

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de David Malagón y Ana María Zuluaga

Julio 28 de 2016

Fragilidad bancaria internacional y 'Bonos Contingentes' (CoCos)

Luego del "Brexit" aprobado tras el referendo de junio de 2016, las expectativas sobre el crecimiento global han continuado siendo castigadas. Por ejemplo, se estima que durante los próximos dos años viraremos hacia pérdidas permanentes en el crecimiento potencial de Gran Bretaña cercanas al 1% y mermas a nivel de la Unión Europea (UE) en el rango de 0.3% a 0.5% (ver *ALI* No. 116 de julio de 2016).

Para enfrentar estos vientos recesivos, el Banco Central Europeo (BCE) ha redoblado su discurso de provisión de mayor liquidez, a través de sus programas de recompra de bonos públicos-privados, y ha mantenido sus tasas de interés de captación en el terreno negativo (castigando a los depositantes a niveles del -0.4% anual). Si bien esta situación de mayor liquidez ha dado algún alivio temporal a los deudores, el sector bancario está experimentando una compresión de sus márgenes de intermediación, al tiempo que el menor crecimiento en la Zona Euro (cerca al 1.5%) y su elevado desempleo (obstinado a nivel del 10%) están incrementando fuertemente la morosidad de la cartera en toda la región.

Particular atención requiere la delicada situación de la banca italiana, donde se observa una "resaca" en el endeudamiento privado, con una morosidad cercana al 20% (ver *Comentario Económico del Día* 13 de abril de 2016). De hecho, se estima que el sector requiere inyecciones de capital por €40.000 millones para sanearse. Ello está poniendo a prueba la solvencia de los bancos con riesgo sistémico, ver gráfico adjunto. En particular, sobresale la difícil situación del banco *Monte dei Paschi di Siena*, al cual el BCE le

exigió una reducción cercana al 30% de sus créditos morosos durante 2016-2018 (bajándolos de €46.900 a €32.600 millones).

Esta fragilidad económica también se observa en otras latitudes. Por ejemplo, en 2015-2017, se ha registrado un apalancamiento excesivo en el mundo emergente, agravado por sus lastres macrofinancieros, resultantes del fin del súper-ciclo de *commodities*. En efecto, el endeudamiento total (público+privado) emergente aumentó del 150% al 210% del PIB durante 2008-2016, principalmente por cuenta del sector privado corporativo (no financiero), pasando del 60% al 100% del PIB durante el mismo periodo (ver *Comentario Económico del Día* 28 de junio de 2016).

En el caso del Brasil esas vulnerabilidades han sido evidentes: i) contracciones del PIB-real cercanas al -4% en 2015-2016; ii) inflaciones superiores al +10% anual; y iii) déficits fiscales alrededor del -10% del PIB, incrementando la relación Deuda Pública/PIB hacia el 70%. Ello ha llevado al gobierno a promover el crédito a través de los bancos estatales, con el fin de impulsar el crecimiento económico, en momentos en que la banca privada está retrayendo sus colocaciones (ver *Bloomberg News* del 24 de febrero de 2016). Esto ha provocado fuertes castigos a los "bonos convertibles en capital forzoso", conocidos como los CoCos (*Contingent-Convertible bonds*). En particular, se han visto golpeados los bancos comerciales estatales, recibiendo "peluqueadas" en el valor de sus CoCos de hasta 25% en el caso del *Banco do Brasil*. Asimismo, existen presiones adicionales a nivel presupuestal con un déficit cuasi-fiscal del orden del 3%-4% del PIB anualmente.

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de David Malagón y Ana María Zuluaga

Todo esto ha focalizado la atención sobre el desempeño global de los CoCos. Recordemos que estos bonos se popularizaron con la implementación de Basilea III, bajo la idea de que ayudarían a generar mayor capital de forma automática cuando los mercados así lo estimaran. Estos instrumentos incluyen una “opción” que permite a sus emisores convertirlos en acciones cuando sus requerimientos de capital caen por debajo de cierto umbral previamente definido (“precio de ejercicio”). Una vez se alcanza ese umbral, se cancela el pago de dividendos y ello también pasaría a formar parte del capital bancario.

La principal diferencia entre los CoCos y los BOCAs (bonos convertibles en acciones) radica en que los primeros benefician a los bancos, pues estos pueden contar con recursos “contingentes” ante desvalorizaciones del capital. Entretanto, los BOCAs generalmente benefician al inversionista, ya que funcionan con una “opción” a través de la cual sus compradores tienen el derecho de convertirlos en acciones para participar en valorizaciones patrimoniales.

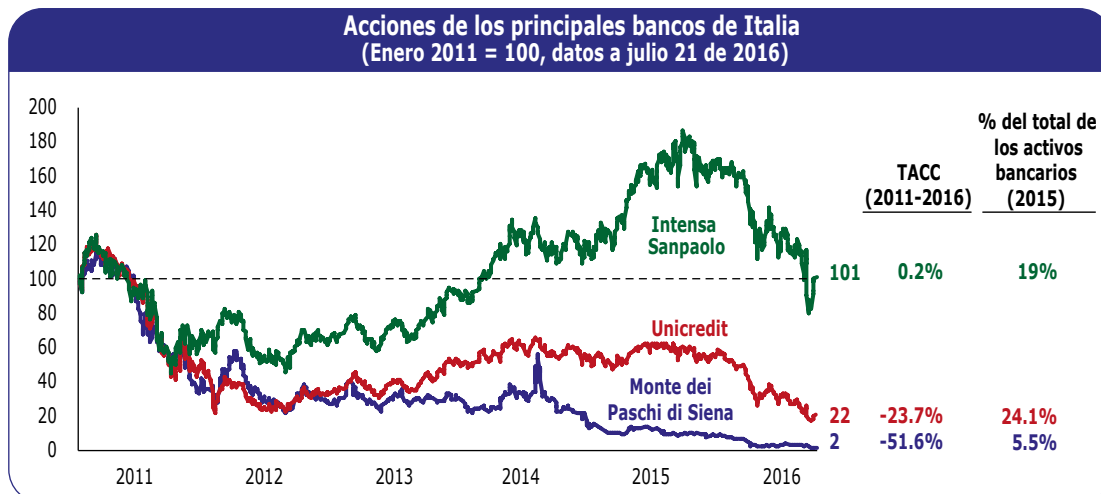
Estas supuestas bondades financieras de los CoCos ahora enfrentan su “prueba de fuego” global, particularmente en la UE (recibiendo descuentos hasta del 30% en el caso de los bonos de la banca italiana). Estos castigos provienen de la laxitud de dicha banca en el tratamiento de su cartera morosa frente a los criterios utilizados en Estados Unidos o, aun, en América Latina.

Por ejemplo, en Estados Unidos ahora se utiliza la Capacidad Total de Absorción de Pérdidas (TLAC), la cual es un requerimiento prudencial definido por

el *Financial Stability Board* para las entidades financieras sistémicamente importantes a nivel global (G-SIFIS), ver *Comentario Económico del Día* 11 de marzo de 2015. De hecho, la Fed ha propuesto un umbral mínimo del 18% para ese TLAC (= capital regulatorio+bonos/activos ponderados por nivel de riesgo) frente al estándar del 16% (ver *Financial Times* del 22 de febrero de 2016).

Lo sorprendente es que en la UE se vienen usando criterios de “doble estándar”, según el tipo de país y su “riesgo sistémico”. Por ejemplo, ahora que el gobierno italiano está urgido de recapitalizar su sistema bancario y dado su carácter SIFI, se están tratando de desmontar las exigencias de usos con recursos públicos (“*bail-out*”), que se habían ideado para el caso de Grecia y que entraron en vigencia este año. Así, el gobierno de Renzi tiene ahora la dura tarea de impulsar reformas que permitan recapitalizar los bancos con dineros públicos, pero sin castigar a los “bonistas”. Es decir, quieren hacer “*bail-out*” sin incurrir en el “*bail-in*” que acababan de volver obligatorio (Directiva de la UE No. 59 de 2014).

En síntesis, los riesgos macrofinancieros globales se han agravado por cuenta del “Brexit” y su primera señal de contagio se focaliza sobre Italia. Esta delicada coyuntura, además, pone a prueba los esquemas de capitalización bancaria pos-crisis internacional, tanto en su componente de CoCos como del llamado “*bail-in*”. ¿Será que las capitalizaciones derivadas del activismo regulatorio pos-Lehman resultarán lo suficientemente robustas como para evitar el riesgo sistémico latente en la UE?



Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg.