

Proteger el **TODO**

No basta con mantener la solidez de las instituciones financieras individuales. Para salvaguardar el sistema financiero se necesita un enfoque macroprudencial más amplio

Luis I. Jácome y Erlend W. Nier

LOS GOBIERNOS han recurrido desde hace mucho tiempo a la regulación para garantizar la seguridad y solidez de las instituciones financieras y su capacidad para cumplir obligaciones, sobre todo en el caso de instituciones como los bancos comerciales que captan fondos del público. Pero la crisis financiera mundial demostró que la regulación tradicional, o microprudencial, no basta para garantizar la salud del sistema financiero en su conjunto.

La regulación tradicional suele ser leve en el caso de instituciones como los bancos de inversión que operan principalmente en mercados al por mayor, donde el potencial de pérdidas de los depositantes minoristas es más bajo. Además, la política microprudencial considera que la estabilidad del sistema financiero depende de la solidez colectiva, sin tener en cuenta que un comportamiento prudente a escala individual —como la venta de activos cuestionables, el endurecimiento de las normas de crédito o el acaparamiento de efectivo— puede ser problemático si se generaliza. Y tampoco suele reconocer que las instituciones pueden ser una amenaza para otras instituciones o para los mercados, que es adonde acuden muchas empresas financieras grandes para intermediar sus fondos.

Un enfoque más amplio

Se ha visto que la regulación tradicional permitió el crecimiento irrestricto de las vulnerabilidades financieras que contribuyeron a la crisis financiera mundial, y por eso muchos países están optando por una regulación financiera más sistémica, u holística, denominada *política macroprudencial*.

La idea no es que la política macroprudencial reemplace la regulación tradicional de instituciones financieras, como los bancos comerciales, que son vitales para un sistema saludable. Más bien, lo que se pretende es reforzar y complementar la política microprudencial, con herramientas y entidades regulatorias tradicionales que faciliten la aplicación de la política, pero adaptándolas para contrarrestar los riesgos crecientes del sistema financiero. Este enfoque dinámico quizás exija un nuevo marco regulatorio que detecte riesgos crecientes contra la estabilidad y que ayude a las autoridades a tomar las medidas necesarias.

El enfoque macroprudencial no es una idea del todo nueva (Crockett, 2000), pero la crisis financiera mundial convenció a las autoridades de la probabilidad y los costos de una perturbación sistémica en los mercados financieros modernos y de la necesidad de vigilar el riesgo sistémico. Se trata, por lo tanto, de un enfoque que aún está en evolución (CEF/FMI/BPI, 2011).



Alcance de las políticas macroprudenciales

Las políticas macroprudenciales detectan y mitigan los riesgos que afectan la estabilidad sistémica, reduciendo así el costo económico que supondría una *perturbación de los servicios financieros* que habilitan el funcionamiento de los mercados financieros, como el crédito, los seguros y los servicios de pago y liquidaciones (CEF/FMI/BPI, 2009; FMI 2011a).

Un ejemplo de una de esas perturbaciones sería una compresión del crédito, en la que los bancos y otros prestamistas, al sufrir pérdidas, restringen el crédito a hogares y empresas, provocando la depresión de la actividad económica en general.

Estas perturbaciones pueden deberse a deficiencias generales, o agregadas, del sector financiero, o a la quiebra de instituciones sistémicas de gran tamaño y vinculadas financieramente con muchas otras instituciones.

Las deficiencias agregadas surgen cuando el sector financiero en su conjunto está expuesto excesivamente a los mismos riesgos, ya sean riesgos de crédito (deudores que no pagan), mercado (reducción de los valores de las garantías) o liquidez (activos difíciles de vender o deudas difíciles de refinanciar). Por ejemplo, antes de la crisis, el crédito en Estados Unidos y otros lugares estaba cada vez más vinculado al valor de los inmuebles. Al colapsar el mercado inmobiliario surgieron un riesgo de mercado (desvalorización de los inmuebles) y un riesgo de crédito (menor capacidad de pago de los prestatarios). Además, en varios países los préstamos a los mercados mayoristas se basaron cada vez más en el apalancamiento (mediante fondos de inversión en el mercado monetario, por ejemplo) y menos en los depósitos tradicionales. Al colapsar esos mercados (en especial tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008), surgió un riesgo de liquidez porque los prestatarios no podían refinanciar la deuda vencida (Merrouche y Nier, 2010).

