a la reducción en la demanda de crédito. La tendencia es también evidente en los préstamos bancarios internacionales, algo muy preocupante para los países emergentes que dependen del exterior para fomentar la expansión del crédito interno o para financiar su comercio exterior, que ha disminuido considerablemente. Al menos una parte de esa disminución obedece a la resistencia de los bancos a prestar más mientras tratan de desapalancar sus balances. Además, varios sistemas bancarios de Europa occidental siguen muy expuestos a un deterioro de la calidad de sus activos en las economías emergentes de Europa Oriental.

Para salir de la crisis, las recomendaciones de la edición del informe de octubre de 2008, ya incluían un estrategia triple: 1º) suministro de abundante liquidez y apoyo a la financiación a plazo por los bancos centrales, 2º) recapitalización de los bancos, y 3º) medidas para abordar la cuestión de los activos con problemas, los llamados activos tóxicos. Pero el informe añadía que para que sean eficaces esas políticas financieras tienen que ser integrales y coordinadas entre los países para limitar sus efectos secundarios transfronterizos.

Las medidas para poner coto a las pérdidas potenciales de los bancos e inyectar capital aún no han aliviado la preocupación sobre la salud del sistema financiero. El proceso hasta ahora parece ser fragmentario: proporcionar capital cuando surjan necesidades directas; apoyar a ciertos tipos de activos y categorías específicas de préstamos; y suministrar varios tipos de garantías. Si bien han estabilizado 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 público y quizá aumentar el costo final para los contribuyentes.

La velocidad y la magnitud de la interacción negativa entre la economía y el sistema financiero han restado eficacia a las políticas aplicadas por el momento. Se necesitan medidas enérgicas y urgentes para detener la espiral de acumulación de pérdidas. Probablemente, los costes superarán los montos actualmente asignados, aunque depende, en gran medida, de la rapidez con que se reestablezca la confianza. La estrategia a seguir debería consistir en:

1º) Avanzar en la recapitalización y tomar medidas para resolver el problema de los activos tóxicos. Hay que decidir con rapidez qué instituciones financieras recibirán recursos públicos en función de su viabilidad, porque cuanto más se espera mayores son los costes fiscales. Los bancos solventes y viables, pero con una carga pesada de activos tóxicos, se someterán a una reestructuración y recapitalización; los no viables podrían ser absorbidos por el sector público para ser reestructurados y vendidos, o bien podrían ser liquidados de forma ordenada. En general, cuantos más recursos públicos reciba el banco, más estrictas deben ser las condiciones que deba cumplir. La reestructuración podría implicar la creación de un banco de propiedad estatal que administre la cartera incobrable para eliminar dichos activos de los balances de las instituciones financieras.

2º) Las políticas y medidas inmediatas de efecto a corto plazo tienen que ser coherentes con una visión a largo plazo que asegure un sistema financiero viable. Si no lo son, la credibilidad de las políticas está en peligro. Además, hay que reconocer que el ajuste llevará 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 e 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 al crecimiento del crédito es lento y no se normaliza hasta que los balances de los bancos están saneados.

3º) Las reglas que rigen el avance hacia un sistema financiero más estable tienen que ser claras y coherentes, requisito indispensable para restaurar la confianza. Las autoridades deben velar por la transparencia de las políticas, el uso del apoyo estatal y las decisiones que se tomen 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 para su recapitalización y al nivel adecuado de reservas de capital.

4º) Hay que dar especial prioridad a la cooperación internacional en un marco común para las políticas financieras. Hay que evitar brindar apoyo a instituciones financieras con condiciones sustancialmente diferentes para que no haya consecuencias imprevistas relacionadas con distorsiones competitivas y con el arbitraje regulatorio. La coordinación internacional también es necesaria para evitar un "sesgo nacional" que favorezca a las instituciones del país o estimule el crédito local en perjuicio de otros países. También convendría que las instituciones financieras estuviesen sujetas a regímenes de insolvencia más coherentes.

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

2. Actualización de las Perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional

El Fondo Monetario Internacional ha decidido actualizar sus "Perspectivas de la economía mundial", que se publican en abril y octubre, si lo cree necesario. Resumimos aquí la actualización, o puesta al día, del 29 de enero pasado.

