

# Riesgos internos

**Cuando la turbulencia financiera tiene efectos importantes, los derivados de crédito dan una alerta anticipada para la macroeconomía**



*Simon Johnson es Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI.*

**L**A OPINIÓN general hoy en día es que muchos de los problemas que han afectado al sector financiero en el último año se debieron al cálculo erróneo del “precio” del riesgo. Esta opinión sin duda tiene algo de verdad, ya que las principales entidades financieras parecen haber subestimado riesgos considerables, especialmente durante los años de auge.

Pero también, desde julio de 2007, algunos de los indicios más fiables sobre la naturaleza exacta de las dificultades que surgían provinieron precisamente de esos mismos mercados de riesgo. Si se observa lo sucedido en los últimos seis meses, resulta evidente que esos mercados dieron un toque de atención más rápido y certero sobre los posibles problemas macroeconómicos que muchos indicadores convencionales.

Específicamente, podemos saber cómo ve el mercado la probabilidad de falta de pago de diversos valores observando el diferencial de precio de los instrumentos conocidos como *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés). Si uno desea invertir en un título y protegerse del riesgo de incumplimiento, puede adquirir un seguro a través de este mercado, comprando la opción de vender el instrumento a un tercero si se incumple su pago. El diferencial del CDS es el precio (o la prima efectiva) de tal seguro. Como muchos CDS se negocian en mercados líquidos, ese precio se actualiza de manera rápida y transparente.

Ahora es posible asegurarse contra el riesgo de incumplimiento de muchos tipos de valores, y el mercado de ese tipo de seguros es, en general, grande (unos US\$45 billones según algunas estimaciones). Pero últimamente los

precios más indicativos han sido los diferenciales de los CDS de bancos y, más recientemente, de empresas. Sus movimientos dependen de noticias (y rumores), y por eso deben interpretarse con cuidado, pero aun así han sido y siguen siendo útiles. Si bien representan percepciones del mercado, desde mediados del año pasado hemos visto reiteradamente cómo las percepciones pueden convertirse rápidamente en realidad, en particular en el caso de los bancos.

El diferencial de los CDS aumenta si el mercado considera más probable el incumplimiento por parte de un banco o un grupo de bancos, y viceversa. Es una especie de termómetro financiero de los bancos que indica quién tiene fiebre y quién puede contagiarse.

## La partida de IKB y Northern Rock

La sorpresa o shock del verano fue la comprobación de que mercados financieros de alto volumen y sólida trayectoria podrían volverse repentinamente ilíquidos. Los problemas de liquidez suelen convertirse en problemas de solvencia: quizás alguien no pueda pagar sencillamente porque no tiene efectivo a mano, pero otros pueden interpretar que sus pasivos exceden a los activos. Y si nadie le presta a causa de esos temores, quizás injustificados, se le hará difícil pagar a tiempo sus deudas, es decir, habrá incumplimiento.

Otra lección que aprendimos el pasado verano fue el grado en que los problemas de liquidez pueden propagarse a otras partes del sistema financiero aparentemente sólidas y no conectadas entre sí. Lo fundamental de la inestabilidad financiera es la forma en que se difunde la percepción de riesgo de incumplimiento. Por

ejemplo, cuando a fin de julio de 2007 el banco alemán IKB cayó en cesación de pagos a raíz de inversiones fallidas en valores vinculados a hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos, se elevaron abruptamente los diferenciales de CDS correspondientes a diversos bancos europeos, especialmente aquellos muy activos en Alemania (gráfico 1). Ese fue el primer indicio de que las dificultades del sector financiero debidas a la crisis hipotecaria no se restringirían a Estados Unidos, situación que complicó y luego agravó las perspectivas de la economía mundial.

También permitió entrever que los bancos y demás agentes comenzaban a preocuparse por la solvencia de otras entidades bancarias, temor que los impulsó a acaparar liquidez, es decir, a no prestarse fondos de la manera habitual, lo cual obligó al Banco Central Europeo (BCE) y a otros bancos centrales a inyectar más liquidez en el mercado para mantener bajas las tasas de interés.

Esto planteó un grave problema a las autoridades monetarias de los países industriales durante el otoño de 2007, y el éxito que en general obtuvieron los principales bancos centrales con esa medida podría rastrearse, en parte, en la evolución de los diferenciales de CDS.

