

# INFORME SOBRE MERCADOS INTERNACIONALES

SEPTIEMBRE, 2008

|   |   |
|---|---|
| 1. INTRODUCCIÓN                         | 2 |
| 2. ANÁLISIS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL | 3 |
| a. RIESGOS BANCARIOS                    | 3 |
| b. ALCANCE DE LA CRISIS                 | 4 |
| 3. CONCLUSIÓN                           | 5 |

**Analista: Alejandro Vinitzky**  
**avinitzky@maxinver.com**

## Introducción

A raíz de la crisis hipotecaria estadounidense –cuyos efectos se expandieron a nivel global-, se presentaron problemas en los mercados financieros internacionales que originaron la caída y la venta de grandes bancos de inversión así como subas en las tasas interbancarias.

Frente a dicho contexto, la FED y el Banco Central Europeo respondieron inyectando liquidez en los mercados con el objetivo de evitar una contracción en los mismos y demostrar señales sobre la voluntad de promover una recuperación del escenario económico.

Sin embargo, los mercados bursátiles de las principales economías del mundo han presentado caídas relevantes. El siguiente cuadro expone la evolución de sus respectivas bolsas, y la performance reportada por el mercado de valores local:

| País           | PBI nominal 2007 (en millones de USD) | Indice                       | Variación últimas 52 semanas ( en%) |
|----------------|---------------------------------------|------------------------------|-------------------------------------|
| Estados Unidos | 13.811.200                            | Dow Jones Industrial Average | -18                                 |
| Japón          | 4.376.705                             | Nikkei Stock Avg (Japan)     | -30                                 |
| Alemania       | 3.297.233                             | DAX (Germany)                | -24                                 |
| China          | 3.280.053                             | Shanghai Composite (China)   | -65                                 |
| Reino Unido    | 2.727.806                             | FTSE 100 (U.K.)              | -24                                 |
| Francia        | 2.562.288                             | CAC 40 (France)              | -30                                 |
| Italia         | 2.107.481                             | S & P/MIB (Italy)            | -36                                 |
| España         | 1.429.226                             | IBEX 35 (Spain)              | -26                                 |
| Canadá         | 1.326.376                             | S & P/TSX Comp (Canada)      | -13                                 |
| Brasil         | 1.314.170                             | Sao Paulo Bovespa (Brazil)   | -19                                 |
| Argentina      | 262.331                               | Merval (Argentina)           | -28                                 |

Fuente: Elaboración propia en base al Banco Mundial (2008) y al Wall Street Journal (19/09/2008).

Ante este escenario de bajas e incertidumbre sobre el curso de la economía, surge el dilema de si los bancos centrales de USA y Europa deben intervenir inyectando liquidez en el sistema financiero con los consecuentes riesgos inflacionarios y de devaluación, o bien si deben permitir la quiebra de nuevas entidades financieras y no aplicar políticas monetarias expansivas con los potenciales riesgos recesivos vinculados.

El presente informe analiza la situación del sistema bancario internacional y evalúa el potencial alcance la crisis financiera global.

