

Informes de los organismos económicos internacionales

Ricardo Cortes

*Como ya viene siendo habitual, recogemos en este apartado los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que consideramos relevantes para nuestros lectores, emitidos por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen de los más recientes y/o más destacados que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Los resúmenes y comentarios los realiza **Ricardo Cortes**.*

En este número se ofrece el siguiente:

1. Informe sobre la estabilidad financiera mundial del Fondo Monetario Internacional

Desde abril de 2007, la estabilidad financiera global se ha visto sometida a una severa prueba: los riesgos de crédito y de mercado han aumentado, al igual que la volatilidad. Los mercados se están dando cuenta del grado de deterioro experimentado por la disciplina crediticia en los últimos años, sobre todo en los sectores de hipotecas de alto riesgo y de crédito apalancado, pero también en sectores de crédito conexos. Esto ha provocado una desinversión en algunos activos de riesgo y un desapalancamiento que, a su vez, aumentó los diferenciales de tipos en los activos más arriesgados y la volatilidad en los mercados de renta fija y variable. La ausencia de mercados secundarios en algunos productos crediticios estructurados, así como la inquietud sobre quién cargará con las posibles pérdidas y a cuánto se elevarán, han causado problemas en mercados monetarios y dificultades de financiación en algunas entidades financieras, ya que muchas entidades se han mostrado reacias a conceder créditos a prestatarios con activos ilíquidos y de baja calidad. En esta

situación, algunos bancos centrales han realizado inyecciones extraordinarias de liquidez para que los mercados pudiesen seguir funcionando.

Las consecuencias negativas de esta situación son innegables y probablemente el ajuste llevará tiempo. Es posible que las condiciones de crédito tarden en normalizarse y que haya que modificar algunas prácticas con los productos estructurados. Por otra parte, al comienzo de este período de turbulencias, la economía mundial crecía sólidamente, especialmente en los mercados emergentes, y las entidades financieras importantes disponían del capital necesario para hacer frente a posibles pérdidas. Hasta el momento, a pesar de la corrección en los mercados financieros, el crecimiento global se mantiene sólido, aunque no se descarta una desaceleración. El riesgo de que eso ocurra es considerable, pero, incluso si no se materializa, las consecuencias de la turbulencia actual serán considerables y profundas.

La amenaza de inestabilidad financiera ha aumentado al incrementarse las incertidumbres en los mercados monetarios que suministran financiación a corto plazo, especialmente en los mercados de pagarés. El centro de la turbulencia es el desajuste debido a que unos activos a medio plazo, ilíquidos y difíciles de valorar, tales como los productos estructurados, están financiados mediante instrumentos a muy corto plazo del mercado monetario.

El desajuste en la financiación fue provocado por vehículos de inversión estructurada y sociedades instrumentales que creían que podrían conservar en su poder los activos ilíquidos hasta su vencimiento. Muchos dependían de bancos y, en gran medida, sus estrategias de financiación estaban respaldadas por líneas de liquidez para contingencias suministradas por aquellos. Cuando empezaron a surgir

dudas sobre la calidad de algunos de los activos subyacentes y la fiabilidad de las excelentes calificaciones crediticias que habían recibido, bajaron los precios de los activos, se hizo muy difícil renovar los pagarés que los respaldaban y empezó a disminuir el refinanciamiento. En consecuencia, lo que hasta entonces representaba para los bancos un pasivo contingente fuera de balance amenazaba con entrar en él. Las dificultades de financiación se hicieron sentir en primer lugar en Europa y, posteriormente, en otras regiones. La rapidez con que se transmitieron las perturbaciones de una parte del sistema financiero a otras, a veces mediante canales opacos e interconectados, ha sorprendido tanto a los operadores del mercado como al sector oficial. Como no se sabe los bancos que van a declarar que tienen exposiciones fuera de balance los diferenciales han aumentado en el interbancario. Los bancos afectados tendrán que pagar tipos de interés interbancarios más altos. En algunos casos, los flujos interbancarios se han visto entorpecidos porque algunos grandes bancos optan por conservar su liquidez por si la necesitan para financiar otras actividades, tales como el gran número de adquisiciones de empresas apalancadas ya programadas. En general, ha aumentado enormemente el riesgo de contraparte percibido y los bancos prefieren retener la liquidez adicional, al menos por algún tiempo.

