

EL RETORNO DEL RIESGO FINANCIERO

Por todas partes, las empresas de servicios financieros han disfrutado del crecimiento boyante y las fuertes ganancias de los años recientes, resultado de un sólido ambiente macroeconómico y amplia liquidez. Aunque la mayoría de las firmas financieras siguen siendo sumamente rentables, a medida que aumenta el costo del capital hay cada vez más evidencias de un giro en el ciclo de crédito; esto, con el tiempo, podría conducir a más quiebras corporativas y personales, y a un repunte de la cartera vencida.

El desplome del mercado hipotecario *subprime* en Estados Unidos, y los vínculos de este sector con el mercado global de deudas, están ocasionando una revaloración del riesgo de algunos productos financieros, sobre todo los relacionados con crédito empresarial especulativo. Dos fondos estadounidenses que invirtieron de manera masiva en instrumentos hipotecarios *subprime* quebraron en junio, y el temor al riesgo ha vuelto más difícil el financiamiento de operaciones apalancadas.

Una crisis económica global —o incluso regional— parece poco probable; sin embargo, ya que la mayor parte de la tensión se centra en valores de nivel inferior, una nueva calibración de riesgo entre los instrumentos de alta y baja calidad sería un cambio saludable y necesario desde hace tiempo. Aun así, la crisis *subprime* se ha convertido en un ejemplo clásico de los excesos que se generan durante los periodos de tasas de interés anormalmente bajas y tolerancia ante el riesgo alto.

Muchas instituciones financieras se encuentran bien posicionadas para absorber las tensas condiciones que podrían enfrentar. Los bancos han obtenido ganancias de los altos niveles de crédito, y se han diversificado a través de nuevos instrumentos de transferencia de riesgo en los mercados de crédito. Han reducido el riesgo de su deuda de hipoteca vendiéndola a otros inversionistas. El ingreso por honorarios ha sido fuerte y también las ganancias por ventas; muchas instituciones han logrado ganancias importantes al controlar sus gastos.

En el sector de seguros, las empresas han disfrutado de buenos rendimientos sobre sus inversiones, resultado de altas valoraciones en los mercados globales de capital. Asimismo, la ausencia de grandes catástro-



La venta de casas en Estados Unidos cae a una tasa anual promedio de 10 por ciento ■ Ap

fes naturales que afecten propiedades aseguradas ha permitido que las empresas del ramo consoliden sus ingresos.

Las economías emergentes han obtenido enormes ganancias de la amplia liquidez de los mercados globales, con mercados de bonos y capital al alza y fácil acceso al crédito. Pero aunque hay poco riesgo de que se presente una crisis sistémica como las que de manera repetida golpearon a esos países en los años noventa, una revaloración del riesgo podría conmocionar los sistemas financieros de algunas economías.

Principales pronósticos

— En muchas partes del mundo el crecimiento seguirá fuerte durante el resto de 2007, lo que favorecerá a las entidades crediticias y reducirá la perspectiva de morosidades personales y corporativas. Después de años de lento crecimiento, Europa y Japón se recuperan, y aunque el ritmo de expansión podría disminuir en 2008, en general el panorama luce resplandeciente.

— Estados Unidos será la economía de crecimiento más lento en 2007. Esto es, en gran parte, resultado de la depresión del mercado inmobiliario, donde los altos precios de las propiedades —el valor de los bienes inmuebles creció de 10 billones de dólares en 2000 a 19 billones en 2005— está hoy a la baja. Esto somete a grandes presiones a los prestamistas que sirvieron al mercado de hipotecas de riesgo, el cual otorga crédito insuficiente a los compradores de casas.

— La crisis en el mercado estadounidense de hipotecas de riesgo está provocando una revaloración de los activos de riesgo. Muchos préstamos *subprime* han sido empaquetados de nuevo y vendidos a escala mundial a inversionistas que estaban impacientes de participar en el auge inmobiliario estadounidense. Ahora, la mayor parte de esta deuda ha sido reducida de categoría por las agencias de calificación, lo que ha provocado una creciente aversión a las deudas de calificación inferior a “grado de inversión”.

— El comienzo de una estrechez crediticia en los mercados de préstamos de alta productividad y alto riesgo era evidente a mediados de 2007 en Estados Unidos y Europa, mientras las empresas de capital privado y los bancos de inversión luchaban por encontrar compradores que financiaran adquisiciones apalancadas. Aunque es poco probable que el mercado se paralice, la aversión al riesgo se incrementará.

— Muchas instituciones financieras grandes se encuentran bien posicionadas para resistir un desplome del crédito, riesgos moderados en préstamos problemáticos o rendimientos inferiores sobre activos. Los balances son sólidos, el riesgo se ha dispersado en todo el sistema financiero como nunca, y la mayoría de los costos están bajo control.

— Las tasas de interés seguirán elevándose en muchas partes del mundo, sobre todo en Europa y Asia, mientras los bancos centrales luchan por controlar la amplia —y potencialmente inflacionaria—

liquidez global. Sin embargo no es probable que la política de tasas de interés estadounidense se eleve, debido a la desaceleración económica y a las expectativas de inflación bien contenidas.

— Las fusiones y adquisiciones, fomentadas en parte por fondos de capital privados, deberían comenzar a disminuir después de un periodo de crecimiento sin precedentes. El repentino incremento de la deuda que las empresas de capital privado asociaron con Lobs (*local obligators*, tenedores locales de deuda) será una fuente de riesgo.

Panorama mundial

Las empresas de servicios financieros han disfrutado de un periodo de crecimiento del ingreso y la rentabilidad, provocado por una fuerte expansión económica. La economía global creció a una tasa media anual de más de 5% de 2004 a 2006 (en tasas de cambio de paridad de poder adquisitivo), el ritmo más rápido en décadas. La perspectiva es sólo ligeramente menos brillante para 2007 y 2008, cuando el crecimiento global promediará 4.9% anual. Esto alentará la demanda del crédito, y el aumento en los ingresos personales y en la rentabilidad corporativa en muchas partes del mundo mantendrá a la baja el riesgo de morosidad. La riqueza en aumento de los mercados emergentes, sobre todo en China e India, incrementa la demanda de servicios financieros, proporcionando impulso adicional a los ingresos y al crecimiento.

En 2006, las ganancias en el sector bancario, previas a la deducción de impuestos (como porcentaje del promedio de los activos totales) se elevaron en la mayoría de los grandes países industrializados. Estados Unidos fue de los pocos países donde esta medida de ganancias cayó, aunque no por mucho (a 1.83% de 1.89% del año anterior). Los gastos de medidas preventivas sobre préstamos malos eran bajos en la mayoría de los países y casi no han tenido cambios desde el año anterior. Los gastos de operación estuvieron también bien contenidos.

Mercado de riesgo

Las condiciones que permitieron prosperar a las instituciones financieras en los años recientes: bajas tasas de interés, liquidez boyante, altos ingresos y aceptación del riesgo, han sembrado también las semillas del problema. El detonador ha sido el mercado inmobiliario estadounidense, en particular el de los llamados préstamos hipotecarios *subprime* otorgados a adquirentes de casas con malos antecedentes crediticios.

Cuando los precios inmobiliarios aumentaron en forma sobresaliente durante 2004 y 2005, muchos bancos de Estados Unidos y prestamistas hipotecarios ampliaron el crédito sin hacer caso al perfil de riesgo de los acreditados. Muchos deudores asumieron que, con el tiempo, podrían refinanciar sus hipotecas porque las tasas de interés eran bajas, los precios inmobiliarios subían y podrían tomar préstamos de capital sobre el valor creciente de sus casas.

La emisión de préstamos *subprime* alcanzó su punto máximo en 2005 y 2006, cuando el mercado inmobiliario alcanzó la cresta y los precios comenzaron a caer. Ahora las ventas de casas estadounidenses disminuyen a una tasa anual promedio de 10%, y los precios de las casas medianas caen a un promedio anual de 2-3% por año. Para esos deudores, el desplome del mercado inmobiliario se ha agravado por la reinstalación de tasas introductorias de intereses más altas, por lo regular durante los primeros 12 a 24 meses del crédito.

Por consiguiente, casi 14% de los préstamos estadounidenses *subprime* cayeron en mora durante el primer trimestre de 2007, el mayor nivel en cuatro años, según la Asociación de Banqueros Hipotecarios. Este desastre se ha desbordado en los mercados de crédito, donde muchos bancos de inversión compraron préstamos de este tipo y los subdividieron para venderlos a inversionistas deseados de participar en el mercado inmobiliario estadounidense. ▶

