

Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial

Abril 2009

RESUMEN GENERAL

El sistema financiero mundial continúa sometido a graves tensiones a medida que la crisis se extiende a los hogares, las empresas y la banca de las economías avanzadas y de mercados emergentes. La contracción de la actividad económica ejerció nueva presión sobre los balances de los bancos en medio de la caída ininterrumpida del valor de los activos, haciendo peligrar los niveles de capitalización y desalentando aún más el crédito. Por lo tanto, la expansión crediticia se está desacelerando e incluso retrocediendo, y eso agudiza la presión sobre la actividad económica. Ya se encuentran en marcha ajustes del sector privado y programas de respaldo del sector público de magnitudes sustanciales que están contribuyendo a algunos primeros indicios de estabilización. Pero se necesitan nuevas medidas decisivas y eficaces, así como coordinación internacional, para sustentar ese avance, restablecer la confianza del público en las instituciones financieras y normalizar las condiciones de los mercados. El reto fundamental será quebrar el círculo vicioso entre el sistema financiero y la economía mundial. Ya se están realizando esfuerzos prometedores para rediseñar el sistema financiero mundial que seguramente sentarán cimientos más estables y resilientes para un crecimiento económico sostenido.

Para reparar el sector financiero será necesario eliminar las tensiones en los mercados de financiamiento de bancos y empresas, sanear los balances bancarios, reactivar las corrientes de capital transfronterizas (sobre todo hacia los países de mercados emergentes) y limitar los efectos colaterales involuntarios de las políticas adoptadas para luchar con la crisis. Todos estos objetivos requieren una voluntad política firme en medio de circunstancias difíciles y una promoción más activa de la cooperación internacional. Ese compromiso y esa determinación internacional frente a los retos que plantea la crisis son cada vez más notables, como pusieron de manifiesto los resultados de la cumbre del G-20 de comienzos de abril.

Si los balances bancarios no se depuran a fondo para eliminar los activos deteriorados y si no se procede a la reestructuración —y de ser necesario a la recapitalización—, persistirá el riesgo de que los problemas de los bancos continúen empujando la actividad económica a la baja. Aunque depende de una serie de presunciones, nuestra estimación más fidedigna de las rebajas contables que sufrirán todos los tenedores de activos originados en Estados Unidos desde el estallido de la crisis hasta 2010 aumentó de US\$2,2 billones en la edición de este informe actualizada en enero último a US\$2,7 billones, principalmente porque se deterioraron los supuestos centrales sobre el crecimiento económico. En esta edición, las estimaciones de las rebajas contables abarcan los activos originados en otros mercados maduros, y, aunque la información en la que se basan estas suposiciones es más incierta, estimamos que las rebajas contables podrían totalizar alrededor de US\$4 billones, con aproximadamente dos tercios de estas rebajas en el sector bancario.

En los últimos meses se registraron ciertas mejoras en los mercados interbancarios, pero persisten los problemas de financiamiento y los bancos tienen menos acceso al financiamiento a más largo plazo a medida que se cumplen las fechas de vencimiento. Aunque los bancos de muchas jurisdicciones ahora pueden emitir títulos de deuda a más largo

plazo con garantía estatal, el déficit de financiamiento sigue siendo profundo. Eso impide a muchas empresas obtener capital de trabajo por la vía bancaria, y algunas tienen dificultades para emitir títulos de deuda a más largo plazo a menos que las tasas sean mucho más elevadas.

Un amplio abanico de instituciones financieras no bancarias se encontraron presionadas durante la crisis a causa de la caída de los precios de los activos. Los fondos de pensiones sufrieron un duro golpe porque sus activos perdieron valor rápidamente y al mismo tiempo la rentabilidad inferior de los bonos públicos, que muchos utilizan para descontar sus pasivos, exacerbó la insuficiencia de financiamiento. Las empresas de seguros de vida experimentaron pérdidas por las tenencias de acciones y bonos corporativos, y algunas vieron considerablemente erosionados los excedentes de capital regulatorio. Aunque es posible que la mayoría de estas instituciones hayan gestionado el riesgo con prudencia, otras asumieron más riesgos sin tomar plena conciencia del estrés al que podrían verse sometidas.

La huida de los mercados externos está eclipsando el desapalancamiento generalizado y la fuerte disminución del financiamiento transfronterizo está intensificando la crisis en varios países de mercados emergentes. De hecho, la retirada de los inversionistas y los bancos extranjeros, sumada al colapso de los mercados de exportación, está comprimiendo el financiamiento en las economías de mercados emergentes y requiere urgente atención. Las necesidades de refinanciamiento de los mercados emergentes son grandes y estimativamente rondarán US\$1,8 billones en 2009; se originan sobre todo en empresas e instituciones financieras. Aunque las previsiones en este terreno se destacan por su dificultad, las estimaciones actuales muestran que los flujos de capital privado netos hacia las economías emergentes serán negativos en 2009 y que las entradas probablemente no retomarán los niveles previos a la crisis. Las economías de mercados emergentes que dependían de esos flujos ya se están debilitando, lo que realza la importancia de un apoyo oficial compensatorio.

