

## Informe sobre la estabilidad financiera mundial

### *Toma de riesgos, liquidez y banca paralela: Contener los excesos y fomentar el crecimiento*

Octubre de 2014

#### Resumen ejecutivo

A seis años del inicio de la crisis, la recuperación económica mundial sigue dependiendo mucho de las políticas monetarias expansivas adoptadas por las economías avanzadas con el fin de estimular la demanda, incentivar la inversión empresarial y facilitar el saneamiento de los balances. La política monetaria acomodaticia sigue siendo esencial para apoyar a la economía, lo cual se logra al alentar la *toma de riesgos económicos* en las economías avanzadas a través de un aumento del gasto real por parte de los hogares y una mayor voluntad de las empresas para invertir y contratar. Sin embargo, una holgura monetaria prolongada también puede propiciar excesos en la *toma de riesgos financieros*, lo cual se ve reflejado en un aumento de las asignaciones de cartera en activos de más riesgo y en una mayor disposición a apalancar los balances. Por lo tanto, las políticas monetarias expansivas se enfrentan a la disyuntiva entre los beneficios económicos y los riesgos para la estabilidad financiera. En el informe se señala que si bien los beneficios económicos se están haciendo más evidentes en algunas economías, los riesgos de mercado y de liquidez han aumentado a niveles que podrían comprometer la estabilidad financiera si no se toman medidas al respecto.

La forma más eficaz de salvaguardar la estabilidad financiera y mejorar el equilibrio entre la toma de riesgos económicos y financieros es adoptar políticas que faciliten la transmisión de la política monetaria a la economía real —promoviendo así la toma de riesgos económicos— y aborden el problema de los excesos financieros con medidas macroprudenciales bien concebidas.

#### *La toma de riesgos económicos está avanzando, pero en forma desigual*

En la edición de octubre de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) se proyecta que la recuperación se afiance moderadamente este año y que esa tendencia continúe en 2015, apoyada por políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas y una disminución de los frenos derivados de las políticas fiscales más restrictivas. Sin embargo, el crecimiento aún no es robusto en el mundo entero, y han aumentado los riesgos a la baja. La confianza de las empresas y los consumidores sigue siendo frágil en muchos ámbitos, debido a incertidumbres acerca de la recuperación de la demanda privada y preocupaciones sobre el saneamiento incompleto de los balances de los bancos y las empresas. Este déficit de confianza sigue dificultando la toma de mayores riesgos económicos, lo cual se ve reflejado en la renuencia de las empresas de las economías avanzadas a ampliar sus inversiones de capital, pese a un crecimiento aceptable de las ganancias y un acceso al financiamiento a tasas de interés muy bajas. Ahora el saneamiento de los balances y la política monetaria están combinándose para propiciar una mayor toma de riesgos económicos y una mejora de las perspectivas para el gasto de capital. Pero el panorama futuro es desigual, debido a diversos obstáculos.

Por el lado más positivo está Estados Unidos, donde la inversión fija de las empresas ha estado repuntando, aunque a un ritmo más lento que en otras recuperaciones. La utilización de la capacidad está retornando a los niveles previos a la crisis y los bancos están adoptando normas crediticias menos estrictas, ya que las empresas están concentrándose cada vez más en la inversión que en la readquisición de acciones. En la zona del euro, sin embargo, el crecimiento de la inversión fija de las empresas sigue siendo débil. La utilización de la capacidad aún está por debajo de los niveles previos a la crisis, los bancos tan solo recientemente han dejado de restringir los préstamos a las empresas, y la incertidumbre en cuanto a la política económica sigue siendo elevada. Algunas de las principales economías de mercados emergentes están experimentando un menor crecimiento de

las exportaciones y una expansión menos rápida del crédito. En estos países, el gasto de capital de las principales empresas no financieras disminuyó en forma generalizada en 2013.

Según el informe WEO, el repunte más vigoroso del crecimiento en general ocurrirá en Estados Unidos, mientras que los obstáculos a la recuperación en la zona del euro se disiparán lentamente, y el crecimiento en Japón seguirá siendo moderado. En los mercados emergentes, el margen de maniobra para apoyar el crecimiento con políticas macroeconómicas varía según el país y la región, pero sigue siendo limitado en varios países con vulnerabilidades externas.

### ***El dinero en condiciones favorables continúa exacerbando los riesgos para la estabilidad financiera mundial***

Las políticas acomodaticias orientadas a apoyar la recuperación y promover la toma de riesgos económicos han facilitado una mayor toma de riesgos financieros. El resultado ha sido una apreciación de los precios de los activos, una compresión de los diferenciales y un descenso inusitado de la volatilidad, en muchos ámbitos a niveles que denotan un alejamiento con respecto a las variables fundamentales de la economía. Lo inusual de estas circunstancias es su grado de sincronización: han ocurrido simultáneamente y de forma generalizada entre clases de activos y países, de un modo que no tiene precedentes.