Si estas exposiciones son *comunes* o están *correlacionadas* en las distintas instituciones financieras, es probable que muchos o todos los intermediarios financieros (bancos y otros prestamistas) sientan la presión de la desvalorización de los activos y el mayor costo de reposición de los fondos prestables (pasivos), lo cual perjudicará la capacidad del sistema para proporcionar servicios financieros básicos, como crédito y pagos.

La quiebra de una institución puede generar riesgo sistémico si perjudica la capacidad de otras instituciones para seguir proporcionando servicios financieros. Por lo general, solo la quiebra de una institución grande muy conectada a otras instituciones puede tener repercusiones que amenacen la estabilidad sistémica. Estas repercusiones tienen cuatro posibles canales de contagio:

- Exposición directa de otras instituciones a la institución afectada.
- Ventas masivas de activos de la institución afectada que provocan la desvalorización de activos similares, generando pérdidas en los activos en poder de otras instituciones.
- Uso por parte de otras instituciones financieras del suministro continuo de servicios financieros (crédito, seguros, servicios de pagos).
- Aumentos de los costos de financiamiento y retiros masivos en otras instituciones tras la quiebra de la institución sistémica (Nier, 2011).

Por ejemplo, la quiebra de Lehman Brothers en 2008 no solo provocó pérdidas directas en otras instituciones sino también aumentos generales de los costos de financiamiento, ya que los prestamistas, al no saber con exactitud dónde se manifestarían las pérdidas, se rehusaban a prestar a cualquier institución en particular.

Para reducir los costos previstos de las deficiencias agregadas y las perturbaciones provocadas por instituciones sistémicas, la política macroprudencial ha de centrarse en dos tipos de entidades: las instituciones sistémicas y todos los proveedores de crédito apalancados.

Las instituciones sistémicas no son solo los bancos grandes sino también las entidades que presan servicios críticos de pago y seguro. Por ejemplo, American International Group (AIG) básicamente ofrecía seguros a otras instituciones financieras al proteger el valor de los títulos hipotecarios en poder de dichas instituciones. De haberse permitido el colapso de AIG, esa protección habría desaparecido y otras instituciones se habrían visto expuestas a pérdidas.

Todos los prestamistas apalancados, sin importar su tamaño, revisten interés macroprudencial ya que sus deficiencias colectivas pueden repercutir en el suministro de crédito a toda la economía (Nier, 2011). Los principales prestamistas apalancados son casi siempre los bancos, pero en ciertas jurisdicciones la política macroprudencial también debe abarcar a otros prestamistas no bancarios importantes, para evitar el riesgo de que el suministro de crédito migre a entidades no bancarias menos controladas.

La política en la práctica

Para abordar las deficiencias agregadas y las quiebras individuales se precisan diversas herramientas. Es poco probable que una sola baste para abordar las distintas fuentes de riesgo sistémico, y por eso las autoridades macroprudenciales deben ser capaces de adaptar instrumentos específicos en función de las vulnerabilidades particulares detectadas (Lim *et al.*, 2011).

Se están creando o se han usado recientemente varias herramientas para abordar la agregación de riesgos a lo largo del tiempo. Una herramienta importante es la *reserva de capital dinámica*. A las instituciones financieras se les exige desde hace mucho mantener cierto monto de capital (patrimonio o utilidades retenidas) para absorber las pérdidas derivadas de préstamos o valores. La reserva dinámica —propuesta por un grupo de reguladores que se reúne en Basilea, Suiza— permitiría a las autoridades macroprudenciales exigir a las instituciones financieras que incrementen su capital si se nota un crecimiento del crédito inusualmente fuerte o un auge de precios de los activos impulsado por el crédito. La creación de la reserva tiene dos efectos. Al encarecerse el costo de los fondos para los prestamistas, el costo del crédito aumentará y su crecimiento debería desacelerarse. Además, el sistema se hará más resistente, ya que la reserva le permitirá absorber mejor las pérdidas cuando el auge llegue a su fin. Esto reduce la probabilidad de una costosa compresión del crédito.

