

# FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

## Lecciones iniciales de la crisis

Elaborado por los Departamentos de Estudios, de Mercados Monetarios y de Capital,  
y de Estrategia, Política y Evaluación

Aprobado por Olivier Blanchard, Jaime Caruana y Reza Moghadam

6 de febrero de 2009

- **Objetivo.** Este trabajo sintetiza las lecciones iniciales de la crisis financiera desde tres ángulos: regulación, política macroeconómica y arquitectura mundial para la estabilidad. En esta instancia, no nos ocupamos de una solución de corto plazo para la crisis ni de sus consecuencias de largo plazo (que deben dejarse para otros trabajos), sino más bien de la prevención, teniendo presente que las crisis recurren en forma inevitable. El análisis subyacente se amplía en tres trabajos conexos elaborados por el personal técnico del FMI que se publicarán en forma separada.
- **Causas.** En la raíz del mal funcionamiento del mercado se encontraba el optimismo generado por un largo período de crecimiento fuerte, bajas tasas de interés real y volatilidad, así como fracasos de la política económica en materia de:
  - Regulación financiera, que no estaba preparada para las concentraciones de riesgo y los incentivos defectuosos que contribuyeron al auge de la innovación financiera.
  - Políticas macroeconómicas, que no tuvieron en cuenta la acumulación de riesgos sistémicos en el sistema financiero y el mercado inmobiliario.
  - Arquitectura mundial, en la cual un sistema de supervisión fragmentado agravó la imposibilidad de ver las crecientes vulnerabilidades y vínculos.
- **Lecciones.** La más básica es que los incentivos defectuosos y la interrelación de los sistemas financieros modernos puede acarrear enormes consecuencias macroeconómicas. Estos factores deben comprenderse y afrontarse de la mejor manera posible.
  - *Regulación financiera.* Debería ampliarse y flexibilizarse el perímetro regulatorio, con suficiente divulgación de información para determinar la importancia sistémica de las instituciones y el grado de control necesario conexo. Un enfoque macroprudencial de las estructuras de regulación y remuneración debería atenuar los efectos procíclicos, fomentar mecanismos de equilibrio de mercado y normas contables sólidas y aumentar la transparencia respecto a la naturaleza y ubicación de los riesgos para fomentar la disciplina del mercado y facilitar la gestión sistémica de la liquidez.
  - *Política macroeconómica.* Los bancos centrales deberían adoptar una postura macroprudencial más amplia, tomando en cuenta en sus decisiones las fluctuaciones del precio de los activos, los booms crediticios, el apalancamiento y la acumulación de riesgo sistémico. Debe volverse a examinar la oportunidad y naturaleza de las respuestas preventivas de política económica ante grandes desequilibrios y flujos de capital.
  - *Arquitectura mundial.* Debe dejarse atrás la fragmentación en compartimentos de conocimientos especializados y los principales encargados de formular las políticas deben dