

Nota de prensa del capítulo 3:

ACTIVOS SEGUROS: ¿PIEDRA ANGULAR DEL SISTEMA FINANCIERO?

Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR), abril de 2012

Preparada por Silvia Iorgova (jefa del equipo), Abdullah Al-Hassan, Ken Chikada, Maximilian Fandl, Hanan Morsy, Jukka Pihlman, Christian Schmieder, Tiago Severo y Tao Sun

Observaciones fundamentales

- Las distorsiones de los mercados plantean retos cada vez mayores para la función primordial que les toca desempeñar a los activos seguros —por ejemplo, títulos del Tesoro estadounidense, bonos alemanes o, posiblemente, bonos de empresas de primera línea— en los mercados internacionales. La agudización de la incertidumbre, las reformas regulatorias y las respuestas extraordinarias desplegadas por los bancos centrales de las economías avanzadas tras la crisis han estimulado la demanda de activos seguros.
- La oferta de activos seguros se contrajo a medida que disminuyó la capacidad de los sectores público y privado para producirlos. La cantidad de entidades soberanas cuya deuda se considera segura es hoy más pequeña. Las deficiencias de los mecanismos de titulización han limitado el papel de los instrumentos titulizados como activos seguros.
- El decreciente número de activos seguros y la creciente presión de la demanda tienen implicaciones negativas para la estabilidad financiera mundial. La escasez de activos seguros encarecerá la seguridad y obligará a los inversionistas a aceptar activos menos seguros en su pugna por obtener activos escasos. Asimismo, provocará más estallidos de volatilidad y hará escasear los activos de garantía de buena calidad.
- Un ajuste fluido de los mercados de activos seguros requeriría mayor flexibilidad en el diseño y la puesta en práctica de las políticas. Las autoridades deben encontrar un equilibrio entre el afán por asegurar la solidez de las instituciones financieras y los costos de posibles adquisiciones de activos seguros llevadas a cabo en forma excesivamente rápida para lograr esos objetivos.

La crisis financiera mundial y el recrudecimiento de las inquietudes en torno a la sostenibilidad de la deuda soberana en muchas economías avanzadas han mostrado que ningún activo puede considerarse totalmente seguro. Las recientes rebajas de la calificación crediticia de entidades soberanas, que anteriormente parecían prácticamente exentas de riesgo, reafirma que incluso los activos con excelentes calificaciones están sujetos a riesgo. La idea de seguridad absoluta —implícita en los puntajes más altos de las calificadoras de riesgo y componente integral de las regulaciones macroprudenciales y del

mandato encomendado a los inversionistas institucionales— creó una falsa sensación de seguridad antes de la crisis. Aunque algunas características de riesgo se encuentran ahora mejor reflejadas, las próximas reformas en el ámbito de la regulación y los mercados y las estrategias de gestión de crisis de los bancos centrales, sumadas a la constante incertidumbre y a la oferta decreciente de activos considerados seguros, significan que la seguridad será más costosa de lo que habría resultado sin esas distorsiones.

Este capítulo examina las distintas funciones que desempeñan los activos seguros, los efectos de distintas distorsiones creadas por las regulaciones, las políticas y los mercados, y los puntos de presión que estas podrían originar. Del lado de la demanda, esta ha sido estimulada por la agudización de la incertidumbre, las reformas regulatorias y las respuestas de los bancos centrales frente a la crisis. Antes de la crisis, el factor externo crítico eran los desequilibrios en cuenta corriente a escala mundial, que alentaron a los administradores de reservas y a algunos fondos soberanos de inversión a comprar activos seguros. Ahora, la atención está puesta en determinar si los activos seguros pueden cumplir con las nuevas exigencias prudenciales; la necesidad de garantías mayores para operaciones de derivados extrabursátiles o su transferencia a contrapartes centralizadas; y el creciente uso de estos activos en las operaciones de los bancos centrales. Del lado de la oferta, las inquietudes en el terreno fiscal han socavado la seguridad aparente de la deuda soberana. El análisis muestra que, para 2016, alrededor de US\$9 billones (o aproximadamente 16% de la deuda soberana proyectada) puede retirarse de la oferta de activos seguros. La producción de activos seguros en el sector privado también ha disminuido, ya que las deficiencias de los mecanismos de titulización han contaminado el uso de estos títulos.