Esos diferenciales también fueron un indicador anticipado cuando el banco hipotecario Northern Rock del Reino Unido

comenzó a sufrir problemas de liquidez en septiembre de 2007. El Banco de Inglaterra también estaba dispuesto a proveer liquidez, pero por razones históricas solo presta contra garantía de títulos públicos y no contra hipotecas, a diferencia del BCE. Como los activos de Northern Rock eran hipotecas, cuando necesitó financiamiento no podía utilizarlas para tomar préstamos del Banco de Inglaterra.

Hubo un intento inicial de dejar que Northern Rock se las arreglara solo. Pero los diferenciales de CDS indicaron que esta estrategia acarrearía problemas, ya que aumentaron en los casos de Bradford & Bingley y de Alliance & Leicester, dos entidades hipotecarias del Reino Unido que tienen modelos parecidos al de Northern Rock (gráfico 2). Era evidente que los problemas no se limitarían a Northern Rock, y el gobierno se vio obligado a intervenir más activamente.

**Otra lección que aprendimos el pasado verano fue el grado en que los problemas de liquidez pueden propagarse a otras partes del sistema financiero aparentemente sólidas y no conectadas entre sí.**

### Llegan los fondos soberanos de inversión

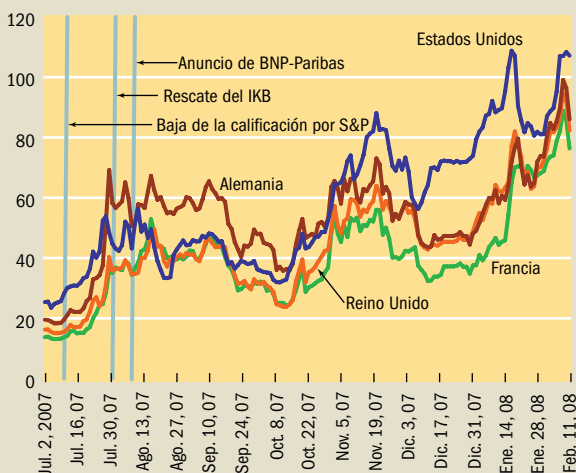
Ocurre entonces, como hecho positivo, la ola de recapitalizaciones de grandes bancos de Estados Unidos registrada en los meses recientes. Los bancos han reconocido sus pérdidas y han captado un monto sustancial de capital nuevo, proveniente en parte de fondos soberanos, esas grandes concentraciones de capital extranjero acumulado en los últimos años por países

Gráfico 1

#### Efecto de desbordamiento

Cuando el banco alemán IKB cayó en cesación de pagos, aumentaron los diferenciales de los CDS, especialmente respecto de bancos muy activos en Alemania.

(Principales bancos; diferenciales medios de CDS a diez años; puntos básicos)



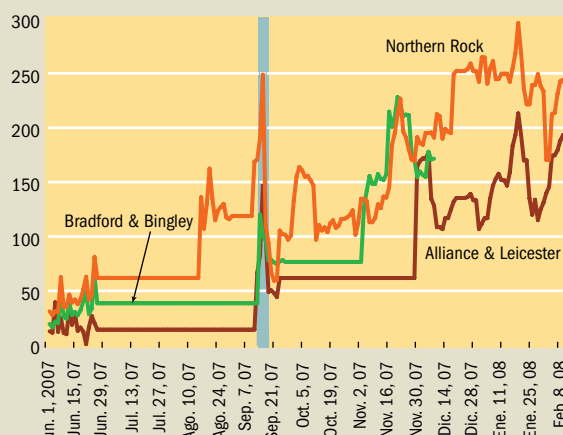
Fuente: Datastream.

Gráfico 2

#### Peligrosamente cerca

Las tribulaciones de Northern Rock afectaron a dos entidades hipotecarias del Reino Unido que tenían modelos similares.

(Bancos del Reino Unido; diferenciales de CDS a diez años, puntos básicos)



Fuente: Datastream.

Nota: La franja sombreada indica el período en que Northern Rock buscó respaldo de liquidez y el Banco de Inglaterra efectuó inyecciones extraordinarias en el mercado monetario.

con cuantiosos superávits de cuenta corriente. ¿Se reduce entonces el riesgo de incumplimiento de los bancos?

Ciertamente, en esta situación es bueno contar con más capital. Pero lo llamativo es que en muchos casos el diferencial de los CDS aumentó después de anunciadas las inversiones de los fondos soberanos (gráfico 3). Está debatiéndose por qué se produjo este fenómeno, pero el hecho es que estas grandes inversiones externas por sí solas no eliminan del todo el riesgo de que continúen las turbulencias financieras.

### Las acciones también hablan

Los diferenciales de CDS no son el único indicador, a nivel de las empresas, que brinda información útil sobre el rumbo probable de la macroeconomía. Los precios de los diversos índices accionarios sectoriales suelen ser ilustrativos: cuando se espera una recesión, por ejemplo, generalmente suben en el sector de bienes de consumo duraderos y bajan en el de servicios públicos.

Naturalmente, la probabilidad de incumplimiento incide en los precios de las acciones. Pero los precios de las acciones reflejan las expectativas de utilidades, y estas podrían disminuir sin que ello supusiera un mayor riesgo de incumplimiento. Lo que atormenta a las autoridades son los casos concretos de incumplimiento y el riesgo de que el fenómeno se propague a todo el sistema financiero.

No obstante, los precios de las acciones son reveladores, vayan o no acompañados de los diferenciales de los CDS. Por ejemplo, permiten saber dónde hay o no tensiones en el sistema bancario europeo, sobre todo en el caso de entidades más pequeñas que no cuentan con un mercado activo de CDS.

Además, en las economías emergentes, el mercado de diferenciales de CDS relativos a valores de empresas es menos pro-

fundo. Si es posible observar en cambio los diferenciales (tanto de CDS como de instrumentos más convencionales) de los bonos públicos y seguir los precios de las acciones de los principales bancos. Esta combinación ha sido un indicador bastante

**Quizá la lección más importante, aunque complicada, es que estos mercados de crédito brindan información útil a las autoridades, aun cuando las transacciones crediticias en sí estén bajo presión.**

fiable de los casos del último semestre, en los que la vulnerabilidad ha generado presiones sobre diversos mercados emergentes, lo que les ha permitido a las autoridades tomar medidas correctivas a tiempo.

### ¿Qué pasará ahora?

Si los diferenciales de CDS dicen lo correcto, habrá que esperar más turbulencia financiera: los correspondientes a valores de empresas aptos para la inversión son ahora mayores que en julio y agosto de 2007; los de los bancos de Estados Unidos han vuelto a los niveles de noviembre de 2007, cuando arreciaban las preocupaciones, y los relativos a bancos europeos se encuentran hoy por encima de esos niveles.

En Estados Unidos ya hay importantes iniciativas de política anticíclica en curso, mientras que las autoridades de otros países están dispuestas a adoptar las medidas que correspondan, aunque en algunos casos la inflación y las expectativas inflacionarias siguen siendo motivo de preocupación. El panorama cambia casi a diario. Lea a diario la prensa financiera para enterarse de las últimas novedades.

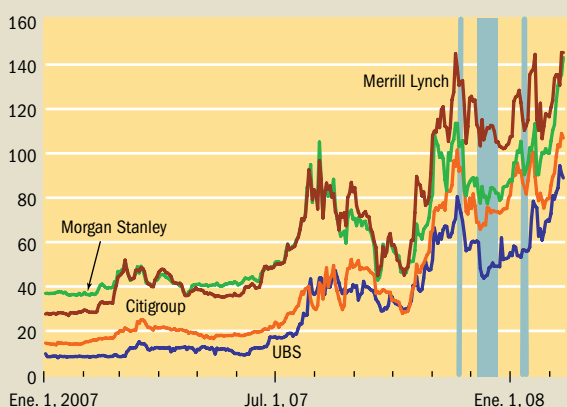
Quizá la lección más importante, aunque complicada, es que estos mercados de crédito brindan información útil a las autoridades, aun cuando las transacciones crediticias en sí estén bajo presión. Quizá sea conveniente fomentar el desarrollo de esos mercados en todo el mundo, en un contexto de fortalecimiento y profundización de los mercados financieros, como otra herramienta más para la detección anticipada de dificultades. Pero ese paso también podría ser prematuro, ya que el propio mercado de CDS está sometido a la desalentadora perspectiva que plantea el “riesgo de contraparte”, es decir, el peligro de que los mismos vendedores de seguros caigan en incumplimiento. Lamentablemente, aún es muy pronto para saber con certeza si el mercado de CDS será un mecanismo eficaz para transferir y distribuir el riesgo y advertir sobre las presiones del sistema, o si conviene tomarlo con pinzas, dado su posible impacto negativo en el sistema financiero en general. ■

Gráfico 3

### Capital nuevo

El anuncio de inversiones de fondos soberanos elevó inicialmente los diferenciales de CDS.

(Ciertas entidades financieras; diferenciales de CDS a diez años; puntos básicos)



Fuente: Datastream.

Nota: Las franjas sombreadas indican las fechas en que los fondos soberanos inyectaron capital.