

RESUMEN GENERAL

En los meses transcurridos desde la edición de abril último del *Global Financial Stability Report* (GFSR), la estabilidad financiera mundial se vio sometida a una pesada prueba. Los riesgos de crédito y de mercado se agudizaron, al igual que la volatilidad. Los mercados están tomando conciencia del grado de deterioro que sufrió la disciplina crediticia durante los últimos años, sobre todo en el sector de las hipotecas de alto riesgo y del crédito apalancado en Estados Unidos, pero también en otros sectores de crédito conexos. Eso provocó una desinversión en algunos activos riesgosos y un desapalancamiento, lo cual a su vez acrecentó los diferenciales de crédito en las clases más riesgosas de activos y la volatilidad en los mercados de renta fija y variable. La ausencia de precios y de mercados secundarios para algunos productos de crédito estructurados, y la inquietud en cuanto a la ubicación y la magnitud de las posibles pérdidas, causaron problemas en algunos mercados de dinero y dificultades de financiamiento para una serie de instituciones financieras, ya que algunas contrapartes se mostraron reacias a otorgar crédito a prestatarios que presuntamente manejaban activos ilíquidos y de menor calidad. Enfrentados a estos trastornos, varios bancos centrales optaron por inyecciones de liquidez extraordinarias para facilitar el funcionamiento ordenado de los mercados.

No se deben subestimar las consecuencias que podría acarrear este episodio, y el proceso de ajuste probablemente sea dilatado. Es posible que las condiciones de crédito no se normalicen pronto, y algunas de las prácticas adoptadas en los mercados de crédito estructurado tendrán que cambiar. Por otra parte, al comienzo de este período turbulento la economía mundial —y sobre todo los países de mercados emergentes— gozaba de un

crecimiento sólido, y las instituciones financieras sistémicamente importantes tenían suficiente capital para absorber el grado probable de pérdidas crediticias. Hasta el momento, pese a la corrección sustancial que están experimentando los mercados financieros, el crecimiento mundial conserva el vigor, si bien cabría esperar cierta desaceleración. Esa probabilidad es ahora considerablemente mayor, y aun si no se concretara, las implicaciones de este período de convulsión serán importantes y profundas. Tarde o temprano habrá que extraer lecciones, tanto en el sector privado como en las esferas de la regulación y la supervisión, para reforzar el sistema financiero contra futuras presiones.

El peligro para la estabilidad financiera se agravó a medida que tomó cuerpo la incertidumbre en los mercados de dinero que suministran financiamiento a corto plazo (sobre todo los mercados de papel comercial). El centro de la turbulencia radica en un descalce entre activos ilíquidos, a mediano plazo y difíciles de valorar (como títulos de crédito estructurados), y los instrumentos a muy corto plazo del mercado de dinero (a menudo papel comercial garantizado con activos) utilizados para financiarlos. Los riesgos que conlleva ese descalce de financiamiento empeoraron como consecuencia de la iliquidez del mercado y de la dificultad de valorar los complejos productos estructurados usados como activos. Por lo tanto, la dispersión de los productos de crédito estructurados contribuyó mucho a la incertidumbre en cuanto a la magnitud del riesgo y a su localización, si bien ayudó potencialmente a proteger el sistema financiero evitando la concentración del riesgo crediticio en los bancos.

El descalce ocurrió en un número sustancial de vehículos de inversión estructurada y sociedades instrumentales que presuntamente habrían sido capaces de conservar los activos ilíquidos hasta el vencimiento. Muchos estaban conectados a bancos regulados, y sus

estrategias de financiamiento en gran medida estaban respaldadas por líneas de liquidez para contingencias suministradas por esos bancos. Cuando comenzaron a surgir dudas sobre la calidad de algunos de los activos subyacentes y sobre la fiabilidad de las excelentes calificaciones crediticias que habían recibido, bajaron los precios de los activos, se hizo muy difícil renovar el papel comercial que respaldaban y comenzó a disminuir el financiamiento. Como consecuencia, lo que hasta entonces representaba para los bancos regulados un pasivo contingente fuera del balance amenazó con saltar al balance. Las primeras dificultades de financiamiento se hicieron sentir en Europa, y luego en otras regiones. La celeridad con que se transmitieron las perturbaciones de una parte del sistema financiero a otras, a veces a través de canales opacos e interconectados, sorprendió tanto a los operadores de mercado como al sector oficial. Como no se sabe cuál será el próximo banco en declarar una exposición fuera del balance, las tasas de crédito interbancario han quedado escalonadas. Los bancos que presuntamente han sufrido pérdidas a causa de productos de crédito estructurados o que necesitan hacer efectivas las líneas de crédito para contingencias otorgadas a sus vehículos de inversión estructurada o sociedades instrumentales deberán pagar tasas interbancarias más altas. En algunos casos la circulación en el mercado interbancario se ve entorpecida porque algunos grandes bancos optan por conservar la liquidez en caso de que la necesiten para financiar otras actividades, tales como el gran número de operaciones de toma de control empresarial (*buyout*) programadas para el resto del año. En términos generales, se ha incrementado drásticamente el riesgo de contraparte aparente y se ha impuesto la preferencia por retener la liquidez adicional, al menos por el momento.

Las causas fundamentales de la corrección actual aparecen enumeradas en la edición de abril último del *GFSR*. En ese momento, el informe hizo hincapié en el deterioro de la

disciplina de mercado y en la autocomplacencia a la que podría dar lugar. Esos factores condujeron a una acumulación de los riesgos crediticios en el mercado hipotecario estadounidense, el mercado de las tomas de control apalancadas y ciertos préstamos a mercados emergentes. Las condiciones económicas y financieras propicias que imperaron durante los últimos años diluyeron los incentivos para evaluar debidamente a los prestatarios y las contrapartes. Además, el modelo de “originación y distribución” que numerosas instituciones financieras adoptaron para los productos de crédito les permitió en muchos casos optar por no retener el riesgo crediticio que originaron, disipando los incentivos para monitorear a los prestatarios. Los inversionistas que adquirieron los instrumentos distribuidos quizá no evaluaron debidamente los riesgos de liquidez y apalancamiento, o quizá prefirieron confiar demasiado en las entidades calificadoras para analizar los riesgos de los instrumentos financieros complejos. Asimismo, las tensiones desatadas en el mercado estadounidense de la vivienda les restaron valor a los títulos garantizados con hipotecas, un componente importante del sistema financiero mundial. Eso llevó a las entidades calificadoras a anunciar múltiples rebajas de la calidad de esos títulos, lo cual hizo que bajaran de precio y redobló el ritmo de revaloración.

El apalancamiento fue uno de los factores que más amplificó los trastornos. La facilidad con que algunos bancos y vehículos de inversión (como los fondos de inversión libre (*hedge funds*)) obtuvieron crédito garantizado con activos ilíquidos y difíciles de valorar se transformó en un lastre pesadísimo cuando el mercado perdió liquidez, puso en marcha un proceso de desapalancamiento forzado a precios irrisorios y empujó algunos fondos a la quiebra. Las instituciones más perjudicadas fueron las que empleaban estrategias de profundo apalancamiento y confiaban en una liquidez constante en los mercados secundarios.

Es probable que la volatilidad prolongada y anormalmente baja del mercado haya empeorado la situación. En muchos mercados, las primas de riesgo habían caído a niveles históricamente bajos, ya que los inversionistas apostaban cada vez más a que las condiciones continuarían siendo propicias, y la volatilidad, escasa. La correlación entre los rendimientos se acentuó, y a medida que los mercados cayeron, las primas por riesgo crecieron con rapidez. Posiblemente, el hecho de que las técnicas de control de riesgo fueran parecidas y que los inversionistas tomaran posiciones similares en los mismos instrumentos exacerbó los problemas. Las pérdidas se multiplicaron cuando numerosos operadores intentaron deshacer simultáneamente posiciones parecidas.

El capítulo 1 del informe sintetiza las condiciones globales de estabilidad en el diagrama de estabilidad financiera mundial presentado por primera vez en la edición de abril. Se retoman aquí los lineamientos de aquel informe, centrando la atención en las consecuencias del quebrantamiento de la disciplina en el mercado estadounidense de las hipotecas de alto riesgo y en las compras apalancadas (por ejemplo, la convulsión de agosto de este año, que hizo desaparecer el crédito a plazo en los mercados de dinero), así como en los vínculos entre mercados. Este capítulo explica cómo se amplificó la volatilidad a causa del fuerte apalancamiento y cómo se transmitieron los riesgos entre las instituciones. Asimismo, presenta datos sobre la ubicación actual de los riesgos y el impacto que podrían tener en los bancos, las empresas y los hogares a medida que se hagan sentir las pérdidas.

Se pasa revista también a las dimensiones mundiales de la falta de disciplina crediticia. Globalmente, los riesgos para los mercados emergentes conservan un delicado equilibrio, y muchos países se están beneficiando del fortalecimiento de las variables económicas fundamentales y del afianzamiento de los marcos de política económica. La

deuda externa soberana es más baja y las estructuras de deuda están mejor administradas. Sin embargo, como contracara, el crédito se expandió con rapidez en varios mercados emergentes, y algunos bancos (tanto nacionales como extranjeros) captaron fondos en moneda extranjera para financiar préstamos en el mercado local, asumiendo riesgos crediticios indirectos al endeudarse en moneda extranjera. Además, movidas por la escasa rentabilidad de los mercados maduros y por un fuerte apetito de riesgo, las empresas de los mercados emergentes encontraron fácil acceso a capitales extranjeros a través, por ejemplo, de productos sintéticos y estructurados concebidos para generar elevadas rentabilidades.

El capítulo aborda algunas de las vías de acceso que encontraron los inversionistas extranjeros para ingresar a ciertos mercados emergentes cuya cuenta de capital está sujeta a restricciones, y advierte que algunos mercados emergentes son vulnerables a una retirada de los capitales, que podría persistir aun si se resolvieran las dificultades de financiamiento en los mercados maduros. A fin de ahondar en las implicaciones que representa para la estabilidad la presencia extranjera en los mercados emergentes, el capítulo expone un análisis empírico de la inversión accionaria extranjera en varios mercados emergentes, haciendo una distinción entre los inversionistas institucionales y los demás. Por último, pasa revista a la expansión de la actividad de los fondos de inversión libre en los mercados emergentes.

En un anexo al capítulo 1 se estudian algunos aspectos de los fondos soberanos de inversión. El crecimiento de estos vehículos es, desde cierto ángulo, producto de la vasta acumulación de activos externos por parte del sector oficial, atribuible en parte al elevado nivel de precios de los recursos naturales o a los fuertes superávits de las balanzas de pagos y la caudalosa afluencia de capitales. Los fondos soberanos de inversión están adquiriendo creciente importancia, y su impacto en la distribución transfronteriza de activos ya genera

polémicas. El anexo busca aportar ciertas aclaraciones en cuanto a su estructura y finalidad mediante una taxonomía de los fondos y de la composición de sus activos.

Aunque el episodio de turbulencia aún no ha llegado a su fin y sería prematuro sacar conclusiones definitivas, el análisis consignado en el capítulo 1 deja en claro que varios aspectos exigirán más atención. El primero es la importancia que revisten la incertidumbre y la falta de información. El mercado no puede diferenciar ni valorar debidamente el riesgo sin información exacta y puntual sobre los riesgos subyacentes, como por ejemplo datos cuantitativos y cualitativos sobre los métodos utilizados para gestionar, valorar y contabilizar el riesgo, sobre todo si se lo transfiere. Por añadidura, se necesita mayor transparencia sobre los vínculos entre las instituciones financieras sistémicamente importantes y algunos de los vehículos que crean fuera del balance. Los inversionistas pueden evaluar la verdadera solvencia de las instituciones con las que operan únicamente si conocen en todo detalle las interrelaciones con los gestores de los activos, los vehículos de inversión estructurada y las sociedades instrumentales. Sin embargo, dados el volumen y la complejidad de la información que se podría llegar a suministrar, y el costo de proporcionarla, hay que analizar cuidadosamente la cantidad y el tipo de información necesaria para aliviar los problemas que puso de manifiesto este episodio.

Segundo, si bien la titulización —y a nivel más general la innovación financiera— imprime eficiencia al mercado al mejorar la distribución del riesgo, es necesario comprender cómo puede haber contribuido a las circunstancias actuales. Concretamente, es importante plantearse en qué medida una estructura de incentivos vigente en un clima muy favorable puede haber diluido los incentivos para que las instituciones que originaron créditos vigilaran los riesgos. En el mercado hipotecario estadounidense, habrá que contraponer los costos que

le acarreará al sector público la falta de supervisión de algunas instituciones originantes por una parte, y por la otra, la facilidad de acceso al crédito que recibieron algunos hogares. A nivel general, quizás haya que replantearse las salvaguardias a lo largo de la cadena de oferta de productos estructurados.

