

Gestión de las finanzas y el riesgo a escala mundial

Las turbulencias que azotaron los mercados financieros en el último trimestre de 1998 fueron una señal de alerta. Se constató que en la gestión del riesgo y en las estructuras supervisoras y reguladoras no se habían tenido plenamente en cuenta el carácter cambiante de los riesgos financieros que asumen los particulares, la dinámica del mercado ni el riesgo sistémico.

Garry J. Schinasi, Burkhard Drees y William Lee

LA REESTRUCTURACIÓN unilateral de la deuda de Rusia, en agosto de 1998, y la devaluación subsiguiente del rublo provocaron sacudidas en los mercados financieros establecidos. Muchos inversionistas padecieron fuertes pérdidas. Uno de los fondos de inversión de alto riesgo más grandes del mundo, Long-Term Capital Management (LTCM), estuvo al borde del desplome en septiembre de 1998, originándose una reacción en cadena de nuevas pérdidas para los participantes en los mercados financieros. Aunque las autoridades de Estados Unidos facilitaron una operación privada de rescate, la incertidumbre continuó imperando en los mercados, dando lugar a la retracción de los préstamos y a temores de que se avecinaba la restricción del crédito.

La turbulencia puso de manifiesto el flanco débil del sistema financiero internacional, y quedó en entredicho la suficiencia de las defensas levantadas contra el riesgo sistémico a la luz de los cambios que han transformado el mundo de las finanzas. Primero, puede que la disciplina del mercado se viera afectada por la existencia de redes de seguridad financiera como el seguro de los depósitos y los prestamistas de última instancia, y puede que ahora haya muchas instituciones financieras a las que se considere demasiado importantes para dejarlas quebrar. Segundo, las prácticas modernas de gestión del riesgo como el ajuste continuo de posiciones en función del mercado, la demanda de cober-

tura en las operaciones a crédito y la cobertura dinámica, más el frecuente reequilibrio de la cartera para satisfacer las normas internas y reguladoras en materia de capital, permiten que las instituciones realicen ajustes rápidos ante nuevos datos o la revaluación del riesgo. Cuando estos ajustes los hacen grandes instituciones con operaciones internacionales, pueden provocar efectos secundarios en mercados con los que aparentemente carecen de relación. Tercero, el uso creciente de transacciones fuera del balance ha facilitado el que las instituciones apalancen sus posiciones de capital. En períodos de auge económico, la capacidad de apalancamiento podría alentar a las instituciones a emprender actividades que no resulten rentables o que sean insostenibles si los mercados cambian de sentido —como le ocurrió a LTCM—, y los altos niveles de apalancamiento amplifican las consecuencias del efecto negativo de las sacudidas.

Las instituciones financieras privadas y las autoridades públicas tienen ante sí un grave problema. Necesitan encontrar los medios para limitar y administrar los riesgos y poner coto a la acumulación de excesos financieros que pueden conducir a la virulenta dinámica del mercado observada hacia el final del año pasado, sin sacrificar el potencial estímulo de eficiencia que ofrecen los instrumentos y los métodos innovadores del sector financiero. Para evitar turbulencias y crisis futuras, los factores de importancia primordial son los siguientes: mejorar la comunicación de datos y

la transparencia del sector, ser conscientes de las estructuras de incentivos en el sector privado, el mercado y los organismos reguladores coordinándolas más, conocer mejor el carácter cambiante del riesgo sistémico y reducir el riesgo moral.

Divulgación de información financiera y transparencia

Para lograr una disciplina del mercado efectiva y para que funcione el seguimiento de los organismos reguladores y de control, hace falta que las instituciones financieras divulguen adecuada y oportunamente los datos, y que haya transparencia. Sin embargo, en un entorno en que los riesgos se desempacan y se vuelven a empacar mezclados en toda clase de títulos-valores, podría resultar difícil obtener información fidedigna sobre las posiciones de riesgo. Los gestores del riesgo pueden utilizar modelos de gestión del riesgo y pruebas de tensión para calcular el capital que corre riesgo. Y si bien se obtiene así cierta información sobre la posición de riesgo de una empresa y la evolución que podría seguir la cartera más allá de las situaciones pasadas de tensión y turbulencia en los mercados, puede que no sea suficiente. La industria financiera ha comenzado a elaborar técnicas para estimar con más exactitud la evolución posible de las posiciones y evaluar los efectos de las perturbaciones sistémicas sobre el capital que corre riesgo.