Desde la crisis, los mercados de capitales han cobrado más importancia como proveedores de crédito, y eso ha trasladado el foco de los riesgos al sistema bancario paralelo. La proporción de instrumentos de crédito mantenidos en carteras de fondos comunes de inversión ha estado creciendo; se ha duplicado desde 2007 y ahora asciende a 27% de la deuda mundial de alto rendimiento. Al mismo tiempo, la concentración ha aumentado en el sector de la administración de fondos. Las operaciones de las diez principales empresas mundiales de gestión de activos ahora acaparan más de US\$19 billones. La combinación de concentración de activos, ampliación de las posiciones y las valuaciones de cartera, inversionistas volátiles y estructuras de liquidez vulnerables ha exacerbado la sensibilidad de los mercados crediticios de importancia clave, con el consiguiente aumento de los riesgos de mercado y de liquidez.

Los mercados emergentes son más vulnerables a los shocks provenientes de las economías avanzadas, ya que dichos mercados ahora absorben una proporción mucho mayor de las inversiones de cartera que las economías avanzadas realizan en el exterior. Una consecuencia de estos vínculos más estrechos es el aumento de la sincronización en las fluctuaciones y las volatilidades de los precios de los activos.

Estos cambios estructurales en los mercados de crédito, sumados a la prevista normalización de la política monetaria en Estados Unidos, han elevado los riesgos de mercado y de liquidez en formas que, si no se abordan, podrían comprometer la estabilidad financiera. La mayor sensibilidad de los mercados de crédito podría hacer más volátil el proceso de normalización, y eso podría socavar la capacidad del sistema financiero para apoyar la recuperación.

Para ilustrar los riesgos potenciales a los que están expuestos los mercados de crédito, en este informe se examina el impacto que tendría un ajuste rápido del mercado que provoca un retorno de las primas por plazo en los mercados de bonos a sus niveles históricamente normales (aumento de 100 puntos básicos) y una normalización de las primas de riesgo crediticio (revaloración de los riesgos de crédito de 100 puntos básicos). Un shock de este tipo podría reducir en más de un 8% el valor de mercado de las carteras mundiales de bonos, es decir, más de US\$3 billones 800.000 millones. Si pérdidas de esta magnitud se materializaran en un horizonte a corto plazo, los ajustes de las carteras y la turbulencia en los mercados que sobrevendrían podrían desencadenar importantes perturbaciones en los mercados mundiales.

### ***Gestionar los riesgos de la reorganización en curso de los modelos operativos de los bancos para facilitar la toma de riesgos económicos***

El desafío en materia de políticas consiste en eliminar los obstáculos que frenan la toma de riesgos económicos y en reforzar la transmisión del crédito a la economía real. Los bancos han registrado importantes avances desde la crisis financiera. El ajuste se ha realizado en diferentes fases, la primera de las cuales consistió en adoptar medidas urgentes de estabilización. En la segunda fase, los bancos procuraron adaptarse a las nuevas realidades comerciales y normativas. Desde que comenzó la crisis, los bancos mantienen bastante más capital y han acelerado el saneamiento de los balances. Pero los avances han sido desiguales entre los diferentes bancos, y muchas instituciones tienen que esforzarse más para encontrar un modelo operativo sostenible.

En la actualidad, la baja rentabilidad siembra inquietudes acerca de la capacidad de algunos bancos para constituir y mantener reservas de capital y satisfacer la demanda de crédito. Un síntoma de la magnitud y el alcance del problema es que un 80% de los activos de las instituciones más grandes generan un rendimiento del capital que no es suficiente para cubrir el costo de capital exigido por los accionistas. Estos bancos están entrando en una tercera fase, en la cual deberán realizar una reorganización más fundamental de sus modelos operativos. Esto implicará una combinación de medidas para revalorar las líneas de negocios existentes, reasignar capital entre las diferentes actividades, reestructurarse o realizar una consolidación general.

Utilizando una muestra de 300 bancos de economías avanzadas, este informe concluye que muchos bancos cuentan con la capacidad potencial para suministrar crédito, aunque hay un grupo de instituciones, en su mayoría de la zona del euro, que necesitarían realizar una revaloración sustancial de precios para generar utilidades sostenibles y reponer sus reservas de capital. Es posible que no se pueda llegar a una revaloración de ese tipo, sobre todo si se hace de forma aislada y sin que otros participantes del mercado hagan lo mismo. Esto podría limitar la capacidad de los bancos para atender la demanda de crédito, en particular en los países que más necesitan la recuperación del crédito, y podría entorpecer la recuperación económica.

Reforzar la transmisión del crédito significa, en parte, facilitar la resolución rápida y ordenada de los bancos no viables. Esto aliviaría las presiones competitivas en un contexto de capacidad excedentaria y permitiría a los bancos viables reponer y mantener sus reservas de capital y atender la demanda de crédito. Los reguladores pueden contribuir aún más a ese proceso alentando a los bancos a abandonar las prácticas anticuadas de aplicar subsidios cruzados a los productos y a adoptar modelos operativos más flexibles y transparentes que asignen precios a los productos que reflejen los riesgos y las necesidades regulatorias.

El mecanismo de transmisión del crédito también se verá reforzado, particularmente en Europa, por un mayor acceso al crédito basado en el mercado, lo que incluye operaciones seguras de titulización. Esto tomará tiempo, especialmente en el caso de los sistemas financieros que tradicionalmente han dependido del crédito bancario. Para eliminar los obstáculos a la participación en la originación de crédito será necesario que las instituciones no bancarias cuenten con marcos regulatorios sólidos. Como se explica en el capítulo 2, las autoridades tienen que vigilar de cerca los riesgos que podrían surgir a medida que el sistema financiero evolucione en los próximos años —es decir, el traslado de ciertas actividades de instituciones bancarias a no bancarias— y cerciorarse de que estos riesgos sean mitigados y gestionados de manera eficaz.

### ***Mejorar el equilibrio entre la toma de riesgos económicos y financieros con políticas que salvaguarden la estabilidad financiera***

La política monetaria debería seguir centrándose en cumplir el mandato de los bancos centrales de velar por la estabilidad de precios y —si corresponde— la estabilidad del producto, mientras que las

políticas macroprudenciales deberían ser la primera línea de defensa contra los excesos financieros que pueden amenazar la estabilidad. Para mejorar las ventajas relativas de la política monetaria y contener los riesgos para la estabilidad financiera señalados en este informe, es necesario desplegar eficazmente un conjunto de herramientas de política de tipo microprudencial y macroprudencial. Esto reducirá la necesidad de aplicar tasas de interés más restrictivas más pronto de lo exigido por las condiciones de la economía. También reforzará la capacidad de recuperación de las instituciones sistémicas, ayudará a contener la dinámica procíclica de los precios de los activos y el crédito y mitigará las consecuencias de los episodios de escasa liquidez cuando retorne la volatilidad. Las medidas macroprudenciales comprenden tres pasos. En primer lugar, las autoridades deben poseer los datos necesarios para *vigilar* la acumulación de riesgos para la estabilidad financiera. En segundo lugar, deben *estar preparadas* para garantizar que gozan de la facultad legal y la capacidad analítica para recurrir a las herramientas de política macroprudencial que puedan ser necesarias. Esto reviste particular importancia en el sector no bancario, donde el marco regulatorio aún no ha sido plenamente adoptado y debe ser ampliado para hacer frente a los riesgos emergentes. En tercer lugar, las autoridades deben contar con un mandato explícito para *actuar* cuando sea necesario y, de igual importancia, deben estar dispuestas a actuar aun cuando las medidas sean muy impopulares. También será necesario que las medidas adoptadas se comuniquen de manera efectiva y equilibrada.

Una preocupación fundamental es el riesgo de liquidez del mercado derivado de los desajustes entre la liquidez prometida a los propietarios de fondos en épocas de bonanza y el costo de la falta de liquidez a la hora de atender los pedidos de reembolso de las inversiones durante períodos de tensión. Para procurar corregir este desajuste, las medidas de política deben eliminar los incentivos que tienen los propietarios de los activos para liquidar sus inversiones —para lo cual hay que alinear los plazos de reembolso de los fondos con la liquidez subyacente de los activos invertidos—, lograr valoraciones más exactas de los activos netos, incrementar las reservas de liquidez en efectivo de los fondos comunes de inversión y mejorar la liquidez y transparencia de los mercados secundarios, específicamente los mercados de deuda a más largo plazo. Una opción es aplicar cargos por reembolso que beneficien a los accionistas restantes; sin embargo, la calibración de dichos cargos es difícil y, en la medida de lo posible, los cargos no deberían variar con el tiempo, ya que eso podría propiciar la fuga de activos. De igual forma, los mecanismos para limitar los reembolsos parecen dar solución a algunos de los problemas relacionados con los incentivos, pero pueden sencillamente acelerar los reembolsos antes de la posible imposición de los mecanismos y provocar efectos de contagio.