Pese a iniciativas oficiales sin precedentes para frenar la espiral descendente en las economías avanzadas —entre ellas un respaldo fiscal gigantesco y toda una serie de mecanismos de liquidez— se necesitarán más medidas firmes para ayudar a restablecer la confianza y desembarazar a los mercados financieros de la incertidumbre que atenta contra las perspectivas de recuperación. Sin embargo, el traspaso de los riesgos financieros del sector privado al sector público plantea dificultades. Persiste la inquietud en cuanto a distorsiones involuntarias y a la posibilidad de que los costos del estímulo a corto plazo —incluidos los programas de duración indeterminada para apuntalar el sector bancario— se conjuguen con las presiones a más largo plazo generadas por el envejecimiento de la población y produzcan un fuerte aumento de la carga de la deuda pública en algunas economías avanzadas. El sesgo a favor de activos nacionales también se está haciendo más marcado, ya que las autoridades alientan a los bancos a otorgar crédito localmente y a los consumidores a mantener el gasto dentro de las fronteras.

Estos riesgos se analizan en el capítulo 1 y constituyen algunos de los problemas más espinosos que enfrenta el sector público en las cinco últimas décadas. A continuación esbozamos los elementos que, a nuestro juicio, serán críticos para quebrar el círculo vicioso entre el sector financiero y la economía real.

Recomendaciones a plazos inmediatos

Aun si la adopción de las medidas necesarias fuera expeditiva y la ejecución ocurriera sin tropiezos, el proceso de desapalancamiento será lento y doloroso, y la recuperación probablemente se dilate. Se estima que, como consecuencia del desapalancamiento y la contracción económica, la expansión crediticia disminuirá en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro, e incluso pasará a terreno negativo a corto plazo, y habrán de pasar años antes de que se recupere.

Ante este panorama desalentador, es necesario ejecutar decisivamente las medidas ya establecidas y adoptar políticas más firmes cuando corresponda. Sin embargo, la voluntad política necesaria se está desvaneciendo debido a la desilusión del público frente a ciertos ejemplos muy publicitados de aparente abuso de los fondos de los contribuyentes. Existe un riesgo real de que los gobiernos no estén dispuestos a asignar suficientes fondos para solucionar el problema. Además, a causa de la incertidumbre en torno a la reacción política, quizás haya menos probabilidades de que el sector privado participe en un diálogo constructivo para encontrar soluciones ordenadas a la turbulencia financiera. Por lo tanto, la claridad, la coherencia y la fiabilidad serán elementos importantes para restablecer la confianza. Las crisis del pasado demuestran que la normalización de los sistemas bancarios lleva varios años y que las recesiones suelen ser más profundas y prolongadas cuando se derivan de una crisis financiera (véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*). Además, cuando las políticas no son claras y no se implementan decisiva y expeditivamente, o cuando no están focalizadas en los problemas de base, la recuperación tarda aún más y los costos son incluso mayores, en términos tanto del dinero de los contribuyentes como de la actividad económica.

En vista del alcance mundial de la crisis, la coordinación entre los países afectados puede realzar el efecto de las políticas nacionales. La coordinación y la colaboración deben aprovechar el ímpetu generado por la reciente cumbre del G-20 y revisten particular importancia en el terreno financiero, a fin de evitar que las políticas nacionales tengan repercusiones internacionales adversas. Concretamente, habrá más probabilidades de apuntalar la confianza e impedir el arbitraje regulatorio y las distorsiones competitivas si se lleva a cabo una coordinación transfronteriza que aborde los problemas del sistema bancario —entre ellos el tratamiento de los activos desvalorizados— con criterios más coherentes.

A corto plazo, las tres prioridades mencionadas en ediciones anteriores de este informe y reconocidas explícitamente por el comunicado del G-7 de febrero de 2009 conservan su validez: i) asegurar el acceso del sistema bancario a la liquidez, ii) detectar y sanear los activos dañados y iii) recapitalizar las instituciones débiles pero viables y proceder rápidamente a la resolución de las instituciones no viables. En términos generales, la primera tarea les corresponde a los bancos centrales; las otras dos, a los supervisores y los gobiernos. La primera ha progresado, pero las otras dos parecen estar más fragmentadas y subordinadas a las circunstancias. En anuncios recientes, las autoridades de varios países han reconocido la necesidad de lidiar con los activos problemáticos y evaluar la resiliencia de los bancos ante un nuevo empeoramiento de la economía mundial a fin de determinar las necesidades de recapitalización. Esa decisión es saludable y probablemente contribuya a despejar la incertidumbre y el escepticismo del público a medida que se vayan conociendo los detalles. A juzgar por la experiencia de crisis pasadas, las autoridades deben tomar medidas más firmes y eficaces para abordar y corregir las debilidades del sector financiero.

Proceder expeditivamente a evaluar la viabilidad y la recapitalización de los bancos.