Las condiciones de los mercados financieros mundiales siguen deteriorándose por el contagio de la crisis de las hipotecas *subprime*, de alto riesgo, que comenzó el pasado mes de agosto. Aunque las operaciones de los bancos centrales, unidas a rebajas de los tipos de interés, han reducido las tensiones de liquidez en el mercado bancario, las presiones continúan y probablemente las primas de inversión a largo plazo continuarán elevadas algún tiempo, al reflejar problemas generalizados del sistema financiero, tales como la valoración de productos complejos, reducción del crédito, desconfianza de las contrapartes y las presiones sobre los balances. Los riesgos de crédito y de mercado siguen subiendo y las perspectivas macroeconómicas mundiales son menos favorables. Se proyecta una desaceleración mundial. Los mercados emergentes hasta ahora mantienen su capacidad de recuperación, gracias a que el crecimiento subyacente y políticas apropiadas han permitido que sigan entrando fuertes flujos de capital, aun-

que recientes caídas en las cotizaciones de las acciones hacen pensar que algunos mercados emergentes quizá no puedan evitar el contagio.

La reducción del crédito se ha extendido más allá del sector de hipotecas de alto riesgo, con la consiguiente presión sobre los balances de algunas instituciones financieras. La situación podría empeorar, tanto en EE.UU. como en Europa Occidental. Probablemente, el endurecimiento de las condiciones del crédito en economías más frágiles se agravará a medida que aumente el paro y se frene la creación de puestos de trabajo.

Los mercados financieros hasta ahora han resistido, pero se enfrentan con retos futuros. El síntoma más claro del contagio es la notable disminución de las emisiones privadas de bonos en los mercados emergentes, sobre todo, las del Este de Europa, donde los bancos han recurrido mucho a la financiación exterior para apoyar el rápido crecimiento del crédito externo. Por el momento, la financiación del crédito en Europa Oriental por bancos extranjeros continúa firme, pero esos flujos entrantes podrían disminuir si la situación mundial se deteriora y se endurecen las condiciones mundiales de financiación. Aunque con excepciones, la mayoría de los mercados emergentes siguen atrayendo inversiones de cartera, de modo que sus mercados financieros se están viendo mucho menos afectados que en episodios anteriores.

Son necesarias políticas para hacer frente a tensiones a corto plazo y asegurar la estabilidad financiera a largo plazo. A corto plazo, el objetivo debe ser restablecer la confianza de las contrapartes y la solidez financiera de las instituciones, aliviando así las tensiones actuales de liquidez y permitiendo volver al funcionamiento normal de los mercados interbancarios y la continuación de las actividades de intermediación. Un dato favorable es que las instituciones de importancia sistémica cuyos balances se han deteriorado están reduciendo sus dividendos y están captando capital, en parte procedente de los fondos soberanos de inversión de los países del Medio Oriente exportadores de petróleo, de China y Singapur, lo que ha despertado recelos en los gobiernos occidentales ante una posible utiliza-

ción de los mismos con fines políticos. Los bancos centrales tendrán que seguir gestionando las cambiantes necesidades de liquidez de los mercados monetarios durante el tiempo que sea necesario para garantizar su funcionamiento fluido y reducir al mínimo sus repercusiones sobre la economía real. Es muy importante que los bancos centrales mantengan su flexibilidad para poder adaptarse a las necesidades del mercado mediante iniciativas conjuntas, tales como el Servicio de subasta de fondos a plazo (Term Auction Facility) anunciado conjuntamente por la Reserva Federal de EE.UU., el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza el pasado diciembre.

A largo plazo habría que mejorar los métodos de las entidades calificadoras del riesgo crediticio para que puedan presentar calificaciones diferenciadas, y hacer que las instituciones financieras no reguladas (o poco reguladas) que conceden hipotecas y productos de crédito al consumo parecidos a los de instituciones reguladas estén sometidas a reglas semejantes a las aplicadas a estas últimas.

El crecimiento mundial se reducirá a un 4,1% en 2008 (fue un 4,9% en 2007). En EE.UU., el crecimiento en el último trimestre de 2008 será un 0,8% anual, frente al 2,6% en el mismo periodo de 2007. En la Eurozona, será de un 1,3% en dicho período en 2008, frente a un 2,6% durante 2007.

Es posible que el crecimiento en 2008 sea aún menor que el previsto si las turbulencias actuales de los mercados financieros reducen aún más la demanda interna en las economías avanzadas y siguen afectando negativamente a las economías emergentes y en desarrollo. El crecimiento de las economías emergentes que dependan mucho de entradas de capital puede verse especialmente afectado, aunque en algunas de ellas el fuerte crecimiento de su demanda interna puede hacer que su crecimiento sea mayor que el esperado. La política monetaria se enfrenta con la difícil tarea de equilibrar el peligro de un aumento de la inflación con el de una desaceleración de la actividad económica, aunque una caída en el precio del petróleo podría moderar las presiones inflacionistas. Es preocupante la persistencia de los desequilibrios mundiales actuales.