▶ LA CRISIS EN EL
MERCADO
ESTADUNIDENSE DE
HIPOTECAS SUBPRIME
PROVOCA QUE SE
REVALOREN LOS
ACTIVOS DE RIESGO

Estos préstamos repaquetados son parte de una deuda conocida como obligaciones de deudas colaterales (CDO, por sus siglas en inglés), que los fondos de cobertura de riesgo, en particular, han comprado activamente. El 15 de junio de este año, Bear Stearns, gran banco de inversión estadounidense, reveló que dos de sus fondos de cobertura de riesgo con inversiones en instrumentos CDO respaldados por garantías hipotecarias de baja calidad sufrieron graves pérdidas. A principios de julio, Standard & Poor's, agencia calificadora de riesgo crediticio, comenzó a reducir de categoría alrededor de 12 mil mdd en valores subprime relacionados con hipotecas, y Moody's, otra empresa calificadora, la siguió al reducir la calificación de más de 5 mil millones de dólares en deuda.

Revaloración global del riesgo

Aunque parece estar en marcha una revaloración global del riesgo, es poco probable que la repentina caída del mercado de bonos corporativos conduzca a una crisis del sistema financiero. Después de un largo periodo durante el cual el apetito de riesgo fue incómodamente alto, sería deseable una nueva revaloración del riesgo de conformidad con fundamentos económicos subyacentes. Como expresó el Fondo Monetario Internacional en su Actualización del mercado financiero del 25 de julio de este año:

“Los riesgos han aumentado y en el futuro próximo podría mantenerse la volatilidad de los mercados de crédito y modificarse los precios de algunos productos crediticios. No obstante, hasta el momento nuestra evaluación es que este riesgo probablemente se mantendrá en gran medida confinado. Un factor importante es que los mercados están adoptando una actitud selectiva en función de la solidez de los fundamentos económicos subyacentes, y las correcciones se han concentrado en el mercado de préstamos de alto riesgo, préstamos apalancados y bonos corporativos de menor calidad. Los ajustes que se efectúan en los mercados de crédito estructurados y de financiamiento apalancado seguramente contribuirán a estimular la disciplina del crédito”.

Aunque EIU suscribe esta opinión, existe el riesgo de que sea demasiado optimista. Como demostró la debacle de los préstamos *subprime*, los periodos de abundancia tienden a llevar en su interior la semilla de su propia destrucción. La autocumplencia conduce a la relajación de las normas prudenciales y estimula, a veces, conductas fraudulentas. Es muy posible que algunos errores y la inadecuada valoración del riesgo que contribuyeron a los problemas en el mercado hipotecario *subprime* se hayan reproducido en el mercado del crédito empresa-



Los riesgos han aumentado y pronto podría mantenerse la volatilidad de los mercados de crédito, señala el FMI

Industria financiera mundial(*)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total de depósitos (billones de dólares)	27.00	31.68	35.03	34.88	38.58	42.37	44.32	46.48	49.21	52.03
Total de préstamos (billones de dólares)	51.73	61.12	68.41	71.85	77.38	81.80	85.71	89.70	94.51	94.51
Préstamos por hogar (dólares)	40,054	46,576	51,348	52,377	56,372	58,742	60,712	62,730	65,238	65,238
Préstamos (% del PIB)	165.4	174.1	174.0	167.9	171.2	164.1	163.2	163.0	163.5	163.5
Depósitos en el sistema bancario (billones de dólares)	23.73	27.82	30.79	30.32	33.93	36.92	38.78	40.91	43.55	43.55
Préstamos bancarios pendientes (billones de dólares)	23.75	27.78	31.08	31.03	35.29	38.61	41.05	43.91	47.56	47.56
Préstamos bancarios (% de los activos bancarios)	52.8	52.1	52.7	53.1	54.0	55.3	56.4	57.5	58.8	58.8
Préstamos bancarios (% de los depósitos bancarios)	100.1	99.9	100.9	102.3	104.0	104.6	105.8	107.3	109.2	109.2
Ingreso personal disponible (billones de dólares)	20.55	22.82	25.19	26.63	28.37	31.25	32.80	34.22	35.76	35.76
Número de personas con altos ingresos netos (miles de dólares)	6,681	7,269	7,789	8,409	8,801	9,348	9,677	10,005	10,378	10,378
Número de hogares con crédito bancario (mdd)	394	411	431	456	479	501	517	532	549	549

(*) Total de los 60 países cubiertos por la Unidad de Servicios Industriales de Economist Intelligence Unit
Fuente: Economist Intelligence Unit.

La Jornada

rial durante el auge impulsado por la liquidez de los pasados cuatro años.

