



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Ante la turbulencia desatada por la coyuntura del sistema bancario mundial, la probabilidad de una recesión en 2023 se ha vuelto a incrementar y los mercados han comenzado a descontar un final abrupto del actual ciclo de aumentos en las tasas de interés de la Fed. Más aún, según el mercado monetario de EEUU, recortes en los tipos de interés podrían llegar hacia mediados de este año.*
- *Es natural que muchas discusiones estén girando en torno a las similitudes de este episodio con la crisis financiera de 2008-2009, pues los temores de un riesgo sistémico son altos. Sin embargo, hay bastantes elementos que demuestran diferencias importantes en ambos episodios, siendo el más importante el ingrediente que ha desatado el estrés actual: iliquidez y pérdida de confianza, no una deficiencia de crédito.*
- *Hoy en día existe evidencia suficiente que refuerza el éxito que han tenido las medidas agresivas de inyecciones de liquidez para garantizar la estabilidad del sistema financiero. La Fed ha actuado decididamente en esta dirección y adoptó medidas coordinadas con reguladores y otros bancos centrales del mundo para estabilizar los mercados.*
- *La más importante de esas medidas ha sido el lanzamiento de un nuevo mecanismo de provisión de liquidez a bancos y otras entidades elegibles, recibiendo como colaterales títulos de renta fija valorados a precio de emisión, y no de mercado. Esto ha incentivado notablemente la demanda de liquidez.*
- *Alrededor de estas medidas de provisión de liquidez se han suscitado discusiones sobre una aparente contradicción de política monetaria. En nuestra opinión, tal contradicción no existe, pues no hay una dicotomía entre la estabilidad financiera y la estabilidad de precios para un banco central. De hecho, para garantizar lo segundo hay que asegurar lo primero, y eso es justamente lo que la Fed está haciendo.*

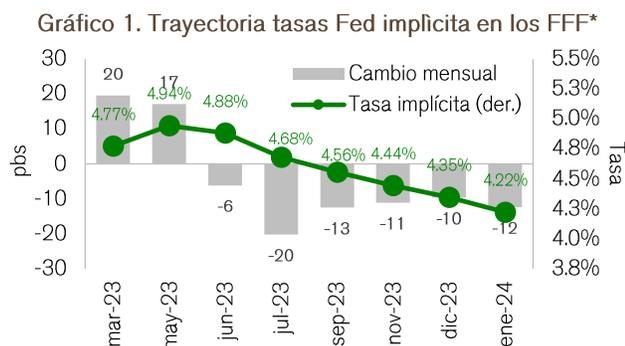
Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co



Nada envidiable ser la Fed

La crisis bancaria que por estos días enfrenta EEUU ha revivido en la memoria de autoridades económicas y reguladores los peores momentos de la Gran Recesión de 2008-2009, agudizando las preocupaciones sobre un potencial riesgo sistémico a escala mundial. La probabilidad de una recesión en 2023 nuevamente se ha elevado y los mercados, nerviosos por la situación actual, están descontado un final abrupto del ajuste de política monetaria de la Reserva Federal (Fed).

Algunos analistas esperan que la Fed mantenga inalterada la tasa de interés de referencia en 4,5% - 4,75% durante su reunión de política monetaria de este mes, y que en dichos niveles finalice el actual ciclo contractivo de tasas. Su principal argumento se reduce a una prioridad de corto plazo que debe ser la de suavizar el endurecimiento monetario y evitar una nueva crisis financiera, dejando en segundo plazo el objetivo de reducir la inflación hacia las metas de política.



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Información de la curva FFF con corte al 21 de marzo de 2023.

Muchos de ellos, incluso, están alentando a la Fed a que recorte los tipos de interés, algo que también los mercados están descontando en medio de una elevada aversión al riesgo. Las tasas de interés implícitas en el mercado de Futuros de Fondos Federales (FFF) anticipan

recortes de tipos del Fed tan pronto como en sus reuniones de junio-julio (Gráfico 1).

Lo paradójico de este contexto es que las lecciones de la crisis de 2008-2009, y los aprendizajes de la era del “dinero barato” que la sucedieron, parecen confundirse en las discusiones que dominan la agenda por estos días, y que han creado en consecuencia una volatilidad excesiva.