El decreciente número de activos considerados seguros y la creciente demanda de esos activos tienen implicaciones negativas para la estabilidad financiera mundial. La escasez de activos seguros encarecerá la seguridad y obligará a los inversionistas a aceptar activos menos seguros en su pugna por obtener activos escasos. También podría desembocar en más estallidos de volatilidad y la escasez de activos de garantía líquidos y estables que actúan como “lubricante” —u ocupan el lugar de la confianza— en las operaciones financieras.

Propuestas de política

Las políticas de respuesta deberían ofrecer flexibilidad y permitir una implementación gradual a fin de mitigar los riesgos para la estabilidad financiera que podría acarrear el ajuste abrupto a un nuevo precio de la seguridad.

Las nuevas reglas prudenciales deberían hacer una diferenciación suficiente en las características de seguridad de los activos seguros aceptables. La categorización de los riesgos de los activos aceptables, tanto en términos de solvencia como de liquidez, debe examinarse a intervalos adecuados para cerciorarse de que refleje los diferentes riesgos de cada activo. Una diferenciación suficiente en la categorización de los riesgos de los activos evitaría el “efecto acantilado”, en el cual el deterioro de las condiciones de mercado y una rebaja de las calificaciones crediticias podrían producir una reclasificación automática de los activos para asignarlos a una categoría inferior y una caída repentina de los precios. Desde el punto de vista de los requisitos de suficiencia del capital, eso significa que la deuda soberana terminaría recibiendo ponderaciones del riesgo que reflejan con más exactitud el riesgo

crediticio relativo de la entidad soberana emisora. Desde el punto de vista de los requisitos de liquidez, sugiere revisiones regulares de la calibración de las quitas para el coeficiente de cobertura de liquidez.

Una definición más flexible de los activos seguros que se consideran aceptables aliviaría las presiones de la demanda generadas por el uso de activos seguros como garantía en los fondos de impago de contrapartes centrales (CPC). Al incorporar una variedad de garantías suficientemente amplia —incluidas quitas adecuadas basadas en el riesgo y criterios mínimos de inclusión—, la supervisión de las CPC podría aliviar la presión excesiva que pesa sobre ciertos tipos de activos seguros sin comprometer la solidez de las CPC.

Las medidas de política tomadas del lado de la oferta neutralizarían las presiones al alza de los precios de los activos seguros de gran demanda. Se necesitan estrategias para reducir los niveles de deuda, mejorar la gestión de la deuda y establecer mejores infraestructuras fiscales porque mejoran la capacidad crediticia de los gobiernos, reducen los costos del endeudamiento y aumentan las perspectivas de crecimiento económico. La producción privada de activos seguros —una importante fuente de oferta— se vería apuntalada por una recuperación de la titulización con cimientos más sólidos, y por emisiones estructuradas de bonos cubiertos bien ideadas y reguladas. El afianzamiento de la capacidad de las economías emergentes para emitir sus propios activos seguros mediante la modernización de la infraestructura financiera nacional también aliviaría los desequilibrios de los mercados internacionales de activos seguros.

Nota de prensa del capítulo 4:

EL IMPACTO FINANCIERO DEL RIESGO DE LONGEVIDAD

Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR), abril de 2012

Preparada por S. Erik Oppers (jefe del equipo), Ken Chikada, Frank Eich, Patrick Imam, John Kiff, Michael Kissler, Mauricio Soto y Tao Sun

Observaciones fundamentales

- Vivir hoy más años es un hecho muy positivo que ha mejorado el bienestar individual. Pero la prolongación de la esperanza de vida acarrea costos financieros, para los gobiernos a través de los planes de jubilación del personal y los sistemas de seguridad social, para las empresas con planes de prestaciones jubilatorias definidas, para las compañías de seguros que venden rentas vitalicias y para los particulares que carecen de prestaciones jubilatorias garantizadas.
- Las implicaciones financieras de que la gente viva más de lo esperado (el llamado riesgo de longevidad) son muy grandes. Si el promedio de vida aumentara para el año 2050 tres años más de lo previsto hoy, los costos del envejecimiento —que ya son enormes— aumentarían 50%.
- El riesgo de longevidad es un tema que exige más atención ya, en vista de la magnitud de su impacto financiero y de que las medidas eficaces de mitigación tardan años en dar fruto.
- Para neutralizar los efectos financieros del riesgo de longevidad, es necesario combinar aumentos de la edad de jubilación (obligatoria o voluntaria) y de las contribuciones a los planes de jubilación con recortes de las prestaciones futuras.
- Los gobiernos deben: i) reconocer que se encuentran expuestos al riesgo de longevidad, ii) adoptar métodos para compartir mejor el riesgo con los organizadores de los planes de pensiones del sector privado y los particulares, iii) promover el crecimiento de mercados para la transferencia del riesgo de longevidad, y iv) divulgar mayor información sobre la longevidad y la preparación financiera para la jubilación.

