

RESUMEN GENERAL

Los acontecimientos de los últimos seis meses han puesto de manifiesto la fragilidad del sistema financiero mundial y han generado interrogantes de fondo acerca de la eficacia de la respuesta de las instituciones de los sectores público y privado. Si bien la situación aún está evolucionando, en la edición de abril de 2008 del *Global Financial Stability Report* (GFSR) se evalúan los factores de vulnerabilidad a los que se enfrenta el sistema financiero y se presentan conclusiones y enseñanzas preliminares en materia de política. Algunas de las observaciones básicas del análisis son las siguientes:

- Hubo una falla colectiva a la hora de dimensionar el grado de apalancamiento de las diversas instituciones —bancos, aseguradores monolínea, entidades respaldadas por el gobierno, fondos de inversión libre (*hedge funds*)— y de los riesgos relacionados con una corrección desordenada.
- La gestión del riesgo del sector privado, la divulgación de datos, la supervisión del sector financiero y la regulación estuvieron siempre a la zaga de la rápida innovación y transformación de los modelos empresariales, y eso dejó margen para la toma de riesgos excesivos, las suscripciones inadecuadas, los descaldes de vencimientos y la inflación de los precios de los activos.
- Se sobreestimó el traslado de los riesgos fuera de los balances de los bancos. Conforme los riesgos han ido materializándose, los balances de los bancos han vuelto a verse sometidos a enormes presiones.
- Pese a las intervenciones sin precedentes de los principales bancos centrales, los mercados financieros permanecen bajo una tensión considerable, agudizada

ahora por el empeoramiento del entorno macroeconómico, la capitalización deficiente de las instituciones y un desapalancamiento generalizado.

En suma, las presiones sobre el sistema financiero mundial sin duda se han incrementado desde la publicación del GFSR de octubre de 2007, y los riesgos que amenazan la estabilidad financiera siguen siendo elevados. Las preocupaciones sistémicas están exacerbadas por el deterioro de la calidad del crédito, la disminución de las valoraciones de los productos de crédito estructurado y la falta de liquidez en el mercado que acompaña a un desapalancamiento generalizado en el sistema financiero. Ahora, el desafío fundamental para las autoridades consiste en actuar de inmediato para mitigar los riesgos de un ajuste aún más penoso; por ejemplo, elaborando planes de contingencia y de medidas correctivas y, al mismo tiempo, abordando las causas de la turbulencia actual.

Capítulo 1. Evaluación de los riesgos que amenazan la estabilidad financiera mundial

En el capítulo 1 se documenta la forma en que la crisis se está extendiendo más allá del mercado estadounidense de préstamos de alto riesgo (*subprime*), concretamente, a los mercados inmobiliarios residenciales y comerciales de primera clase, al crédito de consumo y a los mercados de crédito empresarial de alta y baja calidad. El epicentro de la crisis sigue siendo Estados Unidos, habida cuenta de que el mercado de préstamos de alto riesgo de ese país fue el que dio origen a las normas de crédito menos estrictas y el primero en sufrir las complicaciones derivadas de los productos de crédito estructurado. Pero las instituciones financieras de otros países también se han visto afectadas por la misma liberalidad excesiva de las condiciones financieras mundiales, y —en grados distintos— por las deficiencias de los sistemas de gestión del riesgo y de la supervisión prudencial. Los países industriales donde los

precios de la vivienda están inflados en relación con los parámetros fundamentales de la economía o donde los balances de las empresas o los hogares soportan más presión también están expuestos a riesgos.

Los países de mercados emergentes hasta ahora han demostrado su capacidad de resistencia en general. Empero, algunos de ellos siguen siendo vulnerables a una retracción del crédito, sobre todo en los casos en que el crecimiento del crédito interno ha dependido de fondos externos y en los que es necesario financiar ingentes déficits en cuenta corriente. Los mercados de títulos de deuda, en particular los de deuda empresarial externa, han sentido el efecto de la turbulencia en las economías avanzadas y sus repercusiones alcistas en los costos de financiamiento, y no es posible descartar nuevos shocks en el apetito de riesgo de los inversionistas en activos de los mercados emergentes en el caso de que se deterioren las condiciones financieras.

Las pérdidas provocadas por el deterioro del crédito y las ventas forzadas, así como por el menor crecimiento de las ganancias, han planteado una difícil prueba a los balances de los bancos y de las instituciones financieras no bancarias. En el capítulo 1 se reexamina y se amplía el análisis efectuado en el GFSR de octubre de 2007 sobre las pérdidas ocasionadas por los préstamos de alto riesgo, y se proyecta que el descenso de los precios de la vivienda y el aumento de la morosidad de las hipotecas en Estados Unidos podrían hacer que el total de pérdidas vinculadas al mercado de hipotecas residenciales y a las titulizaciones conexas sea de aproximadamente US\$565.000 millones, incluida la desvalorización prevista de los préstamos de alto riesgo. Si se suman otras categorías de préstamos originados y valores emitidos en Estados Unidos y vinculados a inmuebles comerciales, créditos de consumo y empresas, las pérdidas potenciales agregadas ascienden a alrededor de US\$945.000 millones. Si bien están

basadas en datos imprecisos sobre exposición crediticia y valoración, estas estimaciones hacen pensar que es posible que aumente la presión sobre el capital de los bancos y que se registren nuevas pérdidas contables. Además, si se incluyen las pérdidas de las instituciones financieras no bancarias, como los aseguradores monolínea de bonos, surge el peligro de que el sistema bancario sienta nuevas repercusiones conforme continúe el desapalancamiento. Por otro lado, el riesgo de litigios por incumplimiento de contratos también está en aumento.

Las secuelas macroeconómicas también son una preocupación creciente. Los menores capitales de reserva y la incertidumbre acerca de la magnitud y la distribución de las pérdidas de los bancos, además de los ciclos normales del crédito, probablemente incidirán mucho en los préstamos de los hogares, las inversiones de las empresas y los precios de los activos, y eso a su vez repercutirá en el empleo, el crecimiento del producto y los balances. Esta dinámica podría ser más marcada que en anteriores ciclos del crédito, en vista del grado de titulización y apalancamiento del sistema financiero. Está claro entonces que la actual turbulencia no es una mera circunstancia relacionada con la liquidez, sino más bien un reflejo de fragilidades fundamentales en los balances y de una capitalización deficiente, y eso significa que los efectos van a ser más amplios, profundos y prolongados.

Las políticas macroeconómicas tendrán que ser la primera línea de defensa frente a los riesgos de deterioro de la situación económica, pero las estrategias de las autoridades deben abordar frentes más amplios. Un desafío clave consiste en garantizar que las grandes instituciones financieras de importancia sistémica sigan saneando sin demora sus balances mediante la captación de capital y financiamiento a mediano plazo —aun si hacerlo ahora supone costos más altos— para estimular la confianza y evitar un mayor menoscabo de los canales de crédito. Ya están en camino flujos de capital provenientes de varios inversionistas,

entre ellos los fondos soberanos de inversión, pero probablemente se necesitará una mayor afluencia de capital para ayudar a recapitalizar las instituciones.

Además de haber adoptado políticas monetarias mucho más acomodaticias, los principales bancos centrales también han inyectado liquidez a los mercados monetarios con diversos vencimientos para garantizar su bien funcionamiento. Estas medidas, en algunos casos coordinadas entre los bancos centrales, se han visto facilitadas por el fortalecimiento de los procedimientos operativos de las instituciones. La evolución reciente hace pensar que en el futuro los bancos centrales tienen que reflexionar más a fondo sobre la forma en que la política monetaria puede haber propiciado la falta de disciplina en el crédito, y tendrán que mejorar los instrumentos que utilizan para aliviar las tensiones de liquidez en el sistema financiero, que hoy está más globalizado. Sin embargo, la prioridad inmediata para las autoridades de algunos países de mercados emergentes es abordar los factores de vulnerabilidad que generan inestabilidad sistémica, de manera que se reduzcan a un mínimo el riesgo moral y los posibles costos fiscales. Además de examinar las causas subyacentes, será importante considerar los incentivos del sector privado y las estructuras de remuneración, para alejar la posibilidad de que se repita una acumulación similar de factores de vulnerabilidad.

Capítulo 2: Financiamiento estructurado: Cuestiones de valoración y divulgación de datos

La proliferación de nuevos y complejos productos, mercados y modelos comerciales de financiamiento estructurado exponen al sistema financiero a perturbaciones en el flujo de fondos y a crisis de confianza. En el capítulo 2 se investiga con cierto detalle cómo y por qué

este conjunto de instrumentos ha tenido un efecto tan perjudicial en la estabilidad financiera. Concretamente, se examina en qué forma las prácticas contables y de valoración de los productos de crédito estructurado —tanto en el punto de originación como en etapas posteriores— inciden en la estabilidad financiera. Se analiza asimismo cómo incide en los balances de los bancos la determinación de los precios en el mercado durante las crisis o la poca profundidad de los mercados. Dado que las agencias calificadoras de riesgo crediticio siguen desempeñando un papel clave en la estructuración y valoración de estos productos, en el capítulo se examina cómo se elaboran las calificaciones y se recomiendan mejoras de los modelos de calificación que usan las agencias.

Además de la incertidumbre que rodea a la valoración y la contabilidad de los productos de crédito estructurado, el modelo en que se basa su financiamiento parece haber tenido fallas. Con frecuencia la canalización y el financiamiento de estos instrumentos se realizaron mediante entidades asociadas a los bancos pero desvinculadas de sus balances, como los vehículos de inversión estructurada (SIV, por sus siglas en inglés) y las sociedades instrumentales (*conduits*). En la segunda parte del capítulo 2 se estudian los incentivos comerciales y regulatorios para la creación de estas entidades jurídicas y la razón por la que sus riesgos escaparon a los sistemas bancarios de gestión de riesgo, es decir que el perímetro fragmentado de consolidación del riesgo evidentemente fue demasiado estrecho para realizar una evaluación adecuada de los riesgos. Los descalces de vencimientos entre activos y pasivos son habituales en las operaciones de los bancos, pero en el caso de los SIV y las sociedades instrumentales con un alto grado de apalancamiento esos descalces fueron extremos. Las entidades recurrieron en forma excesiva a los mercados mayoristas para obtener financiamiento, y eso hace pensar que las tensiones surgidas se debieron al efecto

combinado de incentivos adversos y falta de transparencia. Puede también deducirse que si los riesgos se asignaran al sector en que se originan y si se mantuvieran montos adecuados de capital para protegerse de ellos, estas entidades —al menos en su forma actual— quizá serían mucho menos viables como modelos empresariales.