Por ejemplo, muchos hablan de la responsabilidad que tienen los Bancos Centrales (BC) en esta compleja situación, incluyendo a la Fed, acusándolos de los desequilibrios monetarios que produjo el efecto *Boomerang* de sus políticas ultra expansivas durante la pandemia del COVID-19¹. Otros han ido más allá, señalando el riesgo moral inherente en las medidas que se han adoptado mancomunadamente entre los BC y los reguladores para frenar el pánico financiero, confundiendo dichas medidas con rescates puntuales a la banca.

Sin embargo, como la misma evidencia lo sugiere en más de 10 años de políticas monetarias no convencionales, los BC no sólo están llamados a mantener la casa en orden a través de la estabilidad de precios, sino también mediante la estabilidad financiera. De hecho, no es posible garantizar lo primero (mandato constitucional) sin asegurar lo segundo.

¿Cómo se llegó a esta situación?

En apenas dos semanas, tres bancos regionales en EEUU, y un gigante europeo, colapsaron uno tras otro, creando un efecto pánico que no se vivía desde 2008. Desde finales de febrero, el subíndice de acciones del sector financiero del S&P se desplomó 13,5%, casi tres veces el movimiento negativo de todo el índice (-4,8%) durante el mismo periodo de tiempo.

Además de la pérdida abrupta en la confianza de sus inversionistas y clientes, otros patrones recurrentes se pueden identificar en el desplome de estos bancos.

¹ Durante la pandemia, los BC inyectaron grandes cantidades de dinero-liquidez como parte de sus políticas para apuntalar la confianza y el crecimiento de la economía. No obstante, mucha de esa liquidez no se tradujo en más créditos al sector real, pues la demanda de dinero estaba anulada por las restricciones a la movilidad y al aparato productivo que

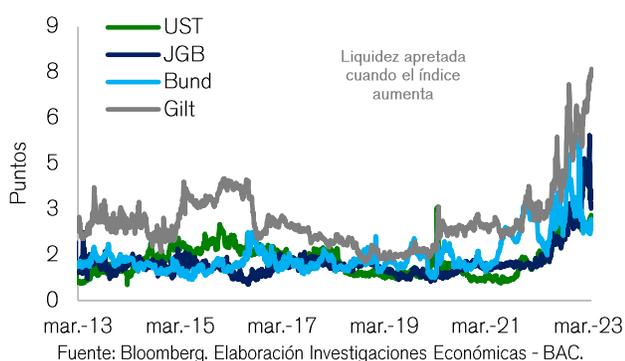
implicó la pandemia. Esos excedentes de liquidez fueron, por el lado de los hogares y firmas, depositados en el sistema financiero. Los excedentes de los intermediarios financieros fueron atesorados e invertidos en múltiples activos financieros, incluidos títulos de renta fija a largo plazo, mayoritariamente bonos soberanos.



A saber: i) una significativa desvalorización de sus activos, consecuencia del fuerte endurecimiento monetario que inició el año pasado la Fed; ii) una insuficiencia de las reservas de liquidez para cubrir pasivos de muy corto plazo; y iii) una fuga masiva de depósitos, que agudizó aún más la posición de liquidez de estos bancos.

El primero de ellos fue Silvergate Bank, un banco con sede en San Diego, California, especializado en servicios para empresas de capital abierto y usuarios de criptomonedas. El pasado 8 de marzo, el banco anunció el cierre y liquidación de sus operaciones, tras registrar pérdidas significativas durante el último trimestre fiscal de 2022 y soportar un desplome de más del 40% en el precio de sus acciones, justo antes del anuncio de cierre.

Gráfico 2. Índices de liquidez en títulos deuda pública



El segundo fue Silicon Valley Bank (SVB), el caso más representativo en todo este episodio de turbulencia. SVB era un banco comercial con sede en Santa Clara, California, y el más grande de Silicon Valley, la célebre región tecnológica de EEUU. Los principales clientes de SVB eran empresas del sector de tecnología, especialmente empresas emergentes conocidas como *start-up*.

A forma de coincidencia con Silvergate, el 8 de marzo SVB anunció una venta por USD 2,250 millones de sus activos, especialmente títulos de renta fija como bonos del Tesoro de EEUU y títulos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés). Si bien estos títulos son considerados los más seguros entre muchas opciones de inversión, en la coyuntura actual de aumentos en tasas de interés e inflación han sido los más afectados (ver “Tiempos difíciles” en [IMDP – Octubre 19 de 2022](#)).