Este capítulo pone de relieve las implicaciones financieras potencialmente muy grandes del riesgo de longevidad; es decir, el riesgo de que la gente viva más de lo esperado.

Define el riesgo, muestra su magnitud y estima sus efectos en los balances fiscales y las empresas.

A medida que las poblaciones envejecen en las próximas décadas, consumirán un porcentaje creciente de recursos, ejerciendo presión sobre los balances públicos y privados. Los gobiernos y las entidades del sector privado que ofrecen pensiones se han estado preparando para las consecuencias financieras del envejecimiento. Sin embargo, estos preparativos están basados en proyecciones demográficas de base que en el pasado han subestimado constantemente cuántos años vive la gente.

La longevidad inesperada más allá de estas proyecciones de base constituye un riesgo financiero para los gobiernos y las entidades que ofrecen prestaciones jubilatorias definidas, que tendrán que pagar más de lo esperado en pensiones y prestaciones de la seguridad social. A pesar del beneficio obvio de vivir más tiempo, los particulares se exponen al riesgo financiero de agotar los recursos jubilatorios. Estos riesgos financieros crecen lentamente con el paso del tiempo, pero si no se los aborda pronto podrían tener efectos negativos profundos en los balances, ya debilitados, de los sectores público y privado, exacerbando su vulnerabilidad a otros shocks y afectando posiblemente su estabilidad financiera.

Entre los gobiernos y las entidades que ofrecen pensiones, son contados los que reconocen debidamente el riesgo de longevidad; y los que lo hacen descubren que es grande. El capítulo muestra que si el promedio de vida aumentara para 2050 tres años más de lo que se espera hoy —un supuesto que concuerda con tasas previas de subestimación—, los costos del envejecimiento, que ya son enormes, podrían aumentar 50%. En un ejemplo, el capítulo muestra que en el caso de los planes privados de pensiones de Estados Unidos ese aumento de la longevidad podría elevar los pasivos jubilatorios alrededor de 9%. Como el total de pasivos por pensiones es voluminoso, las empresas que organizan los planes de pensiones tendrían que multiplicar varias veces sus contribuciones anuales normales, en términos generales, para poder afrontar esos pasivos adicionales.

Para hacer frente al riesgo de longevidad, es necesario actuar en varios frentes. Primero, los gobiernos deben reconocer el significativo riesgo de longevidad al que los exponen los planes de prestaciones definidas para sus propios empleados y los sistemas de seguridad social para las personas de edad avanzada. Segundo, el riesgo debe estar debidamente distribuido entre los particulares, los organizadores de los planes de pensiones y el gobierno. Tercero, se puede recurrir a los mercados de capital para transferir el riesgo de longevidad de los planes de pensiones a quienes tienen más capacidad para gestionarlo. El capítulo pone de relieve una serie de instrumentos en este mercado creciente, y distintas posibilidades para mejorar su funcionamiento.

Una reforma esencial es permitir que la edad de jubilación aumente a la par de la longevidad esperada. Esta podría ser una obligación impuesta por el gobierno, pero también se podría ofrecer incentivos a los particulares para postergar la jubilación. La postergación de la jubilación ayuda de dos maneras: prolonga el período de acumulación de recursos jubilatorios y acorta el período de uso de esos recursos. La divulgación de información más completa sobre la

longevidad y su impacto financiero contribuiría a aclarar mejor las consecuencias. Asimismo, es importante que las entidades que ofrecen pensiones puedan actuar con flexibilidad: si no es posible incrementar las contribuciones o subir la edad de jubilación, posiblemente haya que recortar las prestaciones.

Reconocer y mitigar mejor el riesgo de longevidad es un proceso que debe ponerse en marcha ahora. Las medidas tardarán años en dar fruto y será más difícil abordar debidamente esta cuestión si se posterga la acción correctiva. Prestar atención al envejecimiento de la población y al riesgo de longevidad adicional forma parte del conjunto de reformas necesarias para restaurar la confianza en la viabilidad de los balances del sector público y del sector privado.