



INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL DE OCTUBRE DE 2016

29 de septiembre
de 2016

CAPÍTULO 2: LA POLÍTICA MONETARIA Y EL AVANCE DEL FINANCIAMIENTO NO BANCARIO

RESUMEN

La estructura de los mercados financieros está cambiando considerablemente. La constante innovación financiera, el deterioro de los balances bancarios tras la crisis financiera, la evolución de los modelos de negocio y una regulación bancaria más estricta son todos factores que han impulsado un marcado crecimiento relativo de la emisión de bonos por sobre los préstamos bancarios. Esto ha realzado la función que desempeñan las instituciones no bancarias; es decir, las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los administradores de activos. Las instituciones no bancarias son muy importantes para la intermediación financiera en Estados Unidos, y su importancia ha crecido significativamente en Europa y en algunas economías de mercados emergentes.

El avance del financiamiento no bancario, ¿le ha restado potencia a la política monetaria? Hay quienes sostienen que el impacto de las medidas de política monetaria en la actividad económica ha disminuido porque uno de los canales de transmisión que tradicionalmente desempeñan un papel crítico —los préstamos bancarios— ha perdido importancia. En teoría, las instituciones no bancarias pueden atenuar o amplificar la transmisión de la política monetaria. Por un lado, pueden proceder a prestar en lugar de los bancos si su costo de financiamiento no se ve tan afectado como el de los bancos por los cambios de la política monetaria, o si no se encuentran sujetas a las mismas restricciones regulatorias; de esa manera, podrían atenuar la transmisión de la política monetaria. Por otra parte, las instituciones no bancarias pueden amplificar dicha transmisión si su apetito de riesgo es más sensible a los cambios de la política monetaria. Este capítulo explora este territorio importante pero relativamente desconocido, comenzando con un esbozo de un marco conceptual y pasando luego a examinar los datos empíricos mediante análisis novedosos.

El capítulo determina que, en la práctica, la creciente importancia de las instituciones no bancarias para la intermediación financiera no ha debilitado la transmisión de la política monetaria durante los últimos 15 años. La potencia de la política monetaria parece haber aumentado en diversos países y, en promedio, parece ser más pronunciada en los países con sectores financieros no bancarios más extendidos. Al igual que los bancos, las instituciones no bancarias reducen los balances cuando la política monetaria se endurece y, en general, los intermediarios financieros no bancarios los reducen más que los bancos. Este

comportamiento se debe en parte al efecto de la política monetaria en la asunción de riesgos (el llamado “canal de la asunción de riesgos”), especialmente en el sector de la gestión de activos. En consecuencia, los rendimientos de los bonos y las primas por riesgo fluctúan, lo cual afecta al costo del endeudamiento y la actividad real. Por ende, la composición del sector financiero no bancario es importante para la transmisión de la política monetaria.

El papel creciente de las instituciones no bancarias implica que la conducción de la política monetaria tendrá que seguir adaptándose a la evolución del mecanismo de transmisión. Es necesario recalibrar continuamente las dosis y los plazos de las medidas de política monetaria, a medida que vayan cambiando su impacto y la velocidad de sus efectos. Por ejemplo, a medida que aumenta la importancia relativa del canal de la asunción de riesgos, pueden acelerarse y profundizarse los efectos de los cambios de la política monetaria en la economía real. Aunque ese no es el tema central de este capítulo, es probable que los cambios del marco regulatorio influyan en la potencia de la transmisión de la política monetaria, ya que algunas de las diferencias entre la respuesta de las instituciones bancarias y las no bancarias a los shocks monetarios son producto de diferencias entre sus regímenes regulatorios.

Los efectos de la política monetaria en la estabilidad financiera están cobrando más importancia. Por ejemplo, las medidas de política monetaria probablemente tengan consecuencias más profundas para la solidez financiera de los bancos y las instituciones financieras no bancarias porque el canal de la asunción de riesgos parece ser un mecanismo cada vez más determinante de la respuesta de los intermediarios financieros. Esto apunta a la necesidad de una vigilancia más cuidadosa por parte de las autoridades prudenciales y regulatorias.