De hecho, el apretón monetario a nivel mundial ha sido tan fuerte, que la liquidez de los títulos de deuda pública (inversión segura) se ha deteriorado a niveles no vistos en los últimos 20 años (Gráfico 2).

El anuncio de SVB tenía como objetivo cubrir parte de esas pérdidas acumuladas. Sin embargo, la decisión no solo implicaba materializar las pérdidas, sino incluso potencializarlas, agudizando por esta vía su ya débil posición en reservas de liquidez.

Al final del día, eso fue justamente lo que ocurrió; ante la creciente espiral de miedo entre inversionistas y depositantes, las acciones de SVB cayeron en un solo día más de 60% y muchos clientes retiraron masivamente sus fondos. El 10 de marzo, tras la inevitable quiebra de SVB, la Corporación Federal de Seguros de Depósitos de EEUU (FDIC, por sus siglas en inglés) intervino y tomó control del banco.

El tercer banco en esta lista fue el Signature Bank, con sede en la ciudad de Nueva York. Junto a SVB, la quiebra de estos bancos se considera la más importante desde el desplome de Washington Mutual en 2008. Este banco comercial tenía una exposición relativamente menor al mercado de criptomonedas frente al resto de su competencia. No obstante, por su condición de ser amigable al mundo crypto, y tras una fuga masiva de depósitos (hasta un 20% del total de fondos), el pasado 12 de marzo la FDIC intervino y se hizo cargo del total de sus activos y pasivos.

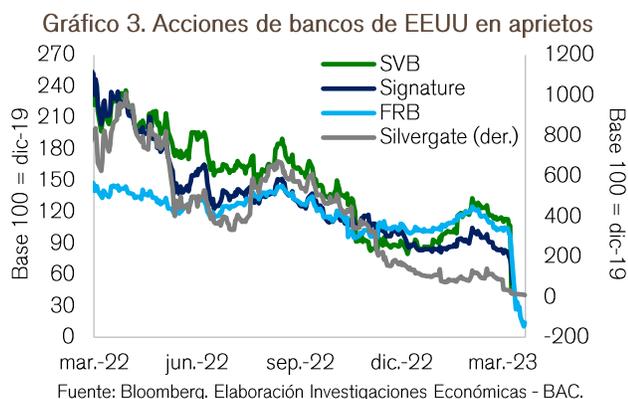
Cronológicamente, el cuarto banco en caer fue Credit Suisse. Sin embargo, a diferencia de los demás, este no es un banco regional de EEUU, sino uno de los íconos de la industria bancaria y financiera de Europa.

Credit Suisse, con sede en Zúrich, Suiza, fue fundado en 1856 y es considerado uno de los bancos más importantes del mundo. De hecho, según el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) y el Comité de Basilea, Credit Suisse está incluido en la lista de los 30 bancos cuya quiebra podría desencadenar una crisis financiera global.

Lo anterior tiene una interpretación sencilla: es uno de los bancos que, por su tamaño e interconexión mundial, tiene



implícito un riesgo sistémico muy elevado. Los problemas de Credit Suisse vienen desde tiempo atrás por razones muy distintas a las que llevaron a la quiebra a Silvergate Bank, SVB y Signature Bank. No obstante, ante la turbulencia creada en EEUU y el efecto pánico de los mercados, su acción se desplomó más de un 30% y también se materializó una fuga masiva de depósitos de clientes.



Por su importancia en el sistema financiero mundial, el pasado 16 de marzo el Banco Nacional de Suiza (BNS) aprobó un préstamo a Credit Suisse por CHF 50,000 millones (USD 54,000 millones) para fortalecer su liquidez, algo que tuvo pinta de rescate. Finalmente, el otro gigante suizo, el banco UBS, anunció el domingo 19 de marzo la adquisición de Credit Suisse por USD 3,200 millones, una medida concertada para evitar un riesgo sistémico, una crisis financiera y la materialización del riesgo moral.

Aunque no hace parte de la lista de los bancos que colapsaron, existe otro que también ha sido víctima de pérdidas por desvalorizaciones de sus activos y fuga de depósitos de clientes. Se trata del First Republic Bank (FRB), con sede en San Francisco, California. Este banco recibió la semana pasada una inyección de capital por USD 30,000 millones de parte de varios bancos estadounidenses, liderados por JP Morgan.

