

Prever la próxima crisis

¿Qué se puede esperar de los sistemas de alerta anticipada?

Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry y Natalia Tamirisa

“Los funcionarios públicos suelen tener dos incentivos ingratos: dar una excesiva atención a los escenarios más desfavorables y desestimarlos totalmente. A veces, sus posibilidades electorales o su popularidad general dependen de uno o de otro”

Cass R. Sunstein, *Worst-Case Scenarios*

LEUGO de casi 10 años de calma relativa desde la crisis de los mercados emergentes de los años noventa, la actual agitación financiera mundial ha reactivado el interés de las autoridades y el público en los sistemas de alerta anticipada (SAA) para prever las crisis financieras. Pero, hay interrogantes sobre las alertas concretas, el funcionamiento y la eficacia de tales sistemas.

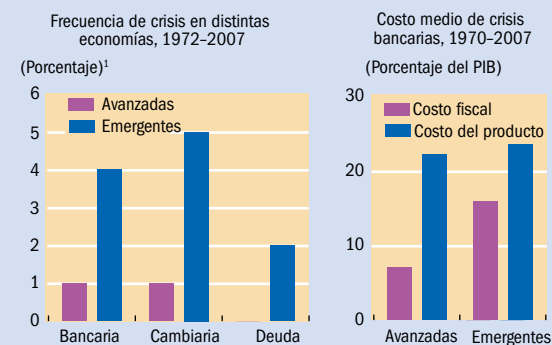
La experiencia indica que las crisis son muy costosas, tanto para las economías avanzadas como las emergentes (gráfico). Aunque los detalles difieren, casi todas las crisis se deben a la interacción entre un factor de vulnerabilidad subyacente y un activador específico. La vulnerabilidad suele ser una burbuja de crédito o de precios de

los activos, un descalce en los balances (endeudamiento excesivo en moneda extranjera, con vencimientos muy costosos o capitalización inadecuada), en tanto que el activador puede ser cualquier evento: agitación política, shocks de los términos de intercambio, contagio de otros países o el colapso del mercado de hipotecas de alto riesgo (cuadro).

Esta caracterización de las crisis da lugar a dos conclusiones. La primera es que las crisis

Crisis costosas

Las crisis son más comunes en las economías emergentes, pero las economías avanzadas no son inmunes.



Fuente: Laeven y Valencia (2008).

¹Frecuencia de las crisis medida según el número de episodios de crisis como porcentaje del número años-país en las respectivas muestras de grupos.

son tan imprevisibles como el evento que las desencadena. Y la segunda es que, por este motivo, es difícil persuadir a las autoridades para que tomen medidas preventivas, en especial por los probables costos económicos o políticos de dichas medidas. Como conclusión, las alertas anticipadas no deberían enfocarse tanto en presagiar la próxima crisis sino en aislar los factores críticos de vulnerabilidad subyacente y en la adopción de las políticas adecuadas.

¿Qué puede lograr realmente un SAA?

Idealmente, un SAA indicaría la agudización de factores de vulnerabilidad, con una antelación y contundencia que permitan tomar medidas correctivas para incluso alejar el riesgo de una crisis. Para reducir los factores de vulnerabilidad se pueden desbaratar las burbujas incipientes de precios de los activos, restringir las exposiciones en descubierto en moneda extranjera de los bancos y prestatarios, limitar el endeudamiento y exigir mayores índices de capitalización.

Pero estas medidas no suelen ser populares: los propietarios de viviendas preferirían ver una rápida apreciación de sus viviendas, los prestatarios quizá puedan endeudarse a menor costo en moneda extranjera, y las instituciones financieras evitan tener capitales que pueden perjudicar su rentabilidad.

Por lo tanto, un argumento sólido a favor de las medidas de política ha de explicar cómo las crisis pueden propagarse entre sectores, mercados y países. Finalmente, como es imposible evitar todas las vulnerabilidades, el SAA también debe alertar sobre riesgos inminentes, para que los países se preparen frente a crisis en ciernes y las autoridades establezcan planes de contingencia.

Claro que hay una gran diferencia entre lo que un SAA debería hacer y lo que realmente hace. La actual crisis ha puesto de manifiesto los desafíos. Varios analistas advirtieron de la escalada de los precios de la vivienda en Estados Unidos —sintomática de las crecientes vulnerabilidades—, pero les fue más difícil percatarse de cómo la poca regulación y el fuerte apalancamiento del sistema financiero paralelo (bancos de inversiones e instrumentos de titulización) transformarían el problema relativamente pequeño de las hipotecas de alto riesgo en la mayor crisis financiera desde la Gran Depresión. Esta incapacidad para “atar cabos” dificultó la adopción de políticas preventivas (como obligar a los bancos a capitalizarse más frente a pasivos fuera del balance).

¿Cómo elaborar un SAA?

Lo primero es determinar los eventos que debería prever. Los modelos elaborados tras las crisis de los mercados emergentes de los años noventa se concentraron en eventos externos, como los ceses repentinos de las entradas de capitales, que fueron la causa o al menos un síntoma de la mayoría de esas crisis. (A escala del FMI, esas crisis crean necesidades de financiamiento externo, y las alertas anticipadas permiten alistar los recursos de préstamos que podrían ser solicitados). En las economías avanzadas, las crisis pueden tener una dimensión externa, pero suelen concentrarse en el sector financiero. Además, las fuertes mermas del producto —desvinculadas de las meras fluctuaciones cíclicas— probablemente revestirán un interés particular para las autoridades, al margen de que coincidan o no con una crisis financiera.

El siguiente paso es elaborar una batería de instrumentos analíticos adecuados, combinando el análisis cuantitativo formal con métodos más heurísticos, como evaluaciones y consultas de base amplia. Las herramientas cuantitativas cumplen cuatro funciones: primero, facilitar la búsqueda sistemática de factores de vulnerabilidad; segundo, analizar vínculos, sobre todo en el sector financiero, que permitirían que una eventual crisis se transforme y se propague entre sectores, mercados y países; tercero, cuantificar la probabilidad de que una crisis se materialice y sus repercusiones, a la luz de las vulnerabilidades observadas, y cuarto, formalizar el proceso y los datos para la toma de decisiones.

Las versiones anteriores del SAA solían basarse en un modelo único de “probabilidad de crisis” que correlacionaba indicadores macroeconómicos (como el tamaño del déficit de cuenta corriente o la razón reservas/deuda de corto plazo en los mercados emergentes) con las crisis.

En las versiones más modernas estos modelos siguen siendo importantes, pero se reconoce que el panorama macroeconómico y financiero en general, la coherencia con otros modelos y análisis sectoriales, los datos de mercado

Activadores de las crisis

Las crisis surgieron a causa de una variedad de vulnerabilidades y activadores.

Crisis	Vulnerabilidad	Activador
México (1994)	Pasivos públicos externos a corto plazo (y denominados en moneda extranjera)	Endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos, shocks políticos
Tailandia (1997)	Pasivos externos de las empresas financieras y no financieras; exposición concentrada de las empresas financieras al sector de la vivienda	Deterioro de los términos de intercambio; deflación de precios de los activos
Indonesia (1997)	Pasivos externos del sector empresarial; concentración de activos del sistema bancario en préstamos relacionados con bienes raíces/propiedades; razón deuda/patrimonio elevada	Contagio de la crisis de Tailandia; crisis bancaria
Turquía (2000)	Pasivos públicos a corto plazo; descalces de vencimientos y divisas en el sistema bancario	Expansión del déficit en cuenta corriente, apreciación del tipo de cambio real, shock de los términos de intercambio; incertidumbre sobre la voluntad política del gobierno para reformar el sector financiero
Finlandia (1991)	Auges de crédito y precios de la vivienda, sobrecalentamiento, poca capitalización de los bancos, exposiciones crediticias concentradas, préstamos locales en moneda extranjera, desregulación financiera sin fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial; gestión deficiente del riesgo a nivel de cada banco	Endurecimiento de la política monetaria, colapso del comercio con el Consejo para la Asistencia Económica Mutua; depreciación del tipo de cambio
Noruega (1988)		
Suecia (1991)		
Estados Unidos (2007)	Auge de crédito y precios de la vivienda; regulación financiera deficiente que provocó un apalancamiento excesivo y una valoración errónea del riesgo	Colapso del mercado de hipotecas de alto riesgo

Fuentes: Ghosh *et al.* (2008); Drees y Pazarbaşıoğlu (1998).

Las herramientas de un SAA

Los detalles varían, pero un SAA eficaz debería tener herramientas para analizar los siguientes aspectos:

Perspectivas. Los análisis de las tendencias macroeconómicas y financieras mundiales se basan en indicadores de mercado de los riesgos financieros y soberanos, el grado de dispersión de los pronósticos económicos del sector privado y gráficos de abanico sobre los riesgos de las proyecciones económicas básicas. Como complemento, a modo de marco general para el análisis de los riesgos extremos en un SAA, se incluyen las tendencias del equilibrio ahorro-inversión nacional y sectorial, los desequilibrios externos y los desajustes de los tipos de cambio.

Indicadores resumidos de probabilidad, duración y profundidad de las crisis. Se han creado varias metodologías de SAA para resumir la vulnerabilidad de los países a las crisis externas, financieras, de crecimiento y de otro tipo, utilizando diversos indicadores financieros y económicos. Algunas de estas herramientas se basan en modelos probit y otras en técnicas no paramétricas, que definen umbrales para los indicadores de vulnerabilidad individuales según su capacidad para distinguir los casos de crisis y otras situaciones. Estos modelos, que suelen indicar la probabilidad de una crisis, pueden

de alta frecuencia y las simulaciones de repercusiones internacionales también pueden ser esenciales para efectuar una evaluación equilibrada e integral de los factores que podrían presagiar una crisis (en el recuadro se analizan los aspectos técnicos de las herramientas de un SAA).

No obstante, un SAA no puede basarse solo en herramientas formales y cuantitativas. Las diversas particularidades de las crisis limitan la capacidad de las herramientas estadísticas para extraer información que ayudaría a prever la próxima crisis o tomar en cuenta todos los factores específicos de un país. Las herramientas cuantitativas se complementan con métodos más heurísticos, como consultas con las autoridades, los participantes del mercado y expertos del sector académico; reglas generales de tipo empírico; evaluaciones fundamentadas e intuitivas; sentido común, y pensamiento creativo. Todo esto ayuda a detectar nuevas fuentes de vulnerabilidad, teniendo en cuenta que la próxima crisis puede ser muy diferente de las anteriores.

¿Cómo persuadir a las autoridades?

Más allá de las dificultades técnicas de identificar los factores de vulnerabilidad, tal vez el mayor problema para cualquier SAA sea persuadir a las autoridades para que tomen medidas. Es esencial comunicar con claridad y franqueza las señales de alertas, corroboradas con análisis integrales. Dichos análisis deben describir las fuentes subyacentes de vulnerabilidad, los shocks que pueden desencadenar la vulnerabilidad y la forma en que los shocks pueden propagarse a otros sectores, mercados y países. Por último, las alertas también deben ofrecer opciones claras en materia de políticas, haciendo hincapié en las ventajas y desventajas de abordar distintos tipos de riesgos y subrayando la necesidad de

complementarse con herramientas que ayuden a determinar la profundidad y duración de la crisis y la posible trayectoria de recuperación (por ejemplo, si irá acompañada de una sólida recuperación del crédito).

Indicadores de vulnerabilidades sectoriales. Para que haya coherencia entre los modelos de probabilidad general y los análisis sectoriales se pueden usar metodologías sectoriales especializadas. Las herramientas sectoriales pueden concentrarse en fuentes específicas de vulnerabilidad (como desajustes de los precios de la vivienda o saldos fiscales insostenibles). Los indicadores de alta frecuencia del mercado financiero pueden ayudar a resumir los datos prospectivos y a prever un deterioro rápido de las condiciones financieras.

Repercusiones entre países, sectores y mercados. Para elaborar escenarios de riesgos extremos se deben comprender los mecanismos de transmisión de los shocks entre países y mercados. Por ejemplo, los datos sobre las exposiciones internacionales de los bancos pueden ayudar a detectar las posibilidades de contagio entre países a través de los canales de préstamo. Asimismo, diversas herramientas pueden ayudar a evaluar las posibles repercusiones de los shocks en el sector financiero en los sectores soberano y de las empresas no financieras, incluida la manera en que el mercado percibe esas repercusiones.

coordinar las políticas a nivel internacional. La comunicación debe ser calibrada cuidadosamente, informando confidencialmente a las autoridades en ciertos casos y divulgando los datos menos delicados.

Conclusión

Un objetivo realista pero a gran escala de los SAA es generar alertas sobre los posibles escenarios más desfavorables y presentar a las autoridades opciones sobre la mejor manera de responder. Esto exige un análisis riguroso y prospectivo, un juicio sólido y una comunicación clara. Pero incluso un SAA perfectamente diseñado puede fallar a veces y generar demasiadas falsas alertas. ¿Estarán las autoridades dispuestas a escuchar cuando ya haya pasado la crisis financiera mundial? ■

Jonathan D. Ostry es Subdirector, Atish R. Ghosh es Jefe de la División de Asuntos Sistémicos y Natalia Tamirisa es Asistente del Director del Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

- Drees, Burkhard, y Ceyla Pazarbaşıoğlu, 1998, *The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization*, IMF Occasional Paper No. 161 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ghosh, Atish R., et al., 2008, *IMF Support and Crisis Prevention*, IMF Occasional Paper No. 262 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laeven, Luc, y Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database", IMF Working Paper 08/224 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Sunstein, Cass R., 2007, *Worst-Case Scenarios* (Cambridge, Massachusetts, y Londres, Inglaterra: Harvard University Press).