Tercero, habrá que examinar el análisis de riesgo de los derivados de crédito y los productos estructurados, y el papel que desempeñaron las calificadoras de riesgo. Su actuación seguirá siendo fundamental para el funcionamiento de los mercados financieros, pero existe cierta preocupación en cuanto a la metodología que aplican a los productos complejos, sobre todo cuando otorgan la misma calificación a instrumentos muy diferentes desde el punto de vista de la estructura, los supuestos y la liquidez. Es posible que hoy por hoy la calificación de productos estructurados complejos tenga demasiado que ver con facilitar la originación. En épocas turbulentas, una rebaja rápida de las calificaciones pone en duda su fiabilidad y la utilidad que le brindan al inversionista. Reiterando aquí lo expuesto en la edición de abril de 2006, los productos estructurados requieren una escala de calificaciones más diferenciada. Los inversionistas tienen también la obligación y la responsabilidad de comprender la dinámica y los riesgos de liquidez de los productos que adquieren, y se equivocaron al presumir que la improbabilidad de impago significaba una improbabilidad de pérdida a causa del movimiento de los mercados. En el caso de los productos de crédito estructurados complejos, los inversionistas no pueden conformarse con la calificación ni deben suponer que una simple letra implica riesgos equivalentes en todas las clases de activos. La diferenciación y la transparencia en los supuestos fundamentales y en la construcción de las diferentes estructuras les facilitarían a los inversionistas una evaluación debida.

Cuarto, habrá que prestar más atención a la valoración de productos complejos en un mercado sin liquidez suficiente como para fijar precios de mercado fiables. Al adquirir esos productos, los inversionistas deberán tener en cuenta ese aspecto e incluir en el precio una “prima” por el riesgo de liquidez, y las instituciones financieras que los aceptan como garantía deberán calcular una “quita” por el mismo concepto. Es importante que las instituciones financieras mantengan estrategias de financiamiento sólidas, idóneas para su respectivo modelo de negocios, y capaces de hacer frente a condiciones de estrés. En términos más generales, ante el rápido crecimiento de algunos instrumentos ilíquidos cabe preguntarse si las instituciones que los originan deberían proporcionar un mercado secundario que contribuya a la valoración.

Quinto, el perímetro de reunificación del riesgo para los bancos ha resultado ser más amplio que el perímetro contable o legal de costumbre. Hay dos ejemplos destacados: 1) el riesgo reputacional puede obligar a los bancos a asumir pérdidas de entidades jurídicamente independientes y 2) los instrumentos o las estructuras nuevas pueden ocultar pasivos contingentes o fuera del balance. El resultado es que existen riesgos que parecen estar distribuidos y que pueden regresar bajo distintas formas a los bancos que los distribuyeron. Este perímetro es relevante no solo para los supervisores, sino también para las propias instituciones financieras y sus sistemas de control del riesgo, procedimientos de auditoría y estructuras de supervisión interna y gobierno.

Las autoridades ahora tienen por delante una tarea delicada. Deben establecer marcos que alienten a los inversionistas a mantener normas crediticias sólidas y afianzar los sistemas de control del riesgo tanto en las buenas como en las malas épocas. Además, deben actuar únicamente si los beneficios para la política pública son superiores a los costos, habiendo

examinado a fondo la posibilidad de consecuencias imprevistas. En general, los sistemas regulatorios vigentes han demostrado ser resilientes hasta la fecha y las autoridades a cargo deben tener siempre presente que los hogares y las empresas se beneficiaron mucho de la innovación financiera y de la fortaleza del crecimiento y de la estabilidad financiera en los últimos años.

* * *

Los capítulos 2 y 3 examinan dos temas que surgen del período relativamente extenso de baja rentabilidad en los mercados maduros y del nivel inusualmente bajo de volatilidad en los mercados financieros durante los últimos años. El capítulo 2 plantea en qué medida los métodos de gestión del riesgo de mercado pueden haber fomentado la toma de riesgos durante este período relativamente benigno y acelerado la venta de activos riesgosos cuando cambiaron las condiciones. En vista de la rápida afluencia de capitales hacia los países de mercados emergentes, el capítulo 3 analiza qué mejoras pueden hacer los países en cuanto a la profundidad, liquidez y calidad institucional de su mercado financiero interno para poder manejar mejor la volatilidad de las corrientes de capital a mediano plazo.

Concretamente, el capítulo 2 pasa revista a las técnicas de control del riesgo de mercado para determinar si, por más prudente que parezcan para cada institución en particular, su uso generalizado puede exacerbar la volatilidad durante períodos de estrés. Este interrogante se abordó desde dos ángulos. Primero, se utilizó una versión estilizada del modelo de riesgo de mercado más común, el de valor en riesgo (VeR), que es la pérdida estimada que una sociedad probablemente no supere dado un grado de confianza determinado.