Panorama regional

El sector de servicios financieros en Estados Unidos ha disfrutado de un periodo de crecimiento excepcionalmente fuerte de activos y utilidades, pero en 2007 la desaceleración económica gravitará sobre las instituciones financieras. Los créditos y compras de bonos se incrementarán en un promedio anual de 5.4% en 2007-11, tasa respetable de crecimiento pero equivalente a la mitad de la prevaleciente en los cuatro años anteriores. Este descenso es resultado de una caída en el mercado de la vivienda, donde las tasas anormalmente bajas de interés crearon un auge de bienes raíces que terminó como la mayor burbuja de activos de la historia. Las mayores

debilidades en el sector financiero están en el llamado mercado hipotecario *subprime*; en cambio, el mercado hipotecario primario no ha sido afectado en forma significativa y la calidad del crédito sigue siendo buena.

Europa

El crédito bancario al sector privado ha sido débil en años recientes en Alemania, por efecto de las malas condiciones cíclicas y de los esfuerzos de los bancos por aumentar la calidad de sus carteras crediticias. Si bien declinó en 2001-05, en 2006 se fortaleció. En Francia, el crédito al sector privado ha aumentado a partir de 2001 contra un trasfondo de bajas tasas nominales de interés. El crecimiento del crédito en general ha sido impulsado por el sector de la vivienda. Es probable que el crédito a empresas se mantenga en auge en gran

parte de 2007, pero se reducirá en 2008-09 al hacerse más restrictiva la política monetaria en la zona del euro.

De conformidad con la tendencia mundial, el Banco de Inglaterra ha elevado las tasas de interés en Gran Bretaña para evitar presiones inflacionarias. El consiguiente giro en el ciclo del crédito provocará una reducción del ritmo de los préstamos bancarios (sobre todo en el sector hipotecario) y podría desatar un aumento en la aversión al riesgo.

Asia

Japón ha experimentado una recuperación de la demanda de créditos de 2005 en adelante. El retorno de la inflación —los precios al consumidor en promedio continuarán subiendo durante 2007— debe contribuir a aumentar la demanda de créditos por parte de empresas e individuos.

En China, el periodo 2007-2011 será de considerable cambio y dinamismo en la industria de servicios financieros, donde el mercado aún no se desarrolla del todo. Las tasas de penetración de muchos servicios financieros son bajas según normas internacionales, aunque crecen con rapidez. Por ejemplo, en 2006 se calculaba que había 12 millones de tarjetas de crédito, menos de 1% de la población, por lo cual el potencial es enorme. El sector de servicios financieros en Corea del Sur debe continuar con rápido crecimiento en los próximos cinco años; se prevé que el crédito total por bancos e instituciones no bancarias se expandirá casi 9% anual en 2007-11.

América Latina

En México, importantes cambios en la oferta y la demanda impulsarán una firme expansión de la industria de servicios financieros en el periodo de pronóstico. Del lado de la oferta, el sistema financiero privado se ha fortalecido; en el de la demanda, la consolidación de la estabilidad macroeconómica sostiene una gradual expansión de los ingresos reales, la cual impulsa un crecimiento de la demanda de los servicios empresariales por empresas y consumidores. El mercado hipotecario, que se derrumbó durante la crisis de 1995, se ha venido recobrando y debe de continuar así. La construcción ha sido uno de los sectores de mayor crecimiento, alimentado en parte por los programas gubernamentales para abatir el déficit de vivienda.

En Brasil, la estabilización de la inflación y el crecimiento del PIB en la década pasada estimulan una fuerte expansión de los servicios financieros. El riesgo de crédito y del mercado ha disminuido en años pasados al volverse menos volátiles el tipo de cambio y las tasas de interés.

Medio Oriente

La alta liquidez en países productores de petróleo ha inundado de liquidez a las instituciones financieras y las economías en general. Sin embargo, es necesario mejorar los marcos regulatorios y legales e instituir sistemas de evaluación de crédito más rigurosos. En los países miembros del Consejo de Cooperación del Golfo (Arabia Saudita, Bahrein, Kuwait, Emiratos Arabes Unidos, Omán y Qatar), los bancos tienen gran liquidez y altos rendimientos. En Africa subsahariana, las instituciones bancarias siguen siendo relativamente débiles y requieren reforma sustancial, con excepción de Sudáfrica, donde el sector está muy desarrollado. En Nigeria, la reciente recapitalización del sector bancario redujo el número de bancos a 25 a principios de 2006. Aun así, el gobernador del banco central presiona con una segunda ola de reformas que podría reducir otra vez a la mitad la cantidad de instituciones.

FUENTE: EIU