La causa fundamental de la turbulencia actual es el deterioro de la disciplina del mercado crediticio y la excesiva complacencia consiguiente, que han provocado una acumulación de riesgos crediticios en el mercado hipotecario de EE.UU., en el de las adquisiciones apalancadas y en ciertos préstamos a mercados emergentes. La excesiva liquidez en los mercados en los últimos años ha debilitado los incentivos para evaluar debidamente la fiabilidad de los prestatarios y de las contrapartes. Además, el modelo de titulización adoptado por muchas instituciones financieras puede haber reducido el incentivo a la entidad de origen para evaluar debidamente los riesgos de liquidez de prestatarios y contrapartes y de apalancamiento, haciendo que se confiaran demasiado en las calificaciones de las entidades calificadoras. Además, las tensiones en el mercado estadounidense de vivienda han hecho perder valor a los títulos garantizados con hipotecas, un componente importante del sistema financiero mundial. Eso hizo que las entidades calificadoras rebajasen la calificación de esos títulos haciendo que perdiesen valor, lo que aceleró la intensidad del proceso.

El apalancamiento ha jugado un papel fundamental en la ampliación de las turbulencias. La facilidad con que algunos bancos y otras entidades inversoras como los *hedge funds* obtuvieron créditos garantizados con activos ilíquidos y de difícil valoración se convirtió en un lastre pesadísimo cuando el mercado perdió liquidez, lo que desencadenó un pro-

ceso de desapalancamiento forzado a precios irrisorios y provocó la quiebra de algunos fondos. Las entidades más perjudicadas fueron las que empleaban estrategias de fuerte apalancamiento y confiaban en la continuación de la fuerte liquidez en los mercados secundarios.

Probablemente un largo período de muy poca volatilidad exacerbó la situación. En muchos mercados, las primas de riesgo en muchos mercados habían caído a niveles históricamente bajos y cada vez más inversores apostaban a que el entorno favorable de poca volatilidad iba a continuar. Aumentó la correlación entre rendimientos y al producirse la crisis, las primas de riesgo subieron rápidamente. Técnicas de gestión del riesgo semejantes y el que los inversores habían tomado posiciones similares en los mismos instrumentos probablemente exacerbó la situación. Las pérdidas crecieron enormemente al pretender los inversores deshacer, simultáneamente, posiciones similares.

El capítulo 1 del informe estudia las consecuencias de la escasa disciplina en el mercado de hipotecas de alto riesgo en EE.UU. y en el mercado de adquisiciones apalancadas de empresas (incluyendo la turbulencia de agosto de 2007 que desencadenó la desaparición temporal del crédito a plazo en los mercados monetarios) y describe los vínculos existentes entre los mercados. Explica como aumentó la volatilidad debido al fuerte apalancamiento y como se transmitieron los riesgos de una institución a otra. Presenta datos sobre la situación actual de los riesgos y su posible impacto en bancos, empresas y familias al hacerse sentir las pérdidas.

El informe examina también las consecuencias globales de la falta de disciplina crediticia. En conjunto, los riesgos en los mercados emergentes se mantienen en un delicado equilibrio en el que muchos de ellos se benefician de mejores datos de las variables económicas fundamentales y del afianzamiento de los marcos de sus políticas económicas. La deuda externa pública ha disminuido y su estructura está mejor gestionada. Sin embargo, contrarrestando esos aspectos positivos, el crédito ha crecido demasiado en varios países emergentes, con algunos bancos endeudándose en moneda extranjera y prestando en moneda local, asumiendo así el riesgo de cambio. Además, la escasa rentabilidad en los mercados maduros y un fuerte deseo de asumir riesgos han permitido a las empresas de países emergentes un fácil acceso al capital extranjero mediante productos estructurados y sintéticos de mayores rendimientos.

El informe examina también como los inversores extranjeros tratan de acceder a los mercados emergentes en los que hay restricciones a la cuenta de capital. Advierte

que algunos mercados emergentes son vulnerables a una retirada de capitales que podría persistir incluso si desaparecieran o disminuyesen las dificultades de financiación en los mercados maduros. Se ocupa también del aumento de la actividad de los *hedge funds* en los mercados emergentes. En un anexo estudia algunos aspectos de los fondos de inversión soberanos (FIS). Su crecimiento puede ser considerado como la consecuencia de la enorme acumulación de activos externos por el sector público de algunos países, debido en parte a los elevados precios de los recursos naturales que exportan, a los fuertes superávits de sus balanzas de pagos y a la importante afluencia de capitales. Los FIS se están haciendo cada vez más importantes, generando polémicas sobre el impacto de sus inversiones transfronterizas.

Aunque el episodio de turbulencia actual no ha llegado a su fin y es demasiado pronto para sacar conclusiones definitivas, es evidente que habría que prestar más atención a ciertos aspectos, como la importancia de la incertidumbre y la falta de información. Una información exacta y a tiempo sobre los riesgos subyacentes es esencial para diferenciar y evaluar los riesgos. Es necesaria también una mayor transparencia sobre los vínculos entre instituciones financieras importantes y sus operaciones fuera de balance. Sólo si se conocen sus relaciones con los fondos de inversión, instrumentos de financiación estructurada y sociedades instrumentales será posible evaluar la solvencia de las instituciones financieras que operan en estos mercados.

Aunque la titulización y, en general, las innovaciones financieras han hecho más eficientes los mercados financieros mediante la transmisión del riesgo, hay que reconocer que también han contribuido a la aparición de las dificultades actuales. En especial, hay que considerar en qué medida la estructura de incentivos en el favorable contexto actual puede haber reducido los controles de las entidades que originaron los créditos a examinar con el debido cuidado la fiabilidad de los prestatarios. Es preciso vigilar los riesgos de los productos crediticios derivados y de los estructurados, así como el papel de las entidades calificadoras. Es motivo de preocupación el método de calificar productos complejos, especialmente cuando títulos con estructura y liquidez muy diferentes reciben la misma calificación. Es posible que las calificaciones de productos estructurados complejos se realicen pensando que una buena calificación hace más fácil su colocación. En períodos turbulentos, una rebaja repentina de la calificación puede suscitar dudas sobre la fiabilidad de las calificaciones y de su utilidad para los inversores, que deben mirar más allá de aquellas, examinar la dinámica y liquidez de los productos que compran y en los que se basan las calificaciones.

La evaluación de productos complejos en el contexto de un mercado con liquidez insuficiente para ofrecer precios de mercado fiables es un problema difícil de resolver. Al comprar productos complejos, los inversores deben tener en cuenta su liquidez para añadir al precio la prima de riesgo de liquidez correspondiente. Las instituciones financieras que poseen dichos títulos como garantía de sus créditos deberán proceder a la rebaja en su valor nominal correspondiente a su falta de liquidez, y asegurarse de que sus estrategias de financiación son lo suficientemente sólidas para hacer frente a eventuales situaciones de turbulencias. Ante el rápido crecimiento de esos instrumentos poco líquidos hay que preguntarse si las instituciones que los originan deberían establecer los mercados secundarios necesarios para hacer posible su evaluación.

El perímetro de consolidación de riesgos fijado por los bancos ha resultado ser más amplio que el perímetro contable o legal de costumbre. Hay dos ejemplos notables: 1º) el riesgo de reputación puede obligar a los bancos a asumir pérdidas de entidades legalmente independientes, y 2º) los nuevos instrumentos o estructuras pueden ocultar pasivos fuera de balance o contingentes, de modo que riesgos que aparentemente han sido distribuidos pueden regresar bajo distintas formas a los bancos que los distribuyeron. Las autoridades monetarias se enfrentan aquí con una tarea delicada. Tienen que establecer marcos operativos que animen a los inversores a mantener reglas crediticias sólidas para fortalecer los sistemas de gestión de crédito tanto en los períodos estables como en los turbulentos. En general, los sistemas reguladores han soportado bien las tensiones hasta la fecha, y las autoridades reguladores tienen que tener presente que las familias y empresas se han beneficiado mucho de las innovaciones financieras y del sólido crecimiento y estabilidad financiera de los últimos años.

El informe examina las técnicas de gestión de riesgo en las entidades financieras para determinar si, por más prudentes que parezcan para cada institución en particular, podrían agravar la volatilidad en períodos de turbulencia en el mercado cuando todas utilizan las mismas. Los resultados de ese examen parecen indicar que, al seguir su propio modelo de contención del riesgo, esas instituciones al actuar conjuntamente podrían aumentar la volatilidad de los mercados, especialmente cuando estos son demasiado optimistas y tienen poca aversión al riesgo. Sugieren también que una mayor diversidad de modelos podría ayudar a reducir la volatilidad.

El informe analiza también las técnicas de control de riesgos de los bancos de inversión y de los *hedge funds* para determinar si aumentan la volatilidad del mercado y llega a la conclusión de que han contribuido, en cierta me-

didada, a la aparición de las actuales turbulencias. En general, esas técnicas han animado a las instituciones financieras a responder rápidamente a los cambios dada la gravedad del riesgo. Normalmente eso facilita la rápida detección y corrección del riesgo cuando parece excesivo. Sin embargo, el uso de técnicas similares en períodos de turbulencia puede provocar fluctuaciones de precios más amplias que los que se producirían si se hubiesen utilizado técnicas diferentes en cada empresa. Por ello, las autoridades reguladoras deben tener en cuenta los beneficios de la discreción al implementar sistemas de control del riesgo (con nuevas modalidades para incorporar riesgos de crédito y de liquidez), promoviendo la utilización de “pruebas de estrés” y animando a las empresas a considerar los efectos interactivos en períodos de crisis, como ya hacen algunas. Aún más importante para estabilizar los mercados es la diversidad de posiciones de inversión y de clases de operadores. Sería conveniente que las autoridades reguladoras se plantearan más concretamente cómo van a responder al aumento o extensión de la turbulencia cuando, como es natural, cada empresa trata de protegerse sin pensar demasiado en las demás.

El informe recoge, asimismo, la opinión generalizada de que, con datos económicos sólidos, un mercado financiero nacional que funcione bien fomenta la entrada de capital extranjero y reduce su volatilidad a medio plazo. Contiene una estimación de los factores que determinan el volumen y la volatilidad de las entradas anuales de capital en una muestra de economías de mercado desarrolladas y emergentes de 1977 a 2006, incluyendo variables financieras, tales como la liquidez y profundidad de los mer-

cados de renta variable y la apertura financiera. Incluye también una muestra más reducida de las variables sobre la calidad de las instituciones, tales como la calidad de la gestión de la empresa y de su contabilidad. Los resultados de la estimación muestran, una vez más, que el aumento de la liquidez en los mercados de renta fija y la apertura financiera influyen positivamente sobre los flujos entrantes de capital, y que las mejoras en una amplia gama de variables de calidad institucional hacen bajar la volatilidad.

El informe examina también cómo cinco economías de mercado emergentes: Brasil, India, Rumanía, Sudáfrica y Vietnam, han hecho frente al reciente aumento de las entradas de capital en ellas y estudia diferentes opciones. Sin embargo, los cinco ejemplos revelan la dificultad de encontrar un modelo común en todas ellas ante ese objetivo, concluyendo que políticas económicas que fomentan el desarrollo a medio plazo de los mercados financieros —incluyendo un sistema mejor regulado, más transparente, con mejor calidad de la gestión de las empresas y del riesgo en las instituciones financieras más eficaz— probablemente, protegerán al sistema financiero de los efectos desestabilizadores de salidas abruptas de capital, mejor que medidas autoritarias a corto plazo, tales como los controles de capital que sólo deben utilizarse como último recurso y tienen que estar encuadrados en un marco de políticas macroeconómicas acertadas y otras medidas prudenciales. En algunos casos pueden contener una oleada de capitales especulativos a corto plazo, sobre todo si ya existe la infraestructura necesaria para imponerlos. Sin embargo, a menudo se esquivan esos controles o van perdiendo eficacia con el tiempo.