La política monetaria debe tener en cuenta el tamaño y la composición de los balances de los principales intermediarios financieros para evaluar mejor los cambios del apetito de riesgo de las instituciones financieras. Dado el crecimiento del sector financiero no bancario, la información consignada en los balances de las instituciones no bancarias puede tener un grado de utilidad igual o mayor que los indicadores tradicionales de los agregados monetarios. Por ejemplo, el apalancamiento y los cambios de apalancamiento de los *broker-dealers* y el total de activos gestionado por los fondos de renta fija pueden informar la política monetaria. En este contexto, es esencial mejorar la recopilación de datos sobre las instituciones no bancarias.



29 de
septiembre
de 2016

INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA MUNDIAL DE OCTUBRE DE 2016

CAPÍTULO 3: GOBERNANZA EMPRESARIAL, PROTECCIÓN DE LOS INVERSIONISTAS Y ESTABILIDAD FINANCIERA EN LOS MERCADOS EMERGENTES

RESUMEN

La integración financiera de las economías de mercados emergentes con el resto del mundo se ha intensificado, lo cual amplía su acceso al capital pero a la vez las expone a shocks financieros. ¿Han mejorado los marcos institucionales y jurídicos a la par de esa integración, y han afianzado la resiliencia de estas economías frente a un ambiente externo más volátil?

Este capítulo se centra en los vínculos que existen entre la gobernanza empresarial, la protección de los inversionistas y la estabilidad financiera en las economías de mercados emergentes. La gobernanza empresarial y la protección de los inversionistas abarcan reglas y prácticas a nivel tanto de los países como de las empresas, y se refieren a las maneras en que los proveedores de financiamiento a las empresas se aseguran de obtener un rendimiento de su inversión. Las crisis financieras que sufrieron las grandes economías de mercados emergentes ponen de relieve hasta qué punto las deficiencias de gobernanza empresarial pueden contribuir a la inestabilidad financiera.

El capítulo determina que, en términos generales, la gobernanza empresarial y la protección de los inversionistas han mejorado en las economías de mercados emergentes en las dos últimas décadas. Ese avance es evidente en los indicadores tanto a nivel de empresa como de país. Ahora bien, existen importantes diferencias entre las economías de mercados emergentes, y hay margen de mejora.

El análisis avala la idea de que el afianzamiento de los marcos de gobernanza empresarial y protección de los inversionistas imprime a las economías de mercados emergentes mayor resiliencia frente a los shocks financieros internacionales. El capítulo presenta nuevos índices de gobernanza a nivel de empresa para las economías de mercados emergentes y emplea métodos empíricos novedosos. Los resultados muestran que la mejora de la gobernanza empresarial

incrementa la profundidad y la liquidez de los mercados de capital, y les permite absorber mejor los shocks. Asimismo, la gobernanza empresarial promueve la eficiencia de los mercados de valores, de modo que los precios de las acciones son menos sensibles a los shocks externos y menos propensos a desplomarse. Por ejemplo, el hecho de pasar del extremo inferior al extremo superior de los índices de gobernanza de países y de empresas reduce el impacto de los shocks mundiales alrededor de 50% en las empresas de mercados emergentes, en promedio. Las economías de mercados emergentes con mejores regímenes de gobernanza empresarial y protección de los inversionistas por lo general tienen balances empresariales más sólidos. En particular, las empresas con mejor gobernanza suelen tener coeficientes de deuda a corto plazo y probabilidades de impago más bajas y pueden captar crédito con vencimientos a más largo plazo. Esto reduce su vulnerabilidad a interrupciones del financiamiento, lo cual afianza la estabilidad financiera.

Dado que la estabilidad financiera se beneficia de una mejor gobernanza empresarial, la profundización de la reforma está justificada. Aunque no existe un modelo universal, los marcos de gobernanza empresarial sólidos tienen algunas características en común. Por lo tanto, este capítulo contiene las siguientes recomendaciones de política económica:

- Todas las economías de mercados emergentes deberían continuar reformando sus marcos jurídicos, regulatorios e institucionales para mejorar la eficacia y la aplicación de sus regímenes de gobernanza empresarial.
- La mayoría de las economías de mercados emergentes deberían continuar afianzando los derechos de los inversionistas externos, en particular los accionistas minoritarios.
- Muchas economías de mercados emergentes deben armonizar integralmente sus exigencias en materia de divulgación con las prácticas óptimas internacionales. La promoción de la independencia de los directorios probablemente también reportará beneficios.