Las autoridades asimismo deben analizar medidas de contingencia para los casos en que la falta de liquidez en los mercados encierre un potencial de contagio. En el caso de las economías avanzadas, los acuerdos de líneas de crédito recíproco (*swap lines*) bilaterales y multilaterales podrían reducir el exceso de volatilidad al garantizar acceso a financiamiento en moneda extranjera durante períodos de tensión. En el caso de las economías emergentes, si se produjeran salidas significativas de capitales, es posible que algunos países deban concentrarse en garantizar el funcionamiento ordenado del mercado. Entre las posibles medidas están la utilización de los saldos de efectivo, la disminución de la oferta de deuda a largo plazo y la realización de subastas de canje para reducir temporalmente la oferta en el extremo lejano de la curva de rendimientos. Además de las líneas de crédito recíproco bilaterales y multilaterales que brindan acceso a financiamiento en moneda extranjera durante períodos de tensión, recursos multilaterales como los instrumentos del FMI podrían aportar reservas adicionales. Para preservar la capacidad de recuperación de las economías de mercados emergentes es necesario centrar más la atención en las vulnerabilidades internas, como las prácticas deficientes de constitución de provisiones de los bancos y las escasas

reservas bancarias para absorber pérdidas en algunos países, como se ha indicado en informes anteriores.

Por último, las autoridades tienen que poner en marcha un enérgico programa de reformas estructurales en los mercados de productos y de mano de obra para incrementar el rendimiento de las inversiones y lograr que la recuperación sea más sostenible.

### ***Crecimiento, riesgos y medidas regulatorias ante la banca paralela en todo el mundo***

El capítulo 2 demuestra que, en las economías avanzadas, los indicadores más estrictamente definidos de la banca paralela apuntan a un estancamiento, mientras que indicadores más amplios (que incluyen los fondos de inversión) en general apuntan a un crecimiento continuo desde la crisis financiera mundial. En las economías de mercados emergentes, la banca paralela sigue creciendo con más rapidez que el sistema bancario tradicional.

La banca paralela varía considerablemente entre los países y dentro de ellos, pero empíricamente se observa que algunos de los factores claves detrás de ese crecimiento son comunes en todos los casos: un endurecimiento de la regulación bancaria, abundante liquidez y demanda de los inversionistas institucionales. Por lo tanto, la actual coyuntura financiera en las economías avanzadas sigue siendo propicia para que la banca paralela continúe creciendo, y eso incluye el desplazamiento del crédito empresarial de la banca tradicional al sector no bancario. Las limitaciones de los datos impiden realizar una evaluación más completa, pero aparentemente la banca paralela en Estados Unidos plantea un mayor riesgo para la estabilidad financiera interna que la banca paralela en la zona del euro y en el Reino Unido.

Las autoridades necesitan adoptar un enfoque más integral para la regulación y la supervisión que se centre en las actividades y las entidades de la banca paralela y que haga más hincapié en el riesgo sistémico. Un aspecto crucial de este enfoque es contar con mejores datos sobre la banca paralela.

### ***Toma de riesgos, gestión de gobierno y remuneración en los bancos***

El capítulo 3 investiga en forma empírica la relación entre la toma de riesgos en los bancos y su estructura de propiedad, gestión de gobierno e incentivos de remuneración a los ejecutivos. Los resultados muestran que los bancos cuyos miembros del directorio son independientes de la dirección del banco tienden a asumir menos riesgos, y lo mismo sucede en los bancos cuyos directorios cuentan con comités de riesgo y aquellos que son en gran medida de propiedad institucional.

El nivel de remuneración de los ejecutivos en los bancos no está relacionado en forma coherente con la toma de riesgos, pero la remuneración con incentivos a más largo plazo está asociada con un menor riesgo. Como es de esperar, los períodos de fuerte tensión financiera alteran algunos de estos efectos, ya que los incentivos cambian cuando un banco se aproxima a una situación de incumplimiento. Concretamente, en el caso de los bancos débiles los datos indican que los accionistas (que están protegidos por la responsabilidad limitada) tienen un incentivo para realizar operaciones riesgosas a costa de los acreedores —que tienen la expectativa de ser rescatados— y la sociedad en general.

Estos resultados sugieren la toma de medidas de política, incluidas algunas previamente debatidas pero aún no validadas en forma empírica. Algunas de esas medidas consisten en hacer que la remuneración de los ejecutivos de los bancos sea debidamente más sensible al riesgo (incluido el riesgo al que están expuestos los acreedores de los bancos), diferir parte de la remuneración y establecer cláusulas de limitación o devolución de la remuneración (*clawbacks*). Los directorios de los bancos deberían gozar de más independencia respecto de la dirección y establecer comités de riesgo. Además, los supervisores deberían garantizar la eficacia de la supervisión que realizan los

directorios sobre la toma de riesgos de los bancos. Se deberían estudiar las ventajas potenciales (y las posibles consecuencias no previstas) de disponer que los tenedores de deuda estén representados en los directorios de los bancos. Por último, la transparencia es crucial para la rendición de cuentas y para la eficacia de la disciplina del mercado.