

Cómo evitar crisis en el futuro

Las prioridades de la reforma regulatoria después del colapso

Noel Sacasa

LA CRISIS financiera ha expuesto las deficiencias de los actuales marcos regulatorio y de supervisión. Los hechos recientes demuestran que, para reducir el riesgo de crisis y facilitar su eventual solución, se precisan por lo menos cuatro tipos de medidas: a) mejorar la evaluación del riesgo sistémico y evitar su acumulación en épocas prósperas; b) mejorar la transparencia y divulgación de los diversos riesgos asumidos; c) ampliar el alcance interinstitucional y transfronterizo de las regulaciones, pero salvaguardando la diversidad constructiva, y d) adoptar mecanismos que promuevan la toma de medidas más eficaz y coordinada.

La necesidad de hacer más eficaz la regulación para aprovechar el potencial de los mercados financieros abiertos fue un tema crítico de la Cumbre del G-20 sobre los Mercados Financieros y la Economía Mundial. La innovación e integración financieras han acelerado y ampliado la onda expansiva de los shocks que afectan a distintos activos y países, sin diferenciar entre las instituciones sistémicas y no sistémicas. Pero los mecanismos de regulación y supervisión se han centrado en las instituciones financieras a escala individual, y no tanto en las implicaciones sistémicas e internacionales de las decisiones que toman.

Aquí se analizan cuestiones de fondo del debate actual sobre la reforma del sector financiero, planteando primero las deficiencias cruciales que deben subsanarse y delineando después los ámbitos clave en que deben tomarse medidas.

Las fallas

Las reformas deberían subsanar la regulación y las fallas que desestabilizan los mercados. Hasta ahora se distinguen tres grupos de factores que se autorrefuerzan y que no recibieron suficiente atención de los reguladores y las autoridades monetarias, y que podrían haber agravado el riesgo sistémico. Primero, las bajas tasas de interés de los últimos 10 años, debidas a los desequilibrios macroeconómicos mundiales, contribuyeron a la asunción de más riesgos y a las burbujas mundiales de precios de los activos. Segundo, la reestructuración del sector financiero y una gestión de riesgos a la zaga de las innovaciones de los últimos 20 años incrementaron la tendencia del sistema a la inestabilidad. Y tercero, las instituciones financieras apalancadas tienden naturalmente a asumir riesgos excesivos sin internalizar el riesgo sistémico, razón por la cual tienen que someterse a regulación.

Desequilibrios mundiales y burbujas inmobiliarias

Ni los reguladores ni los bancos centrales reconocieron la importancia real de los riesgos sistémicos del auge del crédito y las burbujas de precios de los activos. En este decenio, algunas economías han acumulado grandes y persistentes superávits en cuenta corriente, que generaron una enorme demanda de activos financieros de países deficitarios, en particular de Estados Unidos. Esto, sumado a la política monetaria acomodaticia de ese país, contribuyó a la baja mundial de las tasas de interés, que suscitó un auge de la asunción de riesgos y créditos. En Estados Unidos, la deuda de los hogares y las empresas no financieras en el mercado de crédito creció de 118% a 173% del PIB entre 1994 y 2007 (véase el gráfico). La deuda de los hogares se aceleró aún más a partir de 2000, y en siete años pasó de 98% a 136% del ingreso personal disponible. En el mismo período, esos coeficientes crecieron de 120% a 180% en el Reino Unido y de 72% a 91% en la zona del euro. Y la inusitada alza de los precios de la vivienda en Estados Unidos estuvo acompañada de alzas similares en muchos países desarrollados.

Innovación y cambios estructurales

En abril de 2008 el FMI y el Foro sobre Estabilidad Financiera analizaron las causas de la crisis y destacaron las graves deficiencias de las prácticas de gestión del riesgo y una falla colectiva al evaluar y abordar los coeficientes de endeudamiento de diversas instituciones y los consiguientes riesgos de una corrección desordenada (FMI, 2008, y Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008). Las prácticas de gestión del riesgo, divulgación, regulación y supervisión no se equipararon con el ritmo de la innovación, propiciando la asunción excesiva de riesgos y la inflación de los precios de los activos.