## Análisis del escenario internacional

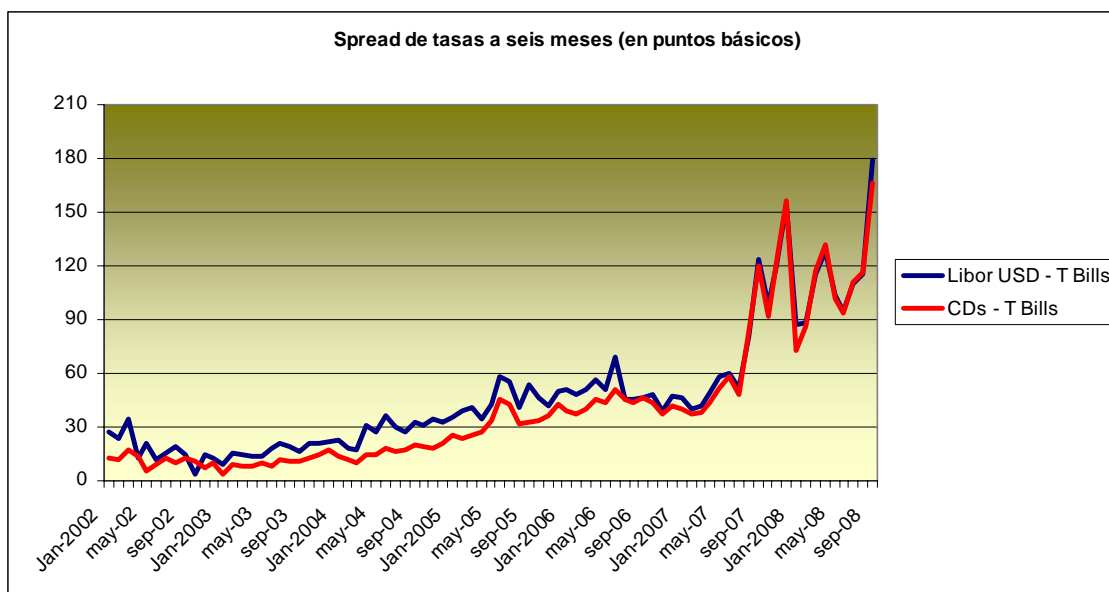
### I. Riesgos bancarios

La crisis hipotecaria deterioró la situación patrimonial y de liquidez de los bancos. Esto se debe a que la reducción de los flujos devengados por activos atados al mercado hipotecario, promovió una mayor percepción de riesgo en el sistema bancario que generó una suba del costo del dinero y, en consecuencia, una contracción del crédito.

Para evaluar el nivel de riesgo bancario existente en el plano internacional, puede utilizarse el spread entre la tasa Libor en dólares y el tipo de interés devengado por Treasury Bills para el mismo plazo.

Tal como puede observarse en el gráfico adjunto, dicho diferencial suele ubicarse en el orden de los 20-30 puntos básicos (incluyendo plazos con valores bastante inferiores). Esta brecha tiende a expandirse en períodos en que se percibe un mayor nivel de riesgo bancario puesto que la Libor es una tasa interbancaria, en tanto las letras del Tesoro americano presentan el tipo de interés que paga una entidad libre de riesgo de crédito.

Durante el último año, el spread entre la tasa Libor en USD y Treasury Bills se incrementó significativamente. Si se observan las subas relevantes verificadas en septiembre de 2007, puede identificarse que 12 meses previo a la reciente caída de grandes bancos de inversión, este indicador ya señalaba el riesgo bancario incremental y, por ende, la vulnerabilidad de las entidades financieras.



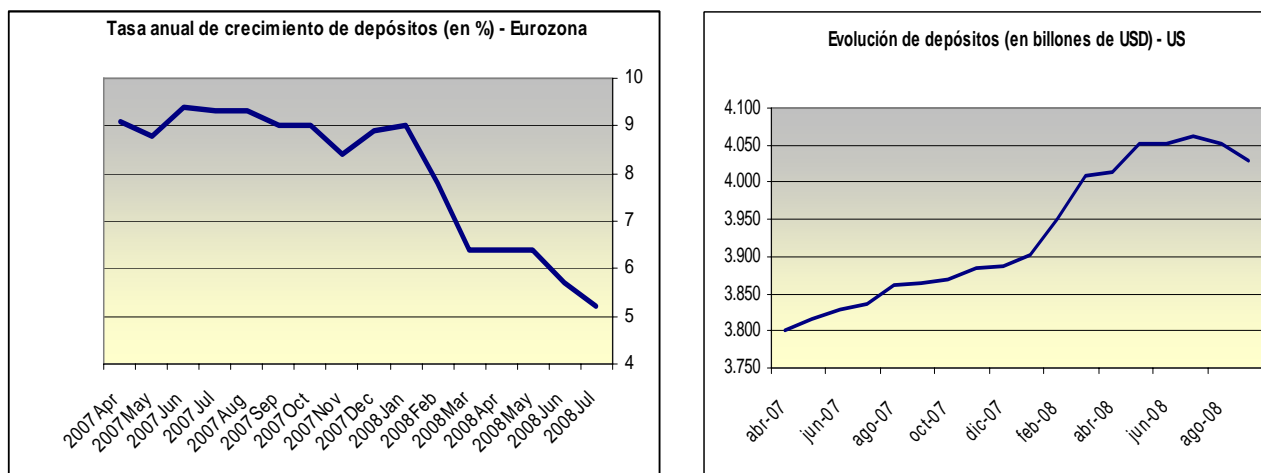
Fuente: Elaboración propia en base a FED (2008) y MoneyCafe (2008).