Por ejemplo, si una empresa tiene un VeR estimado de US\$10 millones en un día con un nivel de confianza de 95%, eso significa que espera perder más de US\$10 millones de su cartera únicamente cinco de cada 100 días. Se utilizó un modelo estilizado para demostrar cómo disminuye el VeR cuando la volatilidad general es baja y cómo sube cuando la volatilidad se acentúa. A continuación se sometieron a estrés las carteras estilizadas, examinando cómo respondería el VeR frente a los datos de episodios anteriores de turbulencia financiera. Por último, se llevaron a cabo simulaciones de varias empresas con modelos de VeR idénticos o muy parecidos, también durante períodos de estrés. Los resultados parecen indicar que, al seguir sus propios modelos de contención del riesgo, estas empresas colectivamente podrían agudizar la volatilidad de los mercados, sobre todo si son poco aversas al riesgo. Pero las simulaciones también revelan que una diversidad más amplia de modelos podría suavizar esa inestabilidad.

Asimismo, el capítulo 2 evalúa los procedimientos de control del riesgo de los bancos de inversión y los fondos de inversión libre a fin de determinar si cumplen las condiciones necesarias para amplificar la volatilidad del mercado en la práctica. Aunque todas las empresas afirman que no se ceñirían rígidamente a su modelo de VeR en una situación de estrés, los indicadores del VeR —u otros límites de riesgo— pueden actuar de distintas maneras para agudizar la volatilidad. De hecho, la turbulencia reciente parece indicar que algunas de esas técnicas podrían estar contribuyendo en cierta medida a la convulsión actual. En términos generales, el modelo de VeR y otras técnicas de control del riesgo empujan a las instituciones financieras a reaccionar con más rapidez, facilitando la detección precoz y la corrección de los riesgos considerados excesivos. Pero el uso generalizado de técnicas parecidas durante épocas de estrés puede producir fluctuaciones de precios más agudas que si

existiera una multiplicidad de técnicas. Por lo tanto, convendría que las entidades de regulación y supervisión reconocieran los beneficios de la discreción al implementar sistemas de control del riesgo (con nuevas modalidades para incorporar los riesgos de crédito y liquidez) y al promover el uso de pruebas de estrés, alentando a todas las empresas a tener en cuenta los efectos interactivos durante períodos de tensión, lo cual algunas empresas ya hacen. La diversidad de posiciones de inversión y de clases de operadores es aún más importante para ayudar a estabilizar los mercados. Asimismo, sería conveniente que las entidades de regulación y supervisión se plantearan de manera más concreta cómo responderían a los efectos de amplificación cuando, como es natural, cada empresa intentara por su cuenta proteger el valor de su marca.

El capítulo 3 analiza empíricamente un punto de vista generalizado: si, además de cimientos macroeconómicos firmes, un mercado financiero nacional en buen funcionamiento promueve la afluencia de capitales y les resta volatilidad a mediano plazo. Mediante una técnica de estimación en panel, se examinan los factores que determinan el volumen y la volatilidad de las entradas anuales de capitales en una muestra de economías desarrolladas y de mercados emergentes entre 1977 y 2006. Estos factores abarcan variables financieras como la liquidez y profundidad de los mercados de renta variable y la apertura financiera; en una muestra más corta se incluyen variables de calidad institucional como la calidad de la gestión de gobierno empresarial y las normas contables. Los resultados de este análisis empírico muestran que la liquidez de los mercados de renta variable y la apertura financiera influyen de manera positiva en el nivel de las afluencias de capital. Además, las estimaciones en panel revelan que cuanto mayor es la apertura financiera, menor es la volatilidad de las entradas de

capital. Otra sección del análisis revela que la mejora de un amplio conjunto de variables de calidad institucional está correlacionada con una disminución de la volatilidad.

El capítulo 3 también describe las medidas que adoptaron cinco países de mercados emergentes frente al aumento reciente de la afluencia de capitales y analiza algunas de las opciones en materia de política económica. Los cinco ejemplos revelan la dificultad de encontrar un conjunto de políticas fiscales comunes ante estas circunstancias. En términos generales, las políticas que promueven el desarrollo del mercado financiero a mediano plazo —un sistema bien regulado, más transparencia y mejor calidad institucional, y un control más eficaz del riesgo en las instituciones financieras— probablemente den mejor resultado que las soluciones a corto plazo a la hora de proteger el sistema financiero de los efectos potencialmente desestabilizadores de una salida abrupta de capitales.