Concretamente, cuatro tipos de innovaciones y cambios estructurales contribuyeron al deterioro de la gestión del riesgo y a la inestabilidad del sistema: el modelo de originación y distribución y el uso del financiamiento al por mayor; la proclividad de los requisitos de capital y las prácticas contables; el abuso de modelos y sistemas de gestión de riesgo retrospectivos y basados en el mercado, y un conjunto más complejo y opaco de participantes.

Modelo de originación y distribución y financiamiento al por mayor. La titulización y el desarrollo de complejos



Edificio de la Reserva Federal de Estados Unidos en Washington.

instrumentos privados de crédito estructurado sin duda han mejorado el acceso al crédito, pero también pueden haber contribuido a una mayor asunción agregada de riesgos, que, en lugar de dispersarse de manera eficiente, generaron inestabilidad al trasladarlos a instituciones que no podían gestionarlos bien, retornaron en ciertos casos a bancos que supuestamente los habían eliminado y sembraron mucha más incertidumbre sobre su distribución real en el mercado. Además, tanto los bancos como las entidades con fines específicos creadas fuera del balance como parte de la titulización abusaron del financiamiento al por mayor, y eso creó descortes de vencimientos que no tienen debidamente en cuenta el riesgo de que se agote ese financiamiento. Los originadores y distribuidores carecían de incentivos adecuados para la selección y el control del crédito, pero muchos inversionistas tampoco se preocuparon de verificar los incentivos o examinar la calidad de los préstamos subyacentes, y confiaron demasiado en la reputación de las instituciones y en las calificaciones de crédito (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008).

Por su parte, los calificadores de crédito asignaron calificaciones generosas a complejos instrumentos de deuda estructurada de alto riesgo basándose en datos históricos escasos, modelos viciados y exámenes incompletos de las garantías. Hubo fallas en la divulgación de los supuestos, criterios y metodologías aplicadas; no se aclaró ni el significado ni el riesgo de las calificaciones de los productos estructurados, y no se resolvieron los conflictos de intereses (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008). Y las instituciones financieras no siempre divulgaron adecuadamente el tipo o la magnitud de sus ex-

posiciones dentro y fuera del balance, en particular las relativas a productos estructurados.

Prociclicidad de los requisitos de capital y la contabilidad. En las épocas prósperas, el valor de mercado de los activos y las garantías aumenta, mientras que las provisiones para incobrables disminuyen al preverse menores tasas de incumplimiento a corto plazo. Esto eleva el valor del capital declarado y reduce las probabilidades de incumplimiento que los prestatarios y prestamistas estiman a corto plazo. Además, los requisitos de capital basados en el riesgo pueden erosionarse en las épocas prósperas porque los indicadores no suelen tener en cuenta los riesgos acumulados en la fase previa. Así, los prestamistas incrementan el apalancamiento y el crédito, generando alzas de los precios de los activos y una espiral en la que estos factores se refuerzan mutuamente (Adrian y Shin, 2008).

En cambio, cuando los indicadores de riesgo suben durante las desaceleraciones y las pérdidas se materializan, las reservas insuficientes acumuladas en la fase previa se desgastan y cuesta reponerlas, ya que el capital es más escaso. Las interacciones entre los mercados de capital, crédito y activos pueden intensificar la turbulencia al provocar masivas reacciones en cadena de ventas de activos a precios de saldo, que pueden desembocar en una compresión del crédito y una contracción económica que se refuerzan entre sí.

Gestión retrospectiva del riesgo y basada excesivamente en el mercado. El uso excesivo de los precios de mercado y de modelos de riesgo retrospectivos y demasiado simplificados y las fallas en la diligencia debida y en los análisis de los fundamentos parecen haber provocado una grave subestimación de los riesgos que indujo a un relajamiento de la vigilancia. El riesgo sistémico empeora si muchos participantes emplean modelos similares y terminan con posiciones de mercado parecidas.

Configuración más compleja pero menos diferenciada. A diferencia de hace 30 años, el actual sistema financiero presenta diferencias menos marcadas entre los participantes, mayor consolidación, muchos tipos de participantes nuevos e interconexiones más estrechas pero menos claras (Borio, 2007). Estos factores, quizá derivados de innovaciones en la intermediación, también crearon oportunidades para incrementar el apalancamiento y opacar la distribución de riesgos entre los participantes. La evaluación de los riesgos se complicó en todos los niveles, y la menor diversidad puede haber incrementado la probabilidad de movimientos coordinados que podrían desestabilizar el sistema.