Tras esta medida, que no ha implicado intervención directa de las autoridades en EEUU, parte del optimismo en el

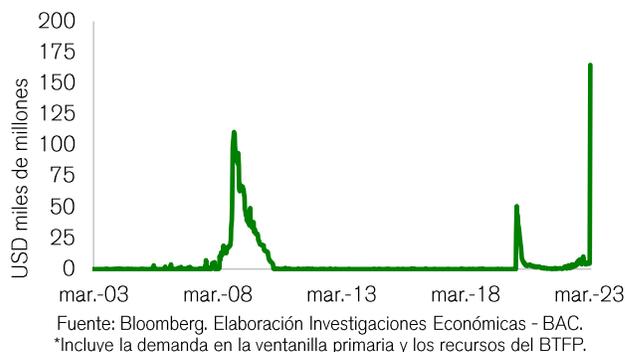
mercado se ha recuperado y las acciones de FRB se han valorizado más de un 34%, desde el mínimo histórico de jornadas recientes. Aun así, la desvalorización acumulada que sufrieron las acciones de estos bancos, desde el momento de su intervención, supera el 70% (Gráfico 3).

¿Qué se ha hecho al respecto?

Un elemento importante para entender en esta coyuntura es que la causa de la crisis es de iliquidez y pérdida de confianza, no de mala calidad en la originación-colocación del crédito o bajos requerimientos de capital de los bancos. De hecho, los requerimientos mínimos de cobertura de riesgo se incrementaron por regulación desde la última crisis crediticia².

Precisamente, la crisis subprime de 2008-2009 desnudó no solamente las deficiencias y vacíos en la gestión de capital y liquidez de las entidades financieras, sino también las múltiples fallas de mercado e incentivos perversos que produce la información asimétrica, bien sea de riesgo moral o por selección adversa. Por fortuna, ese no parece ser el caso en este episodio.

Gráfico 3. Demanda de liquidez en ventanillas del Fed*



Por supuesto, el riesgo de un *credit crunch* no es igual a cero y puede provenir de complicaciones adicionales del lado de la oferta de fondos prestables (recursos disponibles para prestar). Sin embargo, confiamos que las lecciones de las crisis crediticias del pasado, y que los BC han aplicado exitosamente, mantendrán garantías sobre

² Acogiéndose a las definiciones del marco regulatorio Basilea III para reforzar los bancos y el sistema financiero, dadas las experiencias de la crisis financiera de 2008-2009, los establecimientos de crédito fueron

exigidos a incrementar sus requerimientos mínimos de capital como proporción de los activos ponderados por riesgo.



unas condiciones de liquidez adecuadas para el buen funcionamiento del sistema financiero.

Esta vez no ha sido la excepción y las autoridades en EEUU no han dudado en actuar. En una medida conjunta anunciada el pasado 12 de marzo entre el Fed, la FDIC y el Departamento del Tesoro, se lanzó el Programa Bancario de Financiación a Plazo (BTFP). A través del BTFP, instituciones elegibles (bancos, corporaciones de ahorro, cooperativas y otras entidades depositarias) pueden acceder a préstamos con la Fed a un plazo máximo de un año.

Los fondos disponibles del BTFP ascienden a USD 25,000 millones, y el programa está diseñado para otorgar liquidez al sistema bancario, específicamente. Además, cuenta con el respaldo del Fondo de Estabilización Cambiaria (ESF) del Departamento del Tesoro, el cual es una cuenta de reserva de emergencia diseñada para mitigar inestabilidad en los mercados, como ocurre en la situación actual.

Gráfico 5. Balance de activos Fed vs liquidez en EEUU



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En nuestra opinión, lo más interesante del BTFP es que: i) permite utilizar como colateral bonos del Tesoro, deuda privada y MBS valorados a precio de emisión y no de mercado, lo cual cubre la pérdida implícita del activo a precio de mercado; y ii) es un programa que no es un salvavidas directo para los bancos, lo que aísla la materialización de riesgo moral.

En apenas tres días desde su lanzamiento, los intermediarios demandaron USD 11,900 millones, es decir, cerca del 48% de los recursos totales ofrecidos en el BTFP.

Sumando las otras líneas convencionales que ofrece la Fed a través de la ventanilla primaria de liquidez, los bancos han solicitado recursos por cerca de USD 165,000 millones la semana pasada. Esta es una demanda de liquidez récord de los bancos, que sólo se puede comparar con los registros de la crisis financiera de 2008-2009 (Gráfico 4).

Como resultado, el balance de activos de la Fed se ha incrementado en USD 297,000 millones desde el pasado 10 de marzo, justo antes del lanzamiento de las medidas descritas anteriormente. Al mismo tiempo, el índice de condiciones financieras que calcula Bloomberg para el mercado de EEUU continúa en terreno negativo (zona de condiciones estrechas), pero ha mejorado en jornadas recientes gracias a estas acciones de la Fed (Gráfico 5).

Otras medidas para garantizar la liquidez mundial se han tomado, de manera coordinada, entre los grandes faros monetarios del mundo. En efecto, el pasado domingo 19 de marzo, la Fed, el Banco Central de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el BNS anunciaron medidas para el aumentar la provisión de liquidez global en dólares americanos. Esta medida ya había sido adoptada en el pasado, siendo la más reciente durante la pandemia del COVID-19.

Estabilidad financiera vs estabilidad de precios: una falsa dicotomía

Algunos analistas han llamado contradicción estas recientes medidas de la Fed, pues afirman que no es consistente el deseo de seguir subiendo las tasas de interés para frenar la inflación, al mismo tiempo que se está ampliando nuevamente la base monetaria, lo que en principio es inflacionario.

En nuestra opinión, tal contradicción no existe en un sentido estricto. En primer lugar, revertir la normalización monetaria, a través de aumentos transitorios en la liquidez, no significa necesariamente que la base monetaria aumentará por un mayor efectivo circulante. De hecho, buena parte de la provisión de liquidez derivada del BTFP se destinará a incrementar las reservas de liquidez de los bancos, es decir, afectará el otro componente de la base monetaria: las reservas bancarias. Por lo tanto, al no tener



un efecto directo y tan evidente sobre el efectivo circulante, no es una medida inflacionaria en sí misma.

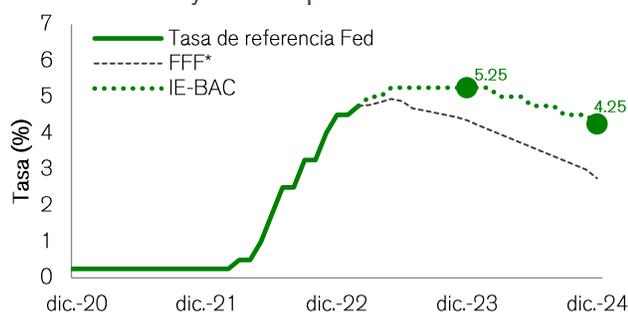
En segundo lugar, la estabilidad financiera, que implica garantizar la liquidez de los mercados y la confianza de los agentes, es una condición necesaria para que la política monetaria funcione y tenga los efectos esperados sobre el sector real.

En otras palabras, utilizar herramientas de política como las operaciones transitorias de liquidez, con el objetivo de reducir-eliminar la inestabilidad de los mercados, permite que la postura restrictiva de la Fed tenga éxito atacando la inflación, sin crear crisis financieras y recesiones económicas. En consecuencia, es falsa una supuesta dicotomía entre estabilidad financiera y estabilidad de precios.

a menos que la situación actual se agudice y presione al emisor a anticipar el fin de su postura restrictiva.

Las futuras decisiones seguirán siendo altamente data-dependientes, por lo que la Fed tendrá mucho trabajo en los próximos meses. No despierta envidia ser la Fed por estos días.

Gráfico 6. Trayectoria esperada en la tasa de la Fed



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Trayectoria implícita en función WIRP al corte del 21 de marzo de 2023.

Teniendo en cuenta que la inflación en EEUU persiste en niveles muy por encima de la meta de 2%, y que las condiciones del mercado laboral permanecen estrechas (tasa de desempleo históricamente baja e inflación salarial cerca del 6% anual), creemos que la Fed seguirá ponderando más los riesgos inflacionarios de corto plazo dentro de su función de reacción. Así, nuestra expectativa es que la Fed elevará en 25 pbs la tasa de referencia durante su reunión de marzo, llevándola hasta el rango 4.75% - 5% (Gráfico 6).

A diferencia de lo que anticipa el mercado monetario, una vez las condiciones financieras se establezcan, creemos que la Fed podría elevar los tipos otros 25 pbs hasta un nivel de tasa terminal en 5% - 5.25% hacia el mes de junio. Allí permanecerían estables por lo que resta del año,



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