Capítulo 3. Iliquidez de mercado y de financiamiento: Cuando el riesgo privado pasa a ser público

Al dejar la crisis de ser solo un problema de financiamiento para los SIV y las sociedades instrumentales y transformarse en una contracción generalizada de liquidez interbancaria, se vieron envueltos en ella los sistemas de gestión del riesgo de liquidez dentro de los bancos. En el capítulo 3 se estudia el nexo entre la liquidez de mercado (la posibilidad de comprar y vender un activo con una pequeña variación del precio aparejada) y la liquidez de financiamiento (la posibilidad de que una institución solvente efectúe puntualmente los pagos convenidos). Se observa que algunos instrumentos nuevos pueden haber acrecentado la posibilidad de que se produjeran “espirales de liquidez” adversas en las que la iliquidez de mercado origina iliquidez de financiamiento y viceversa. El análisis empírico respalda la noción de que las relaciones entre la liquidez de financiamiento y de mercado, tanto dentro de Estados Unidos como en las economías maduras, se han intensificado durante el período de la crisis, mientras que con anterioridad al verano boreal de 2007 tales vinculaciones eran prácticamente inexistentes. Las correlaciones entre los precios de varios instrumentos de deuda de mercados emergentes y deuda soberana y los mercados de financiamiento de

Estados Unidos también registran aumentos pronunciados durante la crisis, lo que indicaría que esos mercados financieros siguen estando muy interconectados en épocas de crisis.

En el capítulo 3 se señala que las tendencias relativas a la situación de los bancos grandes en los países avanzados muestran que esas instituciones tienen menos protección ante eventuales crisis de liquidez que en el pasado. La dependencia del financiamiento mayorista y el contexto financiero favorable permitieron que las empresas financieras adoptaran una actitud más confiada y menos exigente en materia de sistemas de gestión del riesgo de liquidez y que se “infra-asegaran” contra tal eventualidad, pasando en cambio a depender más de la intervención del banco central para resolver sus problemas de liquidez. De manera similar, los supervisores bancarios se habían concentrado en la aplicación del Acuerdo de Capital Basilea II, y solo recientemente el Comité de Basilea había vuelto a examinar las cuestiones relativas al riesgo de liquidez.

La menor liquidez existente en los mercados de financiamiento ha inducido una intervención sin precedentes de los bancos centrales para aliviar las tensiones del mercado interbancario de dinero. En el capítulo 3 se evalúa el éxito de tales esfuerzos, examinándose en particular las medidas adoptadas por la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra. La capacidad de suministrar liquidez a una amplia variedad de contrapartes usando un conjunto relativamente diverso de garantías coadyuvó a la eficacia de las operaciones emprendidas por el BCE. La Reserva Federal debió modificar sus procedimientos para dar liquidez a los bancos que la necesitaban y atenuar el estigma asociado a la utilización de un mecanismo más ampliamente disponible como es la ventanilla de descuento. El servicio de subasta de fondos a plazo (*Term Auction Facility*) ha funcionado mejor, y recientemente se han establecido otros mecanismos para contener más las

presiones de liquidez. En el capítulo 3 se procura medir empíricamente la eficacia del respaldo de liquidez para situaciones de emergencia y se señala que las medidas tomadas por la Reserva Federal y el BCE sirvieron para reducir la volatilidad de las tasas de interés en el mercado monetario, aunque su impacto en el nivel de los diferenciales parece haber sido pequeño.

Conclusiones e iniciativas de política económica

Aunque el crecimiento y la prosperidad de los años recientes brindaron una cabal ilustración de los beneficios de la innovación financiera, los acontecimientos de los últimos ocho meses pusieron de manifiesto que también existen costos. Los productos de transferencia del riesgo crediticio —innovaciones cuyo objetivo era lograr una amplia dispersión del riesgo— no siempre fueron utilizados para trasladar el riesgo hacia aquellos más capaces de soportarlo. De hecho, una sorprendente cantidad de riesgos ha vuelto al sistema bancario, desde donde supuestamente se lo había transferido. Aun cuando en el GFSR y en otras fuentes se advirtió acerca de la existencia de un mayor apalancamiento incorporado en los nuevos instrumentos crediticios estructurados y una mayor asunción de riesgos, los bancos (y otras instituciones financieras) parecen ahora estar mucho más apalancados de lo que la mayoría había previsto. Por otra parte, la regulación y la supervisión de esos nuevos instrumentos y técnicas no acompañaron el ritmo de su evolución.

Lo que sigue es una serie de recomendaciones para el corto y el mediano plazo atinentes a la situación actual. Varios otros grupos y foros —como el Foro sobre Estabilidad Financiera, el Foro Conjunto y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea— están

elaborando simultáneamente sus propias normas y directrices detalladas, gran parte de las cuales probablemente abordarán cuestiones prácticas a un nivel más profundo que las recomendaciones propuestas a continuación.

A corto plazo...

El desafío inmediato consiste en reducir la duración y la gravedad de la crisis. La máxima prioridad debe ser la adopción de medidas que reduzcan la incertidumbre y refuercen la confianza en los sistemas financieros de los mercados maduros. El sector privado puede avanzar en algunos aspectos sin necesidad de una regulación formal. En otros, donde el carácter de bien público que reviste el problema impide que la solución sea puramente privada, se requerirá la participación del sector oficial.

Los ámbitos en los que la contribución del sector privado podría ser útil son los siguientes:

- **Divulgación de información.** Si se informa al público de manera oportuna y coherente acerca de la exposición de las carteras y los métodos de valoración, particularmente en el caso de productos crediticios estructurados y otros activos ilíquidos, se contribuirá a atenuar la incertidumbre en cuanto a las posiciones de las instituciones financieras reguladas.
- **Saneamiento de los balances bancarios.** El castigo contable de los activos, emprendido tan pronto se cuente con estimaciones razonables de la magnitud de las pérdidas, contribuirá a depurar los balances de los bancos. Las instituciones insuficientemente capitalizadas deberán tratar de inmediato de

obtener nuevas participaciones de capital y financiamiento a mediano plazo, aun cuando el costo de hacerlo aparentemente sea elevado.

- **Gestión global del riesgo.** Sería útil que las instituciones divulguen las estrategias globales encaminadas a corregir las fallas de gestión del riesgo que puedan haber contribuido a generar pérdidas y problemas de liquidez. Es preciso mejorar las estructuras de gobierno y la integración de la gestión de diferentes tipos de riesgos en los diversos ámbitos internos de cada institución. La gestión del riesgo de contraparte ha vuelto a surgir como un problema por resolver. Deberá concluirse una reevaluación de los avances logrados en la última década y de las brechas que aún persisten (quizás estructuras inadecuadas de información o de gestión del riesgo).
- **Estructuras de remuneración gerencial.** Es necesario tomar medidas para corregir aquellos incentivos que induzcan a los altos directivos de las instituciones financieras que captan depósitos a operar en función de horizontes más breves. Idealmente, en esas instituciones financieras reguladas las remuneraciones deben ofrecer incentivos para corregir en una etapa temprana los defectos de la gestión del riesgo, prever la constitución de reservas de capital y de liquidez y, en general, tomar decisiones que acrecienten la viabilidad de la empresa en el largo plazo a fin de reducir los riesgos sistémicos.

Los ámbitos en los que las medidas oficiales a corto plazo serían más provechosas son los siguientes:

- **Tratamiento uniforme.** Junto con los auditores, los supervisores pueden fomentar la transparencia y garantizar un tratamiento uniforme de los títulos de difícil valoración, de modo de reducir al mínimo las discrepancias de contabilización y valoración entre las instituciones financieras mundiales. Los supervisores deben poder evaluar la robustez de los modelos utilizados por las entidades reguladas para determinar la valoración de su cartera. Quizá sea necesario reconocer en términos más formales cierto margen de flexibilidad respecto de la aplicación estricta de la norma del valor razonable (*fair value*) durante situaciones difíciles.
- **Supervisión más intensa.** Los supervisores deberán evaluar mejor la suficiencia de capital en relación con riesgos que quizá no estén contemplados en el Pilar 1 del marco del Acuerdo de Capital Basilea II. Podría dedicarse más atención a garantizar que los bancos tengan un sistema apropiado de gestión del riesgo (incluso para los riesgos de mercado y de liquidez) y una sólida estructura interna de gobierno. Cuando los supervisores no estén convencidos de que se están gestionando correctamente los riesgos o de que se cuenta con planes de contingencia adecuados, deben poder insistir en la necesidad de incrementar las reservas de capital y liquidez.
- **Informes especiales sobre estabilidad.** Para contribuir a reducir la incertidumbre y corregir las percepciones negativas del público, especialmente en el contexto actual de títulos crediticios estructurados ilíquidos y difíciles de

valorar, podría ser conveniente emitir informes especiales sobre estabilidad.

Esos informes podrían basarse en la información pertinente de los organismos de supervisión, evaluar objetivamente los riesgos actuales y destacar los planes encaminados a abordar los factores de vulnerabilidad en los países respectivos.

- **Medidas anticipadas para la resolución de instituciones en dificultades.** El sector público debe prepararse activamente para abordar de inmediato las presiones que soportan las instituciones financieras en dificultades. En tales casos, quizá se justifique la adopción inmediata de medidas correctivas o la intervención.
- **Planes públicos para los activos desvalorizados.** Es aconsejable que las autoridades nacionales elaboren planes de contingencia en caso de haber grandes volúmenes de activos desvalorizados cuyo castigo contable pudiera desencadenar una dinámica adversa y fuertes efectos negativos en la economía real. La modalidad de tales planes diferirá entre los distintos países y sectores, pero sería útil emular los casos exitosos en que se logró impedir la liquidación de activos desvalorizados a precios muy descontados.

En el caso de los países de mercados emergentes, las medidas de política deben centrarse en disminuir la vulnerabilidad a los efectos en cadena originados en los mercados maduros. Específicamente, los bancos de los países que experimentan un rápido crecimiento del crédito financiado por fuentes externas deberán elaborar planes de contingencia sólidos y realistas para enfrentar la eventual disminución de tal financiamiento. Los países que han recurrido al financiamiento externo deben prever que surgirán presiones internas si la liquidez internacional se vuelve escasa. Convendría que los supervisores de los mercados financieros

en aquellos lugares en que los precios de las viviendas hayan experimentado alzas abruptas volvieron a examinar de qué manera se podrían tratar los embargos hipotecarios y si el marco jurídico es conducente a una corrección suave de los excesos. Casi todos los países de mercados emergentes deben revisar la fiabilidad y el grado de detalle de la información que las instituciones financieras divulgan al público y la robustez de su marco contable, ya que la incertidumbre acerca de la solidez de las principales instituciones financieras engendra inestabilidad en el sector. Los supervisores, reguladores y bancos centrales de los mercados emergentes deben analizar sus propios planes de contingencia, especialmente los previstos ante cualquier alteración de las condiciones de liquidez. Es necesario adoptar medidas con los supervisores nacionales de las casas matrices de los bancos extranjeros para coordinar dichos planes y la supervisión continua.

A mediano plazo...

A mediano plazo se requieren cambios más fundamentales. Las autoridades de política económica deberían evitar una solución apresurada por la vía de la regulación, especialmente una regulación que limite excesivamente las innovaciones o que exacerbe los efectos de la compresión actual del crédito. Asimismo, el Acuerdo de Capital Basilea II, si se lo aplica de manera rigurosa, ya crea oportunidades de mejora en el sector bancario. Sin embargo, algunas áreas requieren un examen más profundo, sobre todo en lo que respecta a los productos financieros estructurados y al tratamiento de las entidades fuera del balance, lo cual hace necesarios mayores ajustes a los marcos regulatorios.

Dado su papel en la crisis, el financiamiento estructurado y las operaciones de titulización basadas en el modelo de “originación y distribución” exigen un examen detenido

de los aspectos que hay que corregir. Es importante destacar que el problema no fue la titulización en sí misma, sino más bien una combinación de normas poco rigurosas de originación de préstamos en el mercado hipotecario de Estados Unidos, el avance concomitante de las operaciones de titulización hacia estructuras cada vez más complejas y difíciles de comprender y garantizadas por activos de calidad decreciente, y un entorno financiero favorable en el que se infravaloraron los riesgos. En retrospectiva, no se asignó suficiente capital para cubrir estos riesgos. En el capítulo 2 no se pretende analizar a fondo los factores que incentivaron el crecimiento explosivo del financiamiento estructurado que dio lugar a la crisis, pero sí pueden extraerse algunas recomendaciones preliminares.

Al sector privado le convendría avanzar en los siguientes frentes:

- **Estandarización de ciertos componentes de los productos financieros estructurados.** Esto podría ayudar a que los participantes del mercado entendieran mejor los riesgos, promover el desarrollo de un mercado secundario con más liquidez y facilitar la comparación de valoraciones. La estandarización asimismo podría facilitar la creación de un sistema de compensación mutua de los riesgos de contraparte derivados de los productos de este tipo negociados de manera extrabursátil.
- **Transparencia en la originación del producto y en etapas posteriores.** Los inversionistas estarán en mejores condiciones para evaluar el riesgo de los productos titulizados si reciben información más oportuna, completa y adecuada acerca de los activos subyacentes y la sensibilidad de la valoración frente a los distintos supuestos.

- **Reforma de los sistemas de calificación.** En el GFSR de abril de 2006 se recomendó una escala de calificación diferenciada para los productos de crédito estructurado. Además, para que adquiriera significado, la escala ha de llevar información adicional sobre la vulnerabilidad de los productos a una rebaja en la calificación. Esta medida puede exigir una reevaluación del tratamiento que reciben los valores calificados en la regulación y la supervisión.
- **Transparencia y divulgación de datos.** Los originadores deben proporcionar a sus inversionistas de manera puntual y periódica información agregada y pertinente sobre los riesgos fundamentales derivados de las entidades fuera del balance. La información debe abarcar, entre otros aspectos, la forma en que las instituciones usan instrumentos de mitigación del riesgo de crédito, como los seguros, y el grado en que los riesgos atañen al patrocinador, sobre todo cuando se presentan dificultades. En términos más generales, los organismos normativos y reguladores deberían considerar la convergencia internacional de las prácticas de divulgación de datos (por ejemplo, frecuencia y contenido).

El sector oficial debe examinar los siguientes ámbitos en los que la aplicación de diversas normas puede tener consecuencias sistémicas.

- **Más atención a las consecuencias de las reglas de valor razonable.** Será necesario examinar minuciosamente las posibilidades de que se produzcan ventas forzadas cuando el valor razonable caiga por debajo de un umbral determinado. Sería útil disponer de herramientas para incitar a las empresas a examinar los elementos en que se basan las valoraciones sin que estén

obligadas a efectuar ventas. Hay que reexaminar el grado en que las regulaciones o las pautas de supervisión recomiendan o exigen la “activación” de las ventas en función del valor razonable. La supervisión prudencial tiene por objeto evaluar la fiabilidad de los diversos métodos con que se determina el valor razonable, en especial cuando se utiliza un método de valoración según un modelo. A la hora de recomendar prácticas y pautas contables, los organismos normativos deberán tener cada vez más en cuenta las implicaciones para la estabilidad financiera.

- **Incentivos para la creación de SIV y sociedades instrumentales.** En principio, el marco de Basilea II ofrece menos incentivos que el de Basilea I para la transferencia de los riesgos a estas entidades con el fin de reducir las exigencias de capital establecidas por la reglamentación. Sin embargo, será necesario que los supervisores nacionales efectúen una aplicación más estricta de Basilea II, valiéndose quizá de pautas más firmes con respecto a las condiciones que gobiernan la transferencia de riesgos y el suministro adecuado de alivio de capital. Los organismos contables, en cooperación con los supervisores, deben reexaminar las reglas de consolidación para corregir los factores que pueden incentivar la falta de transparencia de las actividades y los riesgos que no figuran en los balances.
- **Supervisión más estricta de los originadores de hipotecas.** En Estados Unidos debería considerarse la opción de ampliar el alcance de las notas de orientación de 2006 y 2007 sobre buenas prácticas de crédito para que se apliquen no solo a los bancos sino también a las instituciones no bancarias

originadoras de hipotecas. La coordinación de las labores de los distintos reguladores bancarios podría ser más eficiente si se corrigiera el problema de la fragmentación de los diversos organismos de control. Podría analizarse la posibilidad de crear mecanismos para que los originadores asuman una parte del riesgo financiero de los préstamos que conceden.

La gestión de la liquidez por parte de las instituciones financieras es otro aspecto en el que hubo deficiencias que contribuyeron a la crisis. Resulta ahora evidente que varios factores pudieron haber llevado a las instituciones financieras a no protegerse lo suficiente contra una eventual crisis de liquidez, y hay que remediar esta situación.

Las instituciones financieras pueden extraer varias enseñanzas importantes de la crisis:

- **Gestión del riesgo de liquidez.** Es necesario que las empresas incorporen en sus modelos de riesgo de mercado saltos más drásticos de los precios (*gapping*) y movimientos de la correlación, ajustando en la medida de lo posible los indicadores de riesgo. Las pruebas de tensión podrían mejorarse introduciendo períodos más largos de iliquidez de financiamiento y planes de contingencia reforzados. La manera en que las empresas gestionan la liquidez podría presentarse de manera más transparente a los inversionistas.
- **Supuestos más realistas sobre la liquidez de los valores estructurados complejos.** Las garantías constituidas por las empresas se basaron en valores altamente estructurados, y eso generó problemas durante la crisis. La presencia en los balances de una mayor cantidad de activos muy líquidos que puedan usarse como garantías facilitaría el acceso de las instituciones a fuentes de financiamiento durante períodos de tensión.

Por su parte, los reguladores y supervisores financieros tienen que asumir una función más activa a la hora de examinar aspectos relacionados con la gestión de la liquidez y las pautas relativas a la supervisión, así como al considerar otras mejoras de las reglamentaciones.

- **Fortalecimiento de las actuales pautas de liquidez internacionales.** El Grupo de Trabajo sobre Liquidez del Comité de Basilea ya está estudiando las formas en que puede reforzar la orientación que ofrece en este campo, y la pronta presentación del examen correspondiente será de utilidad. El uso de múltiples divisas para el financiamiento de los bancos con operaciones a escala mundial indica que la gestión de la liquidez en distintos países puede requerir una estrategia más unificada.
- **Evaluación de las prácticas óptimas.** Un seguimiento más adecuado de los avances en la aplicación de “prácticas óptimas” de gestión de la liquidez (por ejemplo las del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Foro Conjunto y el Instituto de Finanzas Internacionales) podría ayudar a evitar discrepancias entre las instituciones. Si los avances son insuficientes, podría ser necesario adoptar un sistema similar al Pilar 2, en virtud del cual los supervisores deben cerciorarse de que estén en funcionamiento sistemas adecuados de gestión de la liquidez de los bancos y de que estos dispongan de reservas de liquidez suficientes y hayan elaborado planes de contingencia.

Asimismo, es menester que las autoridades monetarias revisen sus prácticas operativas a la luz de la crisis. El episodio exigió inyecciones de liquidez sin precedentes en el mercado interbancario y el uso de instrumentos operativos hasta entonces inéditos. Ahora los bancos

centrales deberían converger hacia políticas que, durante la crisis, sirvieron para mejorar el funcionamiento de los mercados interbancarios y la distribución de liquidez. Esas políticas deberían abarcar los siguientes aspectos:

- **Gama más amplia de garantías.** Para ser ágiles, los bancos centrales tienen que poder operar con una gran diversidad de garantías, y quizá deberían llegar a un acuerdo sobre garantías que puedan depositarse en múltiples bancos centrales. Sin embargo, los bancos centrales tendrán que adoptar una sólida política de valoración de garantías para evitar asumir riesgos excesivos de crédito y liquidez en sus propios balances.
- **Grupos de contrapartes diversas.** Durante los períodos de calma los bancos centrales deberían conformar grupos de diversos bancos de contraparte que reúnan las condiciones para recibir inyecciones de liquidez durante los períodos de crisis. Modificar este grupo durante los períodos de tensión podría hacer pensar que ciertos bancos —que a lo mejor han conseguido nuevas garantías aceptables— están recibiendo un trato preferencial.
- **Estructura de vencimientos del suministro de liquidez.** Puede ser útil el uso de procedimientos operativos que permitan suministrar inyecciones de liquidez con distintos vencimientos. Sin embargo, si se altera el perfil de vencimientos del balance de un banco central se debe informar cómo esa decisión encaja en la estrategia de política monetaria.
- **Mejor coordinación entre los supervisores financieros.** Los bancos centrales y otros organismos encargados de supervisar a las instituciones financieras podrían estrechar sus lazos de interacción y reforzar el intercambio de

información para anticiparse mejor a los problemas de liquidez y de solvencia.

Los bancos centrales deben cerciorarse de tener acceso constante a la información de cada institución, para estar en condiciones de evaluar con independencia la salud financiera de las posibles contrapartes.

- **Responsabilidad y ejercicio de la supervisión.** Los supervisores deben disponer de suficiente autoridad legal y suficientes recursos. Por ejemplo, el margen de ambigüedad y de arbitraje es más amplio si las instituciones rinden cuentas a varios reguladores y supervisores. Por lo tanto, sería preferible que, con respecto a una institución determinada, las funciones de supervisión y fiscalización del cumplimiento se concentraran en un solo organismo. Asimismo, deberían reforzarse el intercambio de información y la coordinación entre dichos organismos a escala internacional.

En resumen, hay varios aspectos que precisan una mayor atención por parte del sector público y los agentes del sector privado. El Fondo Monetario Internacional, por su parte, puede promover aún más activamente las prácticas óptimas que deberían usarse para gestionar las crisis financieras y la liquidez de los bancos. Estas cuestiones se abordan en los Programas de Evaluación del Sector Financiero del FMI, y se redoblarán los esfuerzos para incorporarlas en el asesoramiento sobre políticas que el FMI brinda a escala bilateral y multilateral.

La crisis aún no ha tenido un desenlace, y por eso las enseñanzas son por ahora incompletas. Sin embargo, algunas cuestiones necesitan atención urgente, y una de las prioridades debe ser el reestablecimiento de la confianza en las instituciones financieras. En cuanto a otras cuestiones, será necesario reflexionar más sobre ellas y estudiarlas más a fondo

para reducir a un mínimo las secuelas imprevistas de las regulaciones y las prácticas de supervisión.

Nota de prensa del capítulo 2:
Financiamiento estructurado: Cuestiones de valoración y divulgación de datos
Informe sobre la estabilidad financiera mundial (informe GFSR), abril de 2008

Temas centrales

- **Las deficiencias en la valoración y la divulgación de información de los productos financieros estructurados han incidido en la profundidad y la duración de la actual crisis financiera, con la consiguiente grave escasez de fondos y de confianza.**
- **En muchos casos los inversionistas infravaloraron los riesgos subyacentes de estos complejos productos estructurados, y se abstuvieron de aplicar procedimientos adecuados de diligencia debida y dependieron excesivamente de las estimaciones de las agencias calificadoras del riesgo crediticio.**
- **El perímetro de riesgo de las instituciones financieras (es decir, la estimación del riesgo de las actividades de una institución) no abarcó en forma adecuada las exposiciones crediticias de las entidades fuera de los balances, como los vehículos de inversión estructurada o las sociedades instrumentales de efectos comerciales.**
- **Las recomendaciones de política deben estar encaminadas a subsanar las deficiencias y las fallas de los marcos contables y reglamentarios, pero sin inhibir la innovación financiera y el funcionamiento fluido de los mercados.**

La crisis financiera que se desató a finales de julio de 2007 dejó al descubierto las deficiencias subyacentes de los nuevos y complejos productos financieros estructurados y de los mercados, modelos empresariales y marcos reglamentarios que permiten su negociación. La crisis generó una considerable incertidumbre en torno a la valoración contable de los activos financieros; la exposición crediticia de las instituciones financieras, incluida la relacionada con los riesgos fuera del balance; y la consiguiente inseguridad prolongada con respecto a las contrapartes y la solidez de sus balances.

El capítulo se centra en dos factores básicos que contribuyeron a la turbulencia financiera. En primer lugar se examinan las prácticas contables y de valoración de los productos financieros estructurados. En segundo lugar se analizan los incentivos comerciales y regulatorios que estimularon el rápido desarrollo de estos productos, tomando como punto de referencia las prácticas de gestión de riesgo de las instituciones financieras. Además, en vista de que la calificación de riesgo y la estructura de estos productos dependen mucho de las estimaciones de las agencias de calificación del riesgo, se examinan las metodologías que estas utilizan para elaborar las calificaciones.

Se detectaron fallas y deficiencias potenciales en todos estos aspectos. En primer lugar, la experiencia reciente demuestra que la aplicación de principios de contabilidad de valor

razonable puede provocar una mayor caída de los precios cuando existen disposiciones (ya sea establecidas por las propias instituciones financieras o por los reguladores) que exigen la venta de los activos si el valor razonable (o de mercado) cae por debajo de un umbral determinado. En segundo lugar, las instituciones financieras constituyeron entidades jurídicas fuera de sus balances, como los vehículos de inversión estructurada (SIV) y las sociedades instrumentales de efectos comerciales, y no abordaron los riesgos conexos. El perímetro de consolidación del riesgo de los bancos fue evidentemente demasiado estrecho para realizar una evaluación adecuada de los riesgos, que carecieron de transparencia ante los inversionistas y los reguladores. El Acuerdo de Capital Basilea II aborda muchas de estas deficiencias regulatorias, pero no todas. Además, los umbrales basados en el valor razonable y los requisitos de Basilea II son de carácter procíclico, y sus efectos podrían potenciarse mutuamente y agravar la desaceleración de la economía.

En el capítulo se presentan varias implicaciones para las políticas y se recomiendan iniciativas para el sector privado, algunas de las cuales ya están en consideración.

Recomendaciones para el sector privado:

- **El establecimiento de normas para ciertos productos financieros titulizados** podría ayudar a los inversionistas a comprender mejor los riesgos y podría promover la liquidez mediante el desarrollo de un mercado secundario. La normalización también podría facilitar la creación de sistemas de compensación mutua de los riesgos de contraparte relacionados con estos tipos de productos extrabursátiles.
- Además de **un sistema de calificación diferenciado para los productos crediticios estructurados**, las agencias calificadoras de riesgo deberían proporcionar a los inversionistas información más analítica sobre la sensibilidad potencial de las calificaciones.
- **Se necesita transparencia en el punto de origen del producto**, lo cual comprende el suministro de información suficiente y asequible que permita a los inversionistas comprender mejor los riesgos del producto, tales como los activos subyacentes, los supuestos de valoración y la sensibilidad a las variaciones.
- **Las instituciones financieras que retienen los riesgos de las entidades fuera del balance deberían divulgar la información agregada en forma periódica y puntual**, incluidos los datos sobre volumen y sobre sensibilidad a los riesgos de crédito, mercado y liquidez, así como las variaciones de la exposición a estos riesgos a lo largo del tiempo.

Recomendaciones de política pública:

- **Deben corregirse las deficiencias de la aplicación de los resultados de la contabilidad de valor razonable.** Es necesario examinar las reglas que activan las ventas forzadas cuando el valor razonable cae por debajo del umbral determinado.

Hay que reexaminar el grado en que las regulaciones o las pautas de supervisión recomiendan o exigen la “activación” de las ventas en función del valor razonable.

- **El perfeccionamiento y la aplicación minuciosa del Acuerdo de Capital Basilea II ayudarían a crear un marco con menos deficiencias.** En el capítulo se propone hacer más hincapié en el Pilar III sobre vigilancia del mercado y suministro de información fiable a los inversionistas y reguladores; y ampliar las pautas para los supervisores enunciadas en el Pilar II con respecto a la transferencia del riesgo de crédito fuera de los balances y las pautas del Pilar I sobre la revisión de las ponderaciones de los riesgos de las líneas de crédito contingente.

Nota de prensa del capítulo 3:

Iliquidez de mercado y de financiamiento: Cuando el riesgo privado pasa a ser público
Informe sobre la estabilidad financiera mundial (informe GFSR), abril 2008

Temas centrales

- **La actual crisis ha dado lugar a interacciones complejas entre las presiones que inciden sobre la liquidez de financiamiento y de mercado. La mutua potenciación de estos factores ha desencadenado una espiral de iliquidez.**
- **La favorable coyuntura financiera de los últimos años llevó a muchas empresas a descuidar la gestión del riesgo de liquidez, dado que dependían de las fuentes de financiamiento mayorista. Las empresas se “infraseguraron” frente a una eventual iliquidez generalizada del sistema, y de forma implícita confiaron en la intervención del banco central para cubrir sus necesidades de liquidez.**
- **Las empresas tienen que tomar más en serio la gestión del riesgo de liquidez. Concretamente, hay que incrementar el rigor de las pruebas de tensión, y los supervisores deben cerciorarse de que las empresas puedan soportar períodos largos sin acceso a los mercados de financiamiento al por mayor.**
- **Los bancos centrales se han innovado adecuadamente para mejorar el suministro de liquidez y el funcionamiento de los mercados interbancarios. La crisis ha demostrado la necesidad de que los bancos centrales estén en condiciones de proporcionar liquidez con distintos vencimientos, a diversas contrapartes y con una gama amplia de garantías aceptables.**

La deficiente gestión de la liquidez que realizaron varios bancos quedó demostrada cuando la crisis dejó de ser un problema de financiamiento para los vehículos de inversión estructurada (SIV) y las sociedades instrumentales y se transformó en una contracción generalizada de la liquidez interbancaria. Por su parte, la menor liquidez en los mercados de financiamiento ha dado lugar a intervenciones sin precedentes de algunos bancos centrales para aliviar las tensiones del mercado interbancario de dinero.

En el capítulo 3 se estudia el nexo entre la liquidez de mercado (la posibilidad de comprar y vender un activo con una pequeña variación del precio aparejada) **y la liquidez de financiamiento** (la posibilidad de que una institución solvente efectúe puntualmente los pagos convenidos). Se examinan asimismo las intervenciones de varios bancos centrales en materia de política. Del análisis se extraen varias implicaciones para la política.

El desafío inmediato consiste en reducir la duración y la gravedad de la crisis. La máxima prioridad debe ser la adopción de medidas que reduzcan la incertidumbre y refuercen la

confianza en los sistemas financieros de los mercados maduros. El sector privado puede avanzar en algunos aspectos sin necesidad de modificar las regulaciones. En otros, donde el carácter de bien público que reviste el problema impide que la solución sea puramente privada, se requerirá la participación del sector oficial.

Aspectos en los que los podrían mejorarse las prácticas del sector privado:

- Deben efectuarse pruebas de tensión más rigurosas, con períodos más largos de liquidez de financiamiento y planes de contingencia reforzados. La manera en que las empresas gestionan la liquidez debería presentarse con más transparencia a los inversionistas y las contrapartes, sobre todo en lo que se refiere a los compromisos implícitos de préstamo a las entidades fuera del balance.
- Las instituciones deben divulgar sus estrategias globales de gestión del riesgo de liquidez. Por ejemplo, podrían indicar la meta que se han fijado en cuanto al tiempo que podrían sobrevivir sin recurrir al mercado de financiamiento al por mayor y los correspondientes supuestos en los que se basa dicha meta.
- La tenencia de una mayor cantidad de activos muy líquidos que puedan usarse como garantías facilitaría el acceso de las instituciones a fuentes de financiamiento durante períodos de tensión. Asimismo, es necesario que las empresas gestionen con cuidado los descargos de los flujos de caja y la concentración de fuentes de financiamiento.

Aspectos en los que debería considerarse la intervención del sector oficial:

- Los supervisores podrían dedicar más atención a garantizar que los bancos tengan un sistema apropiado de gestión del riesgo y una sólida estructura interna de gobierno. Cuando los supervisores no estén convencidos de que se están gestionando correctamente los riesgos, deben poder insistir en la necesidad de incrementar las reservas de capital y liquidez.
- Para ayudar a subsanar las deficiencias de algunas instituciones, podrían tomarse medidas para garantizar más cabalmente los avances hacia la adopción de prácticas sólidas de gestión de la liquidez. Si los avances resultan insuficientes, quizá sea necesario abordar el riesgo de liquidez con medidas más convencionales (por ejemplo, tenencias mínimas de activos líquidos).
- Con el fin de actuar con agilidad durante la crisis, los bancos centrales han tenido que efectuar inyecciones de liquidez aceptando garantías de muy diverso tipo. Sin embargo, los bancos centrales tendrán que adoptar políticas sólidas de valoración de las garantías para evitar asumir riesgos excesivos de crédito y liquidez.
- Durante los períodos de calma los bancos centrales deberían conformar un grupo de diversos bancos de contraparte que tengan acceso a los mecanismos de liquidez del banco central en momentos de crisis.

- Los bancos centrales deberían disponer de suficiente flexibilidad para proporcionar liquidez con diversos vencimientos.
- Los bancos centrales deben cerciorarse de tener acceso a la información de cada institución para así poder evaluar con independencia la salud financiera de las posibles contrapartes. Asimismo, debería reforzarse el intercambio de información y la coordinación entre los organismos de control a escala internacional.