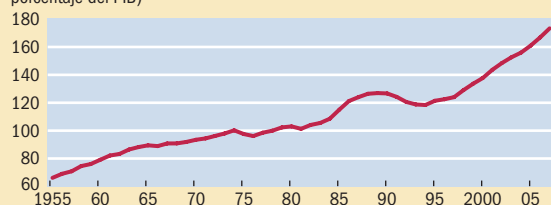
Incentivos desestabilizadores

Los acontecimientos recientes hacen pensar que algunos reguladores se fiaron demasiado de la capacidad de gestión del riesgo y autorregulación de las instituciones financieras. Además, permitieron que la titulización, las estructuras opacas fuera del balance y las técnicas deficientes de mitigación del riesgo (emisión de *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor sin el debido respaldo en activos o capital) erosionaran las reservas. Para contrarrestar mejor los incentivos que inducen a las instituciones apalancadas a tomar riesgos excesivos sin internalizar el riesgo sistémico se debieron haber usado más eficazmente las herramientas y las normas de supervisión disponibles.

Deuda galopante

Las tasas de interés más bajas a escala mundial provocaron auge crediticio en muchos países, entre ellos Estados Unidos.

(Deuda de los hogares y las empresas no financieras de Estados Unidos como porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en datos de las cuentas de flujos de fondos de Estados Unidos y la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos.

Apalancamiento y riesgo. Los accionistas y gerentes de instituciones financieras apalancadas tienden a tomar riesgos extremos a largo plazo para incrementar los rendimientos iniciales. Las asimetrías de información pueden explotarse para trasladar los riesgos al futuro o a participantes menos informados, potenciando así el rendimiento del capital a corto plazo mediante un mayor apalancamiento, aunque con mayor riesgo de incumplimiento, siempre que el precio del riesgo no se incluya en el costo de la deuda (por ejemplo, debido a garantías de depósitos o falta de transparencia), y siempre que el riesgo para los accionistas y gerentes sea pequeño (Dewatripont y Tirole, 1994, y Rajan, 2005).

Desestimación del riesgo sistémico. En otras crisis, los incentivos para internalizar el riesgo sistémico tampoco fueron adecuados. Ese riesgo puede surgir si varias instituciones financieras actúan de forma similar, por ejemplo, a) apalancándose más durante las aceleraciones, sin preocuparse de eventuales burbujas insostenibles de precios de los activos; b) sustituyendo el financiamiento mediante depósitos y reservas de activos líquidos por un volátil financiamiento mayorista e instrumentos de liquidez secundarios, que pueden esfumarse en una crisis, y c) extendiendo demasiado crédito a ciertos sectores cuando las tasas de interés están en niveles anormalmente bajos, sin considerar el riesgo de un repunte de las tasas que afecte a los prestatarios muy apalancados. La presión para retener cuotas de mercado, los mecanismos de compensación basados en resultados relativos o la expectativa de que se socialicen las pérdidas por riesgos sistémicos también llevan a las instituciones y sus gerentes a asumir más riesgos.

Reformas prioritarias de la regulación

Está surgiendo un consenso sobre ciertas medidas que permitirían subsanar estas deficiencias, pero siguen debatiéndose otras mejoras de la regulación del sector financiero, entre las que se destacan una mejor gestión del riesgo sistémico y la prociclicidad de la toma de riesgos; el refuerzo de la transparencia y la divulgación; una nueva función para las calificadoras de crédito, y un equilibrio adecuado entre la exhaustividad y la diversidad de la regulación, junto con una mejor coordinación internacional.

Riesgo sistémico y riesgos procíclicos

Mayor anticiclicidad de los requisitos de capital y la política macroeconómica. La idea de atenuar, al menos, la prociclicidad está ganando adeptos (G-20, 2008), pero la ejecución es difícil. En el ámbito prudencial se apoya la idea de que los requisitos de capital y provisiones, y quizá las rebajas mínimas de las garantías, tengan en cuenta la acumulación de riesgos durante los auges y dispongan la constitución de reservas adecuadas de capital. Pero la política macroeconómica también debe desalentar los auges y los períodos largos de tasas de interés bajas, ya que distorsionan los incentivos y alimentan una especulación que difícilmente pueda contrarrestarse solo con regulaciones prudenciales.