Cabe señalar que si bien el spread USD Libor – US Treasury Bills se incrementó significativamente durante el último año, este diferencial podría ser en la práctica aun mayor. Esto se debe a que se han publicado distintas notas (por ejemplo, en *The Wall Street Journal*<sup>1</sup>) explicando que distintos bancos han estado reportando tasas interbancarias inferiores a las reales y, por ende, han distorsionado la representatividad de la Libor. Por ello, la Asociación de Banqueros Británicos (BBA) comunicó su interés por ampliar el número de bancos tomados como muestra para determinar el valor de dicha tasa.

<sup>1</sup> La exactitud de la Libor, un indicador clave de las finanzas mundiales, provoca dudas, C. Mollenkamp y M. Whitehouse; y Anuncian cambios en la tasa Libor, uno de los indicadores financieros clave, C. Mollenkamp y A. MacDonald.

Asimismo, las tasas devengadas por colocaciones a plazo efectuadas en bancos estadounidenses (que en la práctica pueden ser aun superiores a las informadas oficialmente), incrementaron su diferencial respecto de las letras del Tesoro americano.

Por otro lado, es importante señalar que frente al escenario presentado, se desaceleró el ritmo de crecimiento de los depósitos colocados en bancos estadounidenses y europeos:



Fuente: Elaboración propia en base a FED (2008) y BCE (2008).

En síntesis, si bien recientemente tuvo lugar la caída y la venta de distintos grandes bancos de inversión, la vulnerabilidad del sistema financiero internacional y el superior nivel de riesgo bancario eran factores conocidos hace aproximadamente un año atrás.

## II. Alcance la crisis

A la hora de evaluar el impacto de una crisis, es necesario determinar el costo –en términos de valor presente- de las potenciales pérdidas generadas por dicho evento.

Para casos de desastres naturales, como por ejemplo el Katrina, el costo derivado del huracán resulta más fácil de calcular. Esto se debe a que la ruptura y pérdida de recursos inmobiliarios y de infraestructura resultan visibles y relativamente sencillas de determinar.

Sin embargo, una crisis financiera tiene la particularidad de que el valor presente de las pérdidas potenciales generadas por el suceso, guarda una elevada correlación con el tipo de expectativas que las autoridades políticas y monetarias generen en los agentes económicos.

Dicho en otros términos, una crisis financiera tiene un costo que surge de descontar una serie de flujos (potenciales pérdidas futuras) a una cierta tasa, para determinar en valor actual el alcance económico del fenómeno. La serie de flujos a descontar o potenciales pérdidas futuras, presentarán una magnitud que podrá variar en función de las decisiones que tomen y comuniquen las autoridades mencionadas.

Concretamente, es muy distinta la pérdida futura esperada para un escenario en el cual dichas autoridades no intervengan en el mercado, permitan que fluya un procesos recesivo y de caídas de los bancos, respecto de un contexto en el cual las decisiones adoptadas y comunicadas efectivamente pretendan rescatar a las principales entidades, inyectar liquidez al sistema financiero sin temor a la inflación y transmitir mensajes vinculados con la credibilidad y solidez de dicho sistema.

Actualmente, las políticas económicas adoptadas por la FED y el Banco Central Europeo se aproximan más al segundo escenario. Sin embargo, el alcance de la crisis financiera internacional dependerá de la manera y de la medida en que los agentes económicos descuenten la información comunicada por ambas Instituciones.

## Conclusión

Hace aproximadamente un año, el spread entre la tasa Libor y la devengada por las letras del Tesoro norteamericano se amplió significativamente.

Tradicionalmente, el diferencial o indicador mencionado fue de 20-30 basis points (incluyendo períodos con valores bastante inferiores). Sin embargo, desde septiembre de 2007, esta brecha se ubica en niveles muy superiores a los 100 puntos lo cual demuestra la vulnerabilidad que presenta el sistema financiero internacional desde 12 meses previos a la reciente caída de diferentes bancos de inversión.

Frente al escenario económico actual, cabe la posibilidad de preguntarse cuál podría ser el alcance de la crisis que los mercados financieros están experimentando.

Si bien no es posible medir con exactitud el impacto potencial de dicho evento, es importante considerar que el costo de la crisis –medido en valor presente- dependerá de las expectativas que las autoridades políticas y monetarias generen en los agentes económicos a partir de sus decisiones y de la forma en que las comuniquen.

Recomendamos seguir el indicador Libor USD – Treasury Bills, para identificar si el mercado incrementa o reduce su percepción de riesgo, independientemente de si el valor absoluto de la primera tasa es verdadero.