Aparte de la reserva dinámica, o anticíclica, se han usado, sobre todo en las economías de mercados emergentes, muchas otras herramientas para evitar los ciclos de auge y caída del

crédito; por ejemplo, instrumentos para corregir tanto la interacción entre los riesgos de mercado y los riesgos de crédito (límites sobre la relación préstamo/valor de las hipotecas residenciales) como la acumulación de riesgos de liquidez durante auges de crédito (medidas para racionalizar el financiamiento al por mayor volátil).

- *Variación de ponderaciones del riesgo sectorial:* Las ponderaciones son más sutiles que las reservas de capital dinámicas, y obligan a las instituciones a aumentar el capital para cubrir préstamos nuevos en sectores en donde hay riesgos excesivos. Por ejemplo, Turquía endureció recientemente los requisitos de los préstamos nuevos a hogares para frenar el fuerte crecimiento de ese segmento.

- *Provisiones dinámicas:* Obligan a los bancos a apartar fondos para cubrir pérdidas por préstamos cuando dichas pérdidas son relativamente bajas, con el fin de mejorar la capacidad de los balances para absorber pérdidas durante las desaceleraciones. Se adoptaron en España en 2000 y más recientemente en Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

Para abordar las deficiencias agregadas y las quiebras individuales la política macroprudencial debe utilizar diversas herramientas.

- *Relaciones préstamo/valor:* Cada vez se está optando más por limitar estas relaciones para reducir el riesgo sistémico derivado de los ciclos de auge y caída en los mercados inmobiliarios. Al fijar un tope de préstamo muy inferior al valor de la propiedad se ayuda a limitar el apalancamiento de los hogares, y también se puede frenar el aumento de los precios de la vivienda y reducir la probabilidad de incumplimiento de los préstamos de mayor valor que la propiedad cuando el ciclo de la vivienda de un giro (FMI, 2011b). Suelen complementarse con relaciones deuda/ingresos que limitan la proporción del ingreso de los hogares destinado al servicio de la deuda.

- *Medidas para préstamos en moneda extranjera:* Los préstamos en moneda extranjera pueden limitar mucho la capacidad de reembolso de los prestamistas si esa moneda se aprecia y si no se han tomado precauciones al respecto. La amenaza de una apreciación agudiza el riesgo de crédito para los prestamistas ya que aumenta el costo de reembolso para los prestatarios. Entre las medidas macroprudenciales para reducir estos riesgos están los límites sobre la cartera de préstamos en moneda extranjera y otras restricciones focalizadas, como mayores requisitos de capital y relaciones préstamo/valor y deuda/ingreso más estrictas, adoptadas recientemente en varios países emergentes de Europa central y oriental.

- *Requisitos de liquidez:* Cuando el financiamiento es fácil de obtener, un aumento de los requisitos de activos líquidos (convertibles fácilmente en efectivo) permite crear reservas para cuando el financiamiento se agote, y también puede frenar las expansiones del crédito alimentadas por el financiamiento volátil y a corto plazo y reducir la dependencia peligrosa de ese

financiamiento. Nueva Zelandia y Corea adoptaron recientemente medidas de este tipo.

- Las autoridades también deben estar en condiciones de abordar el riesgo de quiebras individuales de instituciones financieras sistémicas. La mayoría de las herramientas están diseñadas para reducir el riesgo de quiebra de este tipo de instituciones. El Consejo de Estabilidad Financiera, órgano regulador internacional creado en 2009, anunció hace poco que varias instituciones financieras sistémicas —sobre todo bancos y grandes entidades de inversión con operaciones internacionales— estarán sujetas a requisitos de capital proporcionales con el nivel de riesgo que representan para el sistema financiero mundial. Esto ayudará a frenar el crecimiento de dichas instituciones y a prepararlas mejor para absorber pérdidas, pero también serán útiles otras herramientas para amortiguar el impacto de quiebras individuales de instituciones sistémicas. Por ejemplo, parecería muy aconsejable elevar los requisitos de capital de las instituciones que están expuestas a grandes entidades sistémicas, ya que esas exposiciones son los canales por los que se transmiten los efectos de la quiebra. La mayor transparencia con respecto a las exposiciones, incluidas las exposiciones entre instituciones financieras en los mercados de derivados, es otra herramienta que podría ayudar mucho a reducir la incertidumbre y el impacto general de las quiebras individuales de instituciones sistémicas. Esas incertidumbres fueron las que contribuyeron al congelamiento de los mercados financieros tras el colapso de Lehman.

Políticas macroprudenciales eficaces

La política macroprudencial está en una etapa incipiente de implementación, y su plena entrada en vigor depende de que se aborden tres cuestiones clave:

- Reconstruir, o perfeccionar, los fundamentos institucionales.

- Diseñar un marco analítico para vigilar y evaluar eficazmente los riesgos sistémicos, a fin de definir las medidas adecuadas.

- Establecer la cooperación internacional.

Fundamentos institucionales: El diseño de los fundamentos institucionales de las políticas macroprudenciales debe depender de las circunstancias de cada país y los diferentes puntos de partida institucionales, pero ciertos objetivos generales son aplicables a todos los países: promover la detección eficaz de los riesgos emergentes; crear incentivos fuertes para la toma de medidas oportunas y eficaces frente a esos riesgos; y facilitar la coordinación de todas las políticas que inciden en el riesgo sistémico (Nier *et al.*, 2011).

A tales efectos, se deben evitar las estructuras complejas y demasiado fragmentadas. Si hay muchos participantes, los silos y las rivalidades institucionales pueden dificultar la detección y mitigación del riesgo sistémico, socavando la eficacia de las políticas macroprudenciales. Además, para crear incentivos fuertes, el marco debe identificar a la autoridad encargada y asignarle un mandato claro y facultades acordes, para responsabilizarla del logro de los objetivos.

Los bancos centrales independientes siempre deben desempeñar un papel importante. No solo deben tener conocimientos

de evaluación de riesgo sino que, como prestamistas de última instancia de instituciones con problemas de liquidez, deben estar motivados para combatir oportunamente la acumulación de riesgos. Un banco central fuerte también permite la coordinación con la política monetaria, que determina las condiciones generales de la demanda y oferta de crédito. La participación del gobierno es útil para garantizar el apoyo de la política tributaria y para facilitar cambios legislativos que podrían mitigar el riesgo sistémico, como la creación de una entidad que regule a los prestamistas no bancarios y a otras instituciones sistémicas. Pero el gobierno es un ente político, y su participación intensa puede entrañar riesgos, ya que los gobiernos suelen oponerse a las medidas macroprudenciales en épocas de prosperidad, que por lo general es cuando más se necesitan.

Medición del riesgo sistémico: También es muy importante la creación de un marco analítico eficaz que permita detectar riesgos sistémicos tempranamente e incentivar la toma de medidas macroprudenciales oportunas y adecuadas. Se ha intentado elaborar un solo indicador del riesgo sistémico general que podría activar instrumentos macroprudenciales. Una estadística así sería muy atractiva porque sería fácil de comunicar y de usar para medir la eficacia de las políticas, pero hasta ahora la búsqueda ha sido infructuosa.

Las autoridades más bien están inclinándose por un conjunto de indicadores (FMI, 2011c) en reconocimiento de que el riesgo sistémico no es unidimensional. Al contar con más datos, a las autoridades les será más fácil determinar qué herramienta o combinación de herramientas sería la más eficaz en cada caso. Por ejemplo, para captar el riesgo agregado se deben vigilar los riesgos generales de crédito, liquidez y mercado, así como su grado de concentración en determinados sectores, como vivienda o crédito de consumo. El análisis posterior de los riesgos ayuda a decidir qué política permitiría abordarlos de manera más eficaz.

La dimensión internacional: La coordinación internacional de las políticas macroprudenciales es necesaria dados la interconexión mundial de los sistemas financieros nacionales y el carácter transfronterizo de los servicios financieros. La coordinación es necesaria porque puede ser que el crédito del extranjero sea el factor que alimenta los auges de crédito y las burbujas de activos. La coordinación también aleja la posibilidad de que las instituciones sistémicas internacionales trasladen sus operaciones a la jurisdicción menos restrictiva, lo cual crearía conflictos entre países.

Las herramientas comunes y los acuerdos internacionales sobre su uso “recíproco” pueden facilitar la coordinación. Un buen ejemplo es la reserva de capital dinámica auspiciada por el Consejo de Estabilidad Financiera. Pero no está claro qué pasaría en el caso de que los países tuvieran que recurrir a herramientas que carecen de normas de reciprocidad. Este debería ser un tema central de las conversaciones internacionales a medida que evolucione el sistema financiero mundial.

No hay soluciones milagrosas

No existe una política macroprudencial que permita evitar todas las crisis. Se necesitan un prestamista de última instan-

cia sólido y flexible —por lo general un banco central— para aliviar los déficits temporales de liquidez y políticas creíbles para sanear o cerrar las instituciones financieras que quiebran. Además, la política macroprudencial no opera en vacío. Las políticas monetarias, tributarias y de gasto sólidas son esenciales para crear un entorno propicio para un sistema financiero saludable.

Por último, las autoridades deben ser conscientes de que la política macroprudencial, como cualquier otra política pública, entraña costos y puede presentar disyuntivas entre la estabilidad y la eficiencia. Por ejemplo, al exigir a las instituciones financieras mayores niveles de capital y liquidez, es posible que las autoridades mejoren la estabilidad del sistema, pero a costa de encarecer el crédito y quizá de reducir el crecimiento económico. El equilibrio entre estos beneficios y costos a menudo implicará la toma de decisiones muy difíciles. ■

Luis I. Jácome es Subjefe de División y Erlend Nier es Experto Principal del Sector Financiero del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Referencias:

Consejo de Estabilidad Financiera, Fondo Monetario Internacional y Banco de Pagos Internacionales (CEF/FMI/BPI), 2009, “Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations”, informe a los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del G-20 (Basilea).

———, 2011, “Macroprudential Policy Tools and Frameworks”, informe de avance presentado al G-20 (Basilea: octubre).

Crockett, Andrew, 2000, “Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability”, discurso ante la Undécima Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios, 20 al 21 de septiembre (Basilea).

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2011a, “Macroprudential Policy: An Organizing Framework”, IMF Policy Paper (Washington).

———, 2011b, “Housing Finance and Financial Stability—Back to Basics?”, Global Financial Stability Report, capítulo 3 (Washington: abril).

———, 2011c, “Toward Operationalizing Macroprudential Policies: When to Act?”, Global Financial Stability Report, capítulo 3 (Washington: septiembre).

Lim, Cheng Hoon, Francesco Columba, Alejo Costa, Piyabha Kongsamut, Akira Otani, Saiyid Mustafa, Torsten Wezel y Xiaoyong Wu, 2011, “Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences”, IMF Working Paper 11/238 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Merrouche, Ouarda, y Erlend W. Nier, 2010, “What Caused the Global Financial Crisis? Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999–2007”, IMF Working Paper 10/265 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Nier, Erlend W., 2011, “Macroprudential Policy—Taxonomy and Challenges”, National Institute Economic Review, vol. 216, No. 1, págs. R1–R15.

———, Jacek Osiński, Luis I. Jácome y Pamela Madrid, 2011, “Institutional Models for Macroprudential Policy”, IMF Staff Discussion Note 11/18 (Washington: Fondo Monetario Internacional).