Revaluación de la contabilidad a precios de mercado. Este tema es más candente. Mantener una transparencia adecuada es importante, pero los precios de mercado tienden a desvin-

cularse de los fundamentos en medio de los auges especulativos y los brotes de pánico. Por eso, la contabilidad a precios de mercado podría exacerbar los movimientos procíclicos del capital accionario y regulatorio, y contribuir, por ende, a la inestabilidad financiera. Los criterios de transparencia y las consideraciones prudenciales y de estabilidad sistémica corroboran la idea de que deberían moderarse o limitarse los efectos de los ajustes a precios de mercado en el capital —sobre todo si esos precios suben—, en el caso de diversos activos que no se mantendrán hasta su vencimiento (excepto los que sirvan para proveer liquidez inmediata). La forma transparente de lograrlo consistiría en disponer que cuando los precios rebasen cierto umbral se constituyan y declaren provisiones o reservas para cuando el ciclo se invierta.

Compatibilización de la titulización y los incentivos. La diversificación de la cartera no basta para gestionar el riesgo de crédito y no puede suplantar la diligencia debida. Los contratos de titulización deberían obligar a originadores y distribuidores a retener un porcentaje del riesgo que los incentive a seleccionar y vigilar adecuadamente todos los préstamos. Además,

La diversificación de la cartera no basta para gestionar el riesgo de crédito y no puede suplantar la diligencia debida.

el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, 2008b y 2008c) ha propuesto requisitos de capital mínimo para ciertos productos complejos de crédito estructurado; cargos de capital adicionales por el aumento de riesgos en la cartera de inversiones debidos a incumplimiento, migración del crédito o variaciones del diferencial de crédito o el precio de las acciones, y el fortalecimiento del tratamiento de capital de los instrumentos de liquidez para entidades fuera del balance.

Mejor gestión de la liquidez. En septiembre de 2008 el Comité de Basilea actualizó los principios de gestión y supervisión adecuada del riesgo de liquidez (BCBS, 2008a), abordando las deficiencias detectadas en la turbulencia reciente. En el futuro se debería insistir en la importancia de mantener reservas adecuadas de activos líquidos.

Revaluación de los modelos y sistemas de gestión del riesgo. El pilar 2 del marco de Basilea II permite a los supervisores reforzar las prácticas de gestión de riesgo de los bancos, mejorar el control de los bancos sobre los riesgos extremos y moderar la acumulación de exposiciones excesivas y la concentración de riesgos (Caruana y Narain, 2008). El fin es ayudar a garantizar que la gestión del riesgo, las reservas de capital y las estimaciones de pérdidas potenciales por créditos sean prospectivas e incorporen la incertidumbre de los modelos, las valoraciones, los riesgos de concentración y las fluctuaciones cíclicas normales. Juntos, las autoridades y los participantes del mercado podrían mitigar los riesgos de incentivos perversos de las políticas de remuneración (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008).

Transparencia y divulgación

Divulgación y valoración del riesgo. Para impedir el uso de entidades fuera del balance para disimular el riesgo real al que está expuesto el distribuidor se están mejorando las normas contables y de divulgación de bajas y consolidación en libros. También es importante encontrar maneras de destacar la incertidumbre inherente a las estimaciones del valor contable de instrumentos financieros para no dar impresiones falsas, sobre todo cuando los mercados han dejado de funcionar (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008).

Procesos y mercados de titulización. Podría ampliarse la información sobre el proceso completo de titulización y los activos subyacentes. Habría que mejorar la transparencia con que los originadores y distribuidores cumplen los requisitos de garantía y diligencia debida con respecto a los activos subyacentes (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008).

La función de las calificadoras de crédito

Calidad del proceso y conflictos de interés. Las calificadoras de crédito han revisado las metodologías que aplican a los productos estructurados y están procurando diferenciar sus actividades, desvincular la remuneración de los gerentes de los resultados de sus unidades, reforzar la supervisión del proceso y mejorar el control interno de las metodologías. La Organización Internacional de Comisiones de Valores revisó en mayo de 2008 los Fundamentos para el código de conducta de agencias de calificación crediticia (OICV, 2008), con miras a seguir mejorando la calidad del proceso de calificación, resolver conflictos de interés y proporcionar a los inversionistas más datos sobre la evolución histórica de las calificaciones, las metodologías y los criterios, y la corrección de las limitaciones de los datos.

Uso de las calificaciones. El uso de calificaciones no debe reemplazar la gestión y el análisis de los riesgos que realizan los inversionistas de manera acorde con la complejidad de los instrumentos adquiridos y la importancia de sus tenencias. Los supervisores deberían reconsiderar la función que cumplen las calificaciones, cerciorándose de que no sustituyan indiscriminadamente a la evaluación independiente.

Equilibrio entre exhaustividad y diversidad

Ampliar el alcance de la regulación para contener el arbitraje regulatorio. Quizá sea necesario poner todas las instituciones financieras apalancadas y sus entidades emparentadas dentro de la misma esfera de regulación. Los reguladores deberían preocuparse más de que no se incumplan o erosionen los requisitos de capital debido a la proliferación de estructuras de mercado opacas, el traslado no transparente de los riesgos a entidades no consolidadas u otras transacciones de distribución dudosa del riesgo, o modelos y técnicas de gestión de riesgo que no midan o cubran adecuadamente los riesgos subyacentes reales.

Mejorar el intercambio de información y la cooperación internacional. Los colegios internacionales de supervisores han ayudado a formular buenas prácticas, diagnósticos de las instituciones financieras grandes y complejas y soluciones a cuestiones transfronterizas. Las principales institucio-

nes financieras mundiales deberían contar con mecanismos similares a corto plazo (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008, y G-20, 2008).

Salvaguardar la diversidad para fomentar la complementariedad sistémica. Habría que reconsiderar el grado en que las instituciones con pasivos a largo plazo (cajas de pensiones y aseguradoras) deben someter la gestión de sus activos a ajustes a precios de mercado y a normas de gestión del riesgo basadas en modelos enfocados en la volatilidad a corto plazo. A esas instituciones se les debería permitir actuar como inversionistas a largo plazo que esperan el vencimiento de sus activos. En cambio, las instituciones financieras no muy apalancadas y de menor importancia sistémica quizá precisen una regulación leve o nula, que les permita desempeñar una función potencialmente estabilizadora mediante la toma de posiciones más arriesgadas o “contra la corriente” en comparación con el resto de participantes (Nugée y Persaud, 2006). ■

Noel Sacasa es Experto Principal del Sector Financiero en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Referencias:

- Adrian, Tobias, y Hyun Song Shin, 2008, “Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles”, *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 14, No. 1, Banco de la Reserva Federal de Nueva York (enero/febrero).
- Borio, Claudio, 2007, “Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy”, *BIS Working Paper No. 237* (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Caruana, Jaime, y Aditya Narain, 2008, “Puente sobre aguas turbulentas”, *Finanzas & Desarrollo* (junio), págs. 24–28.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2008a, “Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision” (inédito; Basilea: Banco de Pagos Internacionales), junio.
- , 2008b, “Proposed Revisions to the Basel II Market Risk Framework” (documento de consulta; Basilea: Banco de Pagos Internacionales), julio.
- , 2008c, “Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the Trading Book” (documento de consulta; Basilea: Banco de Pagos Internacionales), julio.
- Dewatripont, Mathias, y Jean Tirole, 1994, *The Prudential Regulation of Banks* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Fondo Monetario Internacional, 2008, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness* (abril).
- Foro de Estabilidad Financiera, 2008, “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience” (Basilea), 7 de abril.
- Grupo de los Veinte (G-20), 2008, *Declaración emitida en la Cumbre sobre los mercados financieros y la economía mundial*, 15 de noviembre.
- Nugée, John, y Avinash Persaud, 2006, “Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 22, No. 1.
- Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), 2008, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, versión revisada* (Madrid).
- Rajan, Raghuram, 2005, “Has Financial Development Made the World Riskier?”, *NBER Working Paper 11728* (noviembre).