Quienes mantienen relaciones económicas con una institución financiera, es decir, inversionistas, depositantes, acreedores y otras partes interesadas, también se ven afectados por la falta de transparencia. Con frecuencia, la única información disponible sobre las actividades de riesgo fuera del balance se encuentra en las notas a pie de página en los informes anuales de las empresas.

La falta de transparencia provoca temores sistémicos relacionados con la concentración de riesgos en mercados específicos o con vínculos entre mercados. Sin información adecuada, es difícil que las autoridades sepan dónde se concentran el riesgo y la vulnerabilidad en el sistema financiero internacional.

El hecho de que la turbulencia del último trimestre de 1998 haya sido en gran medida inesperada indica que los sistemas de gestión del riesgo y de seguimiento de tensiones pueden haber estado basados en información insuficiente sobre la dinámica del mercado y las posibles repercusiones de las sacudidas económicas y financieras.

Estructuras de incentivos

Hace falta más información y transparencia, pero no será suficiente para evitar la acumulación de factores de vulnerabilidad y niveles demasiado altos de apalancamiento. Se necesitan incentivos para que las empresas pidan información y actúen en consecuencia. Las instituciones financieras mundiales tienen ante sí un conjunto complejo de incentivos que comprenden su propia estructura interna de incentivos, los criterios internos y externos de administración empresarial, el entorno competitivo del mercado y múltiples marcos de supervisión y regulación.

La disciplina interna de la empresa se basa en estructuras de incentivos que la dirección se ocupa de hacer cumplir. Para que la disciplina interna sea eficaz, los incentivos que se

ofrezcan a las unidades de una empresa y a quienes tomen las decisiones tienen que ser acordes con los objetivos generales de la institución y recibir el apoyo de las partes interesadas en el exterior (y, en cierta medida, también de los supervisores oficiales). Sin embargo, las estructuras privadas de incentivos todavía no se han adaptado para tener en cuenta plenamente la modernización financiera, la titulización o la globalización, y puede que no sean compatibles con la disciplina del mercado y que le presten apoyo.

Cabe mejorar la gestión privada del riesgo y la supervisión prudencial de las instituciones financieras y también reforzar los incentivos para que depositantes, acreedores, otras partes interesadas e inversionistas ejerzan mayor control sobre las actividades de las instituciones financieras con las que mantienen relaciones económicas.

Reducción del riesgo moral

El riesgo moral, que podría distorsionar significativamente los incentivos privados, es una consecuencia inevitable de la estabilidad financiera. Puesto que la estabilidad financiera es un bien público, el sector público tiene que ofrecer un seguro frente a los problemas sistémicos; de otra manera, los participantes privados en el mercado podrían no estar dispuestos como grupo a asumir ni siquiera riesgos aceptables, o podrían ser incapaces de hacerlo, lo que crearía un obstáculo para la intermediación financiera. La supervisión prudencial y otros elementos de la intervención oficial constituyen mecanismos de prevención o corrección que ofrecen cierto grado de seguridad y estabilidad para los sistemas financieros nacionales y también para el sistema financiero internacional, siempre que la intervención oficial se mantenga dentro de límites razonables y no conduzca a que los participantes en el mercado crean que pueden asumir riesgos imprudentes sin sufrir las consecuencias.

Para limitar el riesgo moral y mantener el equilibrio mejorador del bienestar que ofrece un seguro, el sector público tiene que vigilar y frenar el comportamiento arriesgado que pueda repercutir en las consideraciones que inciden en el bienestar; concretamente, tiene que limitar el riesgo imprudente que deseen correr las instituciones que mejor puedan explotar la red de seguridad tendida por el sector público. En consecuencia, las autoridades se ven confrontadas con la difícil tarea de sopesar y contraponer a la gestión del riesgo sistémico el objetivo de que los participantes en el mercado asuman el costo de riesgos imprudentes y que haya incentivos para que el comportamiento sea prudente.

¿En qué consiste el riesgo sistémico?

El carácter del riesgo sistémico ha variado a medida que los sistemas financieros nacionales esencialmente bancarios han dado paso a un sistema financiero basado en el mercado e integrado a escala mundial. La mayor parte de las defensas actuales frente al riesgo se fundan en una definición limitada de lo que es una perturbación sistémica. Por perturbación sistémica se entiende un episodio en el que los problemas que atraviesa una institución se desbordan por conducto del sistema de pagos, afectan a las relaciones interbancarias, conducen a que los depositantes retiren sus fondos o infectan a otras instituciones hasta el punto en que el propio sistema

financiero corre peligro. Dado que hay más oportunidades para asumir riesgos y que se recurre crecientemente a los mercados para obtener financiamiento, puede que las defensas ya no sean suficientes. Además, como la práctica financiera privada cambia rápidamente, el marco supervisor y regulador va a la zaga, y es posible que la capacidad del sector privado para aprovechar las ventajas que ofrecen los avances tecnológicos haya dejado atrás a la capacidad de las autoridades para aprender a manejar esa tecnología en aras del control y la gestión del riesgo sistémico.

En general, las redes de protección financiera están respaldadas por normas prudenciales que exigen de los bancos un nivel suficiente de capital para que puedan absorber pérdidas y por reglamentos de información y contabilidad, además de códigos de buenas prácticas comerciales, a fin de que las pérdidas figuren en los estados de ganancias y pérdidas. Aunque este enfoque ha funcionado relativamente bien para limitar los daños sistémicos que pudieran causar los excesos financieros, quizá cree conflictos entre los objetivos que persigan las autoridades, quienes, al ofrecer un seguro, desean reducir los riesgos sistémicos, y los de las instituciones reguladas, que ven incentivos para asumir mayores riesgos dentro de las limitaciones de capital impuestas internamente o por las autoridades. Se corre el peligro de que las normas sean excesivamente restrictivas, lo que reduce el factor promotor de eficiencia que entraña el correr un riesgo, o que el cumplimiento impuesto sea poco riguroso, lo que podría alentar a las instituciones financieras a asumir riesgos que no valdría la pena correr si las condiciones fueran otras. Es un problema que carece de solución definitiva, y no es posible ni deseable que los supervisores o las autoridades sepan tanto de una institución financiera y de los riesgos que asume como sabe la dirección de la propia institución. Con todo, hace falta evaluar continuamente los instrumentos que alientan el comportamiento y la gestión del riesgo prudentes, reconociendo que probablemente algunos de estos instrumentos son imperfectos.

Tareas restantes

Ya antes de que desapareciera plenamente la turbulencia del último trimestre de 1998, los agentes del mercado, las autoridades nacionales y los organismos internacionales comenzaron a estudiar reformas que permitieran corregir las deficiencias observadas. Hasta el momento, las propuestas se han centrado en reforzar la disciplina del mercado y la gestión del riesgo bancario con más transparencia en las instituciones financieras (véanse las referencias bibliográficas). En general, las medidas que se proponen para una mejor gestión del riesgo son apropiadas, pero no abarcan del todo algunos aspectos importantes.

Mejora de las estructuras de incentivos. Las propuestas actuales no se refieren directamente al papel que desempeñan las estructuras de incentivos para evitar la acumulación de factores de vulnerabilidad financiera. Las estructuras internas de incentivos podrían mejorarse si se siguiera un método de gestión y control del riesgo integrado, completo y que abarque toda la institución, coordinando los incentivos de todos los participantes con los incentivos y preferencias de riesgo de los altos directivos y los accionistas. El seguimiento y control que pudieran realizar las partes interesadas se ve-

rían fomentados si se ofrecieran a los participantes en el mercado incentivos adicionales basados en el mercado y más ajustados a los objetivos fijados por las autoridades.

Las propuestas oficiales no reconocen explícitamente el margen de mejora que hay en los incentivos ofrecidos por las estructuras reguladoras. En una propuesta reciente para la revisión de los acuerdos de Basilea se dice que probablemente habría más flexibilidad para adecuar las normas reguladoras (comprendida la que exige un capital mínimo) a la eficacia de los sistemas de control y gestión del riesgo de una institución, pero es algo que está por demostrarse.

Más información y transparencia. La información disponible en fechas anteriores a las turbulencias financieras del cuarto trimestre de 1998 presenta varias lagunas. Las propuestas oficiales no exponen claramente el tipo de información que debe divulgarse, con qué frecuencia ni a quién. Aunque indudablemente hace falta conocer mejor las posiciones de riesgo, las operaciones fuera del balance y los mercados extrabursátiles de derivados, aún no está claro de qué manera deben presentarse los datos. Con más información sobre las operaciones fuera del balance que realicen las instituciones financieras, la supervisión y el seguimiento regulador se harían mejor.

Comprensión de los sistemas financieros modernos. Muchos de los marcos analíticos que ahora se utilizan fueron elaborados para la evaluación y el seguimiento del riesgo, la concentración de operaciones, el apalancamiento, la fragilidad financiera y el riesgo sistémico en la actividad bancaria tradicional. Hace falta comprender y modelar mejor el riesgo crediticio, sobre todo porque comienza a presentar modalidades nuevas y a menudo se concierta fuera del balance. También se requieren marcos analíticos que permitan comprender mejor las ventajas y el riesgo del apalancamiento, de las lagunas e incompatibilidades que haya entre las estructuras de incentivos privadas y reguladoras y de los cambios ocurridos en la dinámica del mercado. El sector público —en particular, los bancos centrales— podría encabezar la tarea de elaborar un marco analítico informativo que más adelante resultaría útil para establecer las normas de comunicación de datos.

Otros problemas del sector público

La estabilidad de los sistemas financieros depende de la firmeza de que gozan las instituciones financieras por separado. Primero, puede que haya sinergias no aprovechadas entre el seguimiento macroprudencial, centrado en los sistemas, y el seguimiento microprudencial, que se interesa en las instituciones. Por ejemplo, con contactos más amplios entre los supervisores de los bancos con operaciones internacionales se podría haber descubierto la magnitud de las posiciones acreedoras y de contrapartida de LTCM. Los supervisores se beneficiarían del hecho de que el mercado esté al tanto de los riesgos que encaran las empresas, mientras que los encargados de la supervisión del mercado se beneficiarían del conocimiento sobre actividades relacionadas con el mercado que realizan las instituciones financieras.

Segundo, debido a la manera en que utilizan información y tecnología, y en función de los recursos de que disponen, las instituciones financieras gozan de ventajas informacionales so-

bre las autoridades reguladoras. La capacidad de las autoridades para evaluar las repercusiones de la innovación financiera va a la zaga de la explotación de esa innovación por parte del sector privado. Ampliando la brecha que separa a los reguladores de los regulados se limita la capacidad de las autoridades para vigilar los mercados financieros mundiales, supervisar las instituciones financieras y hacer cumplir la normativa vigente. Más aún, en vista de la orientación nacional que tienen las estructuras de supervisión, regulación y vigilancia, la globalización de los mercados financieros y el crecimiento de los grandes grupos financieros han servido para que las lagunas jurisdiccionales sean ahora mayores. Hace falta insistir en la modernización de las herramientas de supervisión y de los marcos reguladores.

Tercero, existen vínculos estrechos entre la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera. Aunque no es probable que la política monetaria de los países principales contribuyera directamente a una mayor vulnerabilidad y a las turbulencias del mercado en el otoño de 1998, puede que hayan tenido un efecto imprevisto sobre la masa mundial de liquidez.

El futuro

El enfoque inicial debe ser determinar los medios concretos de refuerzo —y de reforma si fuera necesario— de las defensas que ya existen contra los problemas sistémicos. Con más información, las instituciones financieras podrían reforzar sus herramientas de gestión del riesgo, los participantes del sector privado podrían poner precio a los riesgos con más exactitud y los supervisores y responsables de la vigilancia podrían realizar un seguimiento adecuado. La capacidad de comprender, calibrar, seguir y controlar la acumulación de apalancamientos y otras actividades que entrañan un riesgo formaría parte importante de ese enfoque. Es indudable que harían falta medidas de reforma del marco regulador, pero primero hay que volver a examinar las reglas vigentes del juego para saber cuáles siguen siendo pertinentes. También valdría la pena tener una idea más clara de cómo influyen entre sí los incentivos, la asunción de riesgo, la estructura del mercado y la dinámica de éste en los sistemas financieros modernos.

Es indudable que será necesario también reducir el riesgo moral. Un equilibrio apropiado entre disciplina del mercado e intervención oficial entraña difíciles soluciones de compromiso al sopesar los distintos objetivos. Por un lado, las redes de protección financiera

parecen haber reducido mucho las pérdidas inútiles y el daño económico real causado por pasadas crisis financieras en este siglo. Por otro lado, las mismas redes de protección pueden haber contribuido a que el comportamiento sea excesivamente arriesgado y entrañe un posible alto costo para el contribuyente. Un factor que complica el intento de confiar más en la supervisión y los reglamentos es que las grandes instituciones financieras que actúan a escala mundial pueden a veces circunvenir las normas aprovechándose de las brechas de información abiertas entre ellas y las autoridades reguladoras. El cúmulo de vulnerabilidad financiera que resultó evidente sólo tras las turbulencias del último trimestre de 1998 ha sido una señal de alerta: es posible que el marco vigente de supervisión bancaria, la vigilancia oficial de los mercados y la gestión del riesgo sistémico no incorporen un control suficiente de la evolución sistémica, ni ofrezcan salvaguardias adecuadas.

En última instancia, cada vez que el sector público interviene para salvar a una institución, se crean expectativas de que intervendrá en el futuro. El resultado evidente es el riesgo moral. Una forma de limitar el riesgo moral es tomar decisiones frecuentes que reduzcan la percepción de que las intervenciones son la regla y la falta de intervención la excepción, por ejemplo, reduciendo el tamaño y el alcance de la red de protección. Un objetivo más general sería que aumentase la participación de las instituciones del sector privado en la prevención de los problemas sistémicos, no sólo mediante una mejor gestión privada del riesgo para protección propia, sino siendo más consciente de que las acciones del sector tienen repercusiones sistémicas y se ven afectadas por los problemas sistémicos que otros hayan creado. Dado que no es probable una reducción rápida o completa del alcance de las redes oficiales de protección financiera, un aspecto vital consiste en mantener la capacidad de seguimiento y supervisión de los sistemas modernos. Harán falta atención y flexibilidad para estar preparados ante futuros problemas financieros que, sin duda, se presentarán en formas que no guardarán relación con las vividas en el pasado. **F&D**

Este artículo se basa en el capítulo IV de International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues, publicado por el FMI (Washington, septiembre de 1999). Véase un análisis detallado de la turbulencia de los mercados financieros y sus repercusiones en World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment, publicado por el FMI (Washington, diciembre de 1998).



Garry J. Schinasi, jefe de la División de Mercados de Capital y Estudios Financieros del Departamento de Estudios del FMI.



Burkhard Drees, economista principal en la División de Mercados de Capital y Estudios Financieros del Departamento de Estudios del FMI.



William Lee, Subjefe de la División de Mercados de Capital y Estudios Financieros del Departamento de Estudios del FMI.