Es necesario reevaluar la viabilidad a largo plazo de las instituciones para decidir cuáles son sus necesidades de capital, basándose en una determinación realista de las pérdidas sufridas hasta la fecha y las actuales posibilidades de nuevas rebajas contables. Para ilustrar la magnitud de las necesidades de capital totales de los sistemas bancarios occidentales preparamos dos conjuntos de cálculos que tienen en cuenta las rebajas contables y los ingresos potenciales durante 2009–10. Algunos de los supuestos utilizados son bastante inciertos, de modo que estas necesidades de capital son sencillamente indicativas de la gravedad del problema. El primer cálculo presume que el apalancamiento, medido como el capital en acciones ordinarias dividido por los activos materiales, regresa a los niveles registrados antes de la crisis (4%). Incluso para alcanzar esos niveles se necesitarían inyecciones de capital de unos US\$275.000 millones en los bancos de Estados Unidos, unos US\$375.000 millones en los bancos de la zona del euro, unos US\$125.000 millones en los bancos del Reino Unido, y unos US\$100.000 millones en los bancos de las demás economías maduras de Europa. El segundo cálculo ilustrativo presume que el apalancamiento retoma los niveles de mediados de la década de 1990 (6%). Ese nivel exige inyecciones de capital más altas, que rondan US\$500.000 millones en Estados Unidos, US\$725.000 millones en la zona del euro, US\$250.000 millones en el Reino Unido y US\$225.000 millones en las demás economías maduras de Europa. Estos cálculos estimativos, basados en nuestros supuestos, hacen pensar que se necesitaría capital adicional no solo para compensar pérdidas, sino también para lograr el índice más estricto de apalancamiento y el mayor nivel de capitalización que exigen en este momento los mercados en vista de la incertidumbre que rodea las valoraciones de activos y la calidad del capital. Sin emitir juicios sobre la idoneidad de usar la relación capital en acciones ordinarias/activos materiales, es importante señalar que estos montos son inferiores si las acciones preferenciales se convierten en acciones ordinarias (ya que ese tipo de capital absorbe mejor las pérdidas) y si los gobiernos ofrecen a los bancos garantías frente a futuras pérdidas causadas por algunos de los activos deteriorados de sus balances. En Estados Unidos, por ejemplo, el volumen de acciones preferenciales emitidas en los últimos años es bastante grande y podría ayudar a incrementar la relación capital en acciones ordinarias/activos materiales si se efectuara esta conversión. Los gobiernos de varios países aceptaron asumir grandes proporciones de las pérdidas futuras producidas por determinados grupos de activos de algunos bancos.

Por lo tanto, a fin de estabilizar el sistema bancario y despejar la incertidumbre, se necesitan tres elementos:

- Participación más activa de los supervisores a la hora de determinar la viabilidad de las instituciones y las medidas correctivas pertinentes, como parte de lo cual deberían decidirse las necesidades de capital en base a las rebajas contables previstas para el bienio siguiente.
- Divulgación completa y transparente del daño sufrido por los balances bancarios, comprobada por los supervisores en base a criterios coherentes.
- Claridad por parte de los supervisores en cuanto al tipo de capital requerido —ya sea capital en acciones ordinarias o capital primario— y en cuanto a los plazos estipulados para lograr los nuevos niveles de capitalización.

Deben imponerse condiciones estrictas para la inyección de capital público. Además de tener en cuenta las rebajas contables y el capital disponible, los supervisores bancarios que

están evaluando la viabilidad de las instituciones también deben comprobar la solidez de sus estructuras de financiamiento, sus planes de negocios y procesos de control del riesgo, la idoneidad de las políticas de remuneración y la capacidad de la gerencia. Los bancos viables con insuficiente capital deben recibir inyecciones de los gobiernos que preferiblemente atraigan capitales privados, de modo que el nivel de capitalización aumente lo suficiente como para restablecer la confianza en estas instituciones, y deben ser sometidos a una reestructuración cuidadosa. Mientras cuenten con fondos públicos, las operaciones de estos bancos deben estar estrictamente vigiladas y debe restringirse el pago de dividendos. Se debe examinar minuciosamente el sistema de remuneraciones y la posibilidad de reemplazar a la cúpula directiva. Frente a las instituciones inviables, se debe proceder a la resolución con la mayor celeridad posible, a través de una fusión o quizá de una liquidación ordenada, siempre que no se ponga en peligro la estabilidad financiera sistémica.

La reestructuración quizá requiera un traspaso provisional de la propiedad al Estado. La actual imposibilidad de captar financiamiento privado lleva a pensar que la crisis se profundizó hasta tal punto que los gobiernos deben tomar medidas más ambiciosas y no dudar en inyectar fondos a cambio de acciones ordinarias, aun si eso significa tomar control mayoritario o incluso total de las instituciones. En consecuencia, el traspaso provisional de la propiedad al gobierno puede resultar necesario, pero únicamente con la intención de reestructurar la institución y devolverla a manos privadas lo antes posible. Fundamentalmente, el capital en acciones ordinarias debe ser suficiente como para que el banco pueda volver a funcionar, ya que ese es el tipo de capital que los mercados exigen en este momento para hacer frente a eventuales rebajas contables. Hasta el momento, la mayoría de las infusiones de capital realizadas por los gobiernos fueron a cambio de acciones preferenciales, cuyo elevado costo puede dificultarles a los bancos la captación de otras formas de capital privado. Quizá convenga estudiar la conveniencia de convertir esas acciones preferenciales en acciones ordinarias para aliviar esa carga. La incertidumbre en torno a futuras intervenciones también ahuyenta los capitales privados y se necesitan mensajes claros para despejarla. En una crisis bancaria sistémica, el tratamiento preferencial de los nuevos tenedores de bonos a expensas de los tenedores originales también puede causar inestabilidad, ya que muchos son instituciones financieras que también enfrentan problemas. Para evitar nuevas repercusiones sistémicas en otras instituciones y mercados, las autoridades deben tomar conciencia de las condiciones jurídicas en las cuales una intervención puede interpretarse como un incumplimiento crediticio y accionar la ejecución de derivados.

La cooperación y la congruencia transfronterizas son importantes. La coordinación transfronteriza de los principios que fundamentan las infusiones de capital del sector público y sus condiciones es crucial para impedir el arbitraje regulatorio y las distorsiones competitivas. Pese a la dificultad de coordinar políticas en vista del clima político imperante, las autoridades podrían intentar, para mayor claridad, ofrecer comparaciones entre sus propuestas y las de otros países.

Abordar sistemáticamente el problema de los activos desvalorizados; la disyuntiva entre gestoras de activos y garantías.

Dadas las diferencias entre los problemas que enfrenta cada sistema bancario y el volumen de activos desvalorizados que contiene, los enfoques adoptados son diferentes. La prioridad máxima es formular una solución adecuada, asegurarse de contar con

financiamiento suficiente y ejecutarla con claridad. Sin embargo, por esa multiplicidad de enfoques, resulta fundamental coordinar entre los países los principios de base utilizados para valorar los activos y decidir el porcentaje de pérdida que deberá soportar el sector público. Entre las distintas alternativas, el Reino Unido se ha inclinado por mantener los activos en los bancos, pero brindar garantías que suavicen el impacto de las pérdidas futuras. Otra posibilidad es colocar los activos deteriorados en una gestora separada (una especie de “banco depurador”), la solución adoptada por Suiza con UBS y que Irlanda está evaluando; su ventaja radica en que es relativamente transparente y en que si se transfiere el grueso de los activos deteriorados a la gestora el “banco depurado” termina con un balance saneado. Estados Unidos garantizó un grupo de activos problemáticos o vulnerables a fuertes pérdidas en el caso de Citibank y de Bank of America, y también propuso la creación de asociaciones público-privadas para comprarles a los bancos activos dañados. La propuesta actual contiene algunos elementos pensados para alentar la participación del sector privado, pero aún no está claro si los bancos tendrán suficientes incentivos para vender los activos dañados. En general, los distintos enfoques pueden resultar eficaces según las circunstancias de cada país.

Asimismo, como la valoración de los activos continúa siendo un importante foco de incertidumbre, los gobiernos deben establecer metodologías para la valoración realista de los instrumentos de crédito titulizados ilíquidos que se proponen respaldar. Cuando los activos no se negocian con regularidad y los precios de mercado se encuentran a niveles de liquidación, la valoración debe basarse en las condiciones económicas previstas a fin de determinar el valor actual neto de los ingresos futuros. Idealmente, sin dejar de reconocer la complejidad de algunos de estos activos, convendría acordar una metodología básica y aplicarla en todos los países para evitar valoraciones exageradamente positivas, arbitraje regulatorio o distorsiones competitivas. El Consejo de Estabilidad Financiera, en colaboración con los órganos normativos, sería el ente ideal para promover la coordinación.

Suministrar liquidez adecuada para acompañar la reestructuración bancaria.

Los mercados de financiamiento bancario continúan sumamente tensos, y no se recuperarán hasta que no se reduzca el riesgo de contraparte y hasta que los bancos y los proveedores mayoristas de liquidez no tengan más seguridad en cuanto al destino que recibirán sus fondos. Muchos gobiernos instituyeron medidas para proteger a los depositantes y garantizaron distintas formas de deuda bancaria, pero escasean los fondos a más largo plazo sin ese respaldo estatal. Aun así, el déficit de financiamiento mayorista sigue siendo agudo y se podría armonizar mejor la estructura de los regímenes nacionales para aportar más claridad y evitar roces. Por lo tanto, en el futuro próximo, los bancos centrales deberán seguir suministrando abundante liquidez a corto plazo a los bancos y los gobiernos deberán garantizar los pasivos. Sin embargo, no es demasiado pronto para pensar en las estrategias de salida, que de todos modos habrá que poner en práctica paulatinamente; el objetivo debe ser ajustar poco a poco los precios de los mecanismos estatales y restringir las condiciones de uso para incentivar a los bancos a regresar a los mercados privados.

* * *

Además de las tres prioridades para los sectores bancarios de las economías avanzadas, otras medidas inmediatas deben abordar la propagación de la crisis a los mercados emergentes y el riesgo de proteccionismo financiero.

Asegurar que las economías de mercados emergentes estén debidamente protegidas frente al desapalancamiento y la aversión al riesgo de los inversionistas de las economías avanzadas.

Los problemas de los sectores bancarios de las economías avanzadas y de la contracción mundial están golpeando duramente a los países de mercados emergentes. Para los próximos años proyectamos una salida anual de las inversiones de cartera transfronterizas equivalente a alrededor de 1% del PIB de los mercados emergentes. A partir de supuestos razonables, los flujos de capital privado hacia los mercados emergentes podrían registrar salidas netas en 2009, con escasas posibilidades de recuperación en 2010 y 2011.

Al igual que en las economías avanzadas, los bancos centrales de las economías emergentes deberán cerciorarse de que existe suficiente liquidez en el sistema bancario. Sin embargo, en muchos casos el financiamiento no proviene principalmente del mercado interbancario nacional y en los últimos años se originó en gran medida en fuentes externas. Por lo tanto, es posible que los bancos centrales tengan que proporcionar divisas a través de canjes o de ventas directas. Algunos podrán recurrir a sus abundantes reservas en moneda extranjera, pero los mecanismos de canje con los bancos centrales de las economías avanzadas y los servicios financieros del FMI también deben utilizarse como instrumentos de defensa. Gracias a la ampliación de sus recursos decidida en la cumbre del G-20, el FMI puede ayudar a los países a suavizar el impacto de la crisis financiera en la actividad real y —sobre todo en el caso de las economías en desarrollo— moderar sus repercusiones en los sectores pobres de la población. Además, en algunos casos, los programas del FMI pueden contribuir a catalizar el respaldo de otras partes.

El riesgo de refinanciamiento de la deuda externa de los mercados emergentes está enormemente concentrado en el sector empresarial. Posiblemente se justifique un respaldo público directo de la deuda empresarial. Algunos países han extendido la garantía de las deudas bancarias a las empresas, centrándose en las que están vinculadas a los mercados de exportación. En ciertos casos se mantiene apuntalado el financiamiento del comercio exterior a través de distintos mecanismos con el objetivo de mantener en circulación las corrientes comerciales y limitar el perjuicio a la economía real. Aun así, habrá que elaborar planes de contingencia en caso de que el deterioro de la situación resulte en reestructuraciones a gran escala.

Dentro de Europa, la fuerte dependencia transfronteriza exige la colaboración de las autoridades de las economías avanzadas y emergentes para encontrar soluciones mutuamente beneficiosas. El informe reciente del Grupo de Larosière constituye un buen punto de partida para el diálogo sobre la coordinación y la cooperación dentro de la Unión Europea. Es necesario actuar para despejar las inquietudes en cuanto al refinanciamiento de las deudas y al financiamiento externo ininterrumpido de los déficits en cuenta corriente de las economías emergentes de Europa. También se necesitan medidas conjuntas para abordar los problemas de los sistemas bancarios —coordinar las pruebas de estrés de matrices y subsidiarias, promover la cooperación entre economías de origen y economías anfitrionas, y afinar el intercambio de datos— y prepararse para lidiar con la tensión generada por el servicio de la

deuda de los hogares y las empresas. En el caso de los bancos de Europa occidental que tienen múltiples subsidiarias en las economías emergentes del continente, el diálogo entre los supervisores sobre soluciones a problemas comunes probablemente termine beneficiando a todos los interesados.

Coordinar políticas para evitar perjudicar a los países vecinos.

La presión para apuntalar el crédito interno puede conducir al proteccionismo financiero. Cuando los países actúan unilateralmente para respaldar su sistema financiero pueden causar repercusiones negativas en otros países. En varios casos las autoridades decidieron que los bancos que reciben ayuda deben mantener (o, preferentemente, expandir) el crédito interno. Eso puede desplazar el crédito al exterior si los bancos se encuentran constantemente presionados para despalancar los balances generales, vender operaciones en el extranjero e intentar deshacerse de los activos más riesgosos, con consecuencias perjudiciales para los países de mercados emergentes y, por ende, para la economía mundial. Al mismo tiempo, es alentador comprobar que las matrices de los bancos que operan en algunos países acordaron hace poco continuar abasteciendo de crédito a las subsidiarias en economías anfitrionas.

Congruencia y afianzamiento de la política macroeconómica

Para cimentar una reactivación económica sostenible es fundamental estabilizar el sistema financiero mundial. Como se señala también en la edición de este mes de *Perspectivas de la economía mundial*, las políticas del sector financiero serán más eficaces si están apuntaladas por políticas fiscales y monetarias acertadas.

Promover políticas fiscales y financieras que se refuercen mutuamente.

Es necesario reactivar el crecimiento del crédito para sustentar la actividad económica. Un estímulo fiscal que fortalezca la actividad y ponga freno al deterioro del valor de los activos seguramente mejorará la solvencia de los prestatarios y la garantía de los préstamos, y, conjugado con políticas monetarias encaminadas a sanear los balances bancarios, promoverá el otorgamiento saludable de préstamos. Además, el capital generador destinado a asociaciones público-privadas dedicadas a proyectos de infraestructura podría estimular la demanda de crédito.

Para los países con margen de maniobra en este terreno, el estímulo fiscal será recibido de manera positiva por los mercados y podría contribuir a restablecer la confianza general. Sin embargo, los mercados quizá no sean tan benévolos con los gobiernos que ya acusan grandes déficits o cuya formulación de políticas es defectuosa. Los mercados ya están inquietos por el costo fiscal que podría llegar a representar la ayuda pública proporcionada explícita o implícitamente al sistema bancario, sobre todo si el sistema financiero es grande en comparación con la economía nacional. Aunque la situación registró ciertas mejoras últimamente, el alza del rendimiento de los bonos públicos, el aumento de los diferenciales de los *swaps* de garantía crediticia y el debilitamiento de las monedas son manifestaciones de esa preocupación. Las autoridades deben reducir los riesgos de refinanciamiento extendiendo la estructura de vencimientos de la deuda pública en la medida en que lo permita la demanda de los inversionistas.

Está claro que en este momento se necesitan políticas de estímulo, pero hay que prestar cuidadosa atención al grado de sostenibilidad fiscal y a las implicaciones para las necesidades de financiamiento del gobierno, sobre todo teniendo en cuenta los riesgos contingentes para los balances de los gobiernos¹. Si un programa de estímulo parece contravenir las metas fiscales, debe ir acompañado de marcos fiscales a mediano plazo creíbles destinados a reducir el déficit y el nivel de deuda². De lo contrario, los gobiernos podrían arriesgarse a una pérdida de confianza en su solvencia.

Usar políticas poco convencionales en el banco central para reabrir los mercados de crédito y financiamiento, de ser necesario.

Varios países recortaron rápidamente la tasa nominal de política monetaria como primera línea de defensa contra la recesión, y algunos se acercan —o ya han llegado— a una tasa próxima a cero; por otra parte, los diferenciales de las tasas de préstamo a consumidores y empresas siguen siendo elevados. Algunos bancos centrales recurrieron a políticas poco convencionales para reabrir los mercados de crédito y financiamiento, y quizá deban plantearse otras. Por el momento resulta difícil medir la eficacia de otras herramientas, pero está claro que son cada vez más comunes las medidas encaminadas a ampliar y alterar la composición de los balances de los bancos centrales. Por esta razón habría que reflexionar más sobre las estrategias de salida para cuando mejoren las condiciones. Posiblemente, los gobiernos deban dar seguridad tanto sobre la integridad del balance del banco central como de la independencia global de la institución.

En algunos países de mercados emergentes la determinación de las tasas de interés se ve complicada en este momento por la necesidad de tener en cuenta las consecuencias para el tipo de cambio. En ciertos casos quizá ya no haya margen para recortar más las tasas y de hecho posiblemente sea necesario subirlas si un nuevo recorte promovería la salida de capitales. Como en el caso de la política fiscal, las circunstancias de cada país dictarán la dirección de la política monetaria. Algunos países quizá puedan descomprimir el tipo de cambio proporcionando liquidez en moneda extranjera.

Condiciones para fortalecer el sistema financiero mundial

La prioridad inmediata para las autoridades es hacer frente a la crisis actual. Al mismo tiempo, continúa avanzando el fortalecimiento del sistema financiero a más largo plazo. Un sentido claro de la dirección de la política financiera a más largo plazo no solo puede producir un sistema financiero más resiliente y eficiente al término de la crisis, sino también contribuir a eliminar la incertidumbre y reforzar la confianza del mercado a corto plazo. Aunque muchas de las propuestas formuladas a continuación pueden parecer conceptuales, sus implicaciones

¹Véase la sección titulada “Costs of Official Support, Potential Spillovers, and Policy Risks” en el capítulo 1; y el recuadro 3.5 del capítulo 3.

²Véase el estudio “The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis”, publicado por el FMI el 6 de marzo de 2009 (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf>).

son reales. Llevarlas satisfactoriamente a la práctica requerirá cambios significativos de las estructuras y los recursos, y al mismo tiempo será esencial la coherencia internacional³.

No hay demasiada duda de que la crisis alterará extensamente la forma y el funcionamiento de los mercados financieros, ni de que el sistema financiero se caracterizará por un apalancamiento menos pronunciado, menores desfases de financiamiento, menos riesgo de contraparte y mayor transparencia y sencillez de los instrumentos financieros. Al sector privado le toca la responsabilidad central de contribuir a estas nuevas condiciones mejorando el control del riesgo; por ejemplo, a través de la atención a las políticas de gobernabilidad y remuneración.

Dado que ni la disciplina del mercado ni la supervisión pública bastaron para evaluar y contener debidamente la acumulación de riesgos sistémicos, la mejora de la regulación y la supervisión financiera son elementos clave para la prevención de crisis. El énfasis debe estar en la manera de detectar y mitigar los riesgos sistémicos mediante una regulación mejor.

Si bien los intentos por eliminar el riesgo sistémico en su totalidad no solo serían imposibles sino que también frenarían el crecimiento económico y coartarían la creatividad y la innovación, la crisis actual demuestra la necesidad de hacer más hincapié en una supervisión y una regulación con focalización sistémica. A la vez, el afianzamiento del marco macroprudencial para la política monetaria también contribuiría a mitigar los riesgos sistémicos. Aunque deberíamos aspirar a una regulación que incentive a las instituciones privadas, siempre que sea posible, para que actúen de una manera que promueva la estabilidad financiera, debemos reconocer que la estabilidad sistémica constituye un bien común que las instituciones privadas no reconocerán en su justo valor, y que la regulación deberá obligar a las empresas sistémicamente importantes a internalizar mejor los costos sociales globales de la inestabilidad. Para eso, la estabilidad financiera deberá formar parte del cometido de los bancos centrales, los reguladores y los supervisores. Habrá que instituir un marco claro para evaluar y abordar los riesgos sistémicos, delineando claramente quién es el principal regulador sistémico.

Para poder mitigar los riesgos sistémicos, habrá que definirlos y medirlos mejor. Los capítulos 2 y 3 describen distintos métodos de medición creados para identificar las instituciones sistémicamente importantes mediante la observación de vinculaciones directas e indirectas. En algunos casos las mediciones podrían tomarse como un punto de partida para imponer un nuevo recargo de capital a fin de desalentar la formación de una red de empresas demasiado conectadas para quebrar. Aun si no se emplean formalmente, las medidas propuestas podrían servir de guía a las autoridades para limitar la magnitud de la exposición de las instituciones a distintos riesgos. Obviamente, estos métodos requerirían un estudio y una aplicación muy cuidadosos para impedir que las instituciones encuentren otros medios de tomar exposiciones redituables. Se necesita mayor debate y una investigación más profunda para poder llevar a la práctica regulaciones basadas en estas propuestas.

En cuanto a la reforma regulatoria, hay cinco ámbitos que nos parecen prioritarios: ampliar el perímetro de la regulación para abarcar instituciones y actividades de importancia sistémica, prevenir un apalancamiento excesivo y reducir la prociclicidad, corregir las

³Véanse recomendaciones en ese sentido en el estudio “Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management”, publicado por el FMI el 4 de febrero de 2009 (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf>).

deficiencias de la información y la disciplina de los mercados, mejorar la regulación transfronteriza y transfuncional, y afianzar la gestión de la liquidez sistémica. Las lecciones más importantes se resumen a continuación.

Definir las instituciones de importancia sistémica y el perímetro de regulación prudencial.

Como reconoció el comunicado reciente del G-20, esta crisis ha demostrado que la regulación debe abarcar todas las instituciones de importancia sistémica. Tradicionalmente se incluyó en esa categoría apenas un núcleo de bancos grandes, pero ahora está claro que otros intermediarios financieros no bancarios pueden ser sistémicamente importantes y que su quiebra puede provocar efectos desestabilizadores. La importancia sistémica no depende solamente del tamaño de una institución; también depende de su grado de interconexión y de la vulnerabilidad de su modelo de negocios a un apalancamiento excesivo o a una estructura de financiamiento riesgosa.

Para poder captar mejor los riesgos sistémicos, la regulación debe abarcar un espectro más amplio de instituciones y mercados. Aunque indudablemente no es necesario regular todas las instituciones financieras, la supervisión prudencial deberá incluir algunas instituciones que antes omitía (por ejemplo, los bancos de inversión). Además, ciertas actividades (como los derivados y los seguros de crédito) tendrán que estar supervisadas y reguladas, más allá del tipo de estructura jurídica que asuman.

Quizá lo mejor sea un sistema dividido en dos perímetros. Dentro del perímetro más amplio habría que proporcionar información que los supervisores utilizarían para determinar qué instituciones son sistémicamente importantes. Dentro del perímetro más estrecho —pero aún así más amplio que en la actualidad— se llevaría a cabo una regulación y una supervisión prudenciales más intensas de todas las instituciones de importancia sistémica. Aunque esos análisis serían más estrictos, se mantendrían bajo supervisión otras instituciones que participan en el sistema de pagos o el sistema bancario, o con el fin de proteger a consumidores o inversionistas. Las metodologías descritas en los capítulos 2 y 3 podrían servir para determinar cuál es el grado de vinculación de las instituciones y, por lo tanto, cuál es el perímetro más estrecho. Su análisis se ahondará mientras el FMI elabora una definición práctica de las instituciones sistémicamente importantes, tal como solicitó el G-20.

Evitar un apalancamiento excesivo y limitar la prociclicidad.

Se necesita un nuevo enfoque regulatorio para impedir la acumulación de riesgos sistémicos y el consiguiente y doloroso proceso de desapalancamiento. Aún es difícil encontrar soluciones para restringir el apalancamiento y moderar las tendencias procíclicas propias de las prácticas comerciales y la regulación actuales. Por una parte, la regulación debe intentar alentar a las instituciones financieras a tomar decisiones sólidas basadas en el riesgo; por la otra, desalentar el riesgo a nivel de la economía mundial no sería beneficioso. La regulación debe crear incentivos que refuercen la estabilidad sistémica y, al mismo tiempo, desalentar el arbitraje regulatorio y el cortoplacismo. Pero la adopción de normas más estrictas debe tener lugar paulatinamente, para evitar exacerbar la situación actual.

La regulación del capital y las normas contables deben incluir incentivos y pautas que permitan establecer reservas de capital adicionales durante las expansiones, cuando suele subestimarse la acumulación de riesgos. De esa manera los riesgos quedarían mejor reflejados a lo largo del ciclo económico y, por ende, conducirían a niveles de capitalización y

provisiones suficientes para poder absorber pérdidas durante las contracciones. Idealmente, estas exigencias de capitalización anticíclicas no serían discrecionales, sino que funcionarían como estabilizadores automáticos y estarían integradas a la regulación. Eso no impediría a los supervisores tomar medidas suplementarias de ser necesario. Un límite máximo de apalancamiento basado en un indicador sencillo podría ser una restricción complementaria útil y producir cálculos más fidedignos de la capitalización ponderada según el riesgo.

Deben afianzarse las reglas contables y las prácticas de valoración para dejar reflejada la mayor variedad de información que existe sobre la evolución de los riesgos a lo largo del ciclo económico. Los órganos normativos contables y las autoridades prudenciales deben colaborar para hacer realidad esos objetivos, poniendo particular énfasis en permitir provisiones más generosas para pérdidas por préstamos durante los períodos de rápida expansión del crédito, evaluar métodos de valoración de reservas o ajustes cuando la valoración de los activos de la cartera de operaciones es sumamente incierta, y plantearse otras maneras de neutralizar la dinámica negativa a la que puede dar lugar la contabilización según el valor razonable.

También es necesario reducir la prociclicidad del riesgo de liquidez mejorando las reservas y controlando el riesgo de financiamiento. Durante las expansiones se debe prestar más atención a las estructuras de vencimiento y a la fiabilidad de las fuentes de financiamiento que pueden resultar vulnerables durante una contracción.

Corregir las deficiencias de información y disciplina del mercado.

Es importante corregir las deficiencias de información que la crisis ha puesto al descubierto. En muchos casos la información necesaria para detectar los riesgos sistémicos no se recopila o no se analiza en función de esos riesgos; eso ocurre particularmente con los datos que permitirían examinar los vínculos sistémicos, ya que se requiere información sobre las exposiciones entre una institución y otra. Sin embargo, además de algunas dificultades técnicas para reunir los datos y medir formalmente las exposiciones, existen impedimentos jurídicos que obran en contra de esa recopilación entre distintos tipos de instituciones dentro de una economía y entre países. Para poder avanzar en este terreno se necesita congruencia en la declaración de datos y en las definiciones, así como un mejor intercambio de información entre jurisdicciones.

También es necesario contar con información más fidedigna sobre las exposiciones fuera del balance, los productos estructurados complejos, los derivados, el apalancamiento y las exposiciones transfronterizas y frente a contrapartes, complementando los indicadores utilizados en los marcos de alerta anticipada. En las instituciones financieras sistémicamente importantes deben afinarse elementos de las prácticas de divulgación, como las metodologías de valoración y las prácticas de control del riesgo, los indicadores de solidez financiera y las evaluaciones del riesgo sistémico que llevan a cabo las autoridades. A eso contribuyen los análisis de los capítulos 2 y 3. Además, la publicación más extensa de información fiable ayudará a los inversionistas a efectuar las tareas de diligencia debida, cuya deficiencia fue uno de los factores que contribuyó decisivamente a la crisis actual.

Fortalecer la regulación transfronteriza y transfuncional.

El afianzamiento de la regulación transfronteriza y transfuncional exigirá una mejora de las condiciones institucionales y jurídicas. Es necesario avanzar en la eliminación de

diferencias innecesarias e impedimentos a la supervisión de empresas de importancia mundial y regional, a través de medidas correctivas anticipadas armonizadas, marcos jurídicos de resolución bancaria y prácticas de supervisión de empresas transfronterizas. Una supervisión adecuada requerirá el nombramiento de un regulador principal —en principio, la autoridad del país de origen—, decidido por el colegio de reguladores que supervisa la empresa en cuestión. Cada país de origen hará lo posible para estrechar la cooperación con los países anfitriones a fin de asegurar que la comunicación sea fluida cuando se necesiten respuestas rápidas, y todas las partes deben participar en la elaboración de planes de contingencia.

Mejorar la gestión de la liquidez sistémica.

Desde el punto de vista de la gestión de la liquidez sistémica, los bancos centrales pueden extraer algunas lecciones de la crisis en términos de la flexibilidad de sus marcos operacionales, la infraestructura que sustenta los mercados de dinero más importantes y la necesidad de contar con mejores mecanismos para suministrar liquidez transfronteriza.

Otra forma de limitar las vinculaciones sistémicas y los riesgos de estrés en múltiples instituciones son cámaras de compensación que mitiguen el riesgo de contraparte saldando las operaciones en valores netos y que funcionen como contraparte de cada operación. Los intentos recientes de implementar este tipo de solución en el mercado de *swaps* de garantía crediticia constituyen un avance alentador. Sin embargo, si se permitiera la participación de un gran número de instituciones, se correría el riesgo de diluir la mitigación tan necesaria del riesgo de contraparte, ya que se fragmentarían los volúmenes y se reducirían las oportunidades de saldar la operatoria en neto. La competencia podría traducirse en recortes de costos posiblemente perjudiciales para los sistemas de control del riesgo. Por ende, si se acepta el funcionamiento de múltiples cámaras de compensación, habría que someterlas a una supervisión estricta, utilizando normas internacionalmente aceptadas, para hacer posible la compensación y la liquidación transfronteriza en varias monedas. El recuadro 2.4 enumera principios aconsejables al respecto.

* * *

Muchas de estas recomendaciones ya se debatieron en foros internacionales y sirven de base a pautas nuevas o modificadas de regulación o supervisión. A través de su principal grupo de trabajo, el Consejo de Estabilidad Financiera creó una serie de subgrupos que elaborarán directrices en diversos ámbitos, algunos de los cuales se abordan aquí. El Comité de Basilea está evaluando modificaciones al marco de Basilea II y al marco de control del riesgo de liquidez. El Consejo Internacional de Normas Contables y el *Financial Accounting Standards Board* dieron a conocer pautas sobre la valoración de activos ilíquidos e incorporaron otras modificaciones a sus directrices y normas contables a la luz de la crisis y de sus causas. Otras organizaciones internacionales están pasando revista a sus pautas y prácticas. El FMI, por su parte, modificará el Programa de Evaluación del Sector Financiero y mejorará la supervisión multilateral y bilateral. El simulacro de alerta anticipada que llevará a cabo junto con el Consejo de Estabilidad Financiera promoverá la coordinación internacional de las evaluaciones de riesgo con miras a producir recomendaciones más sólidas que impidan la agudización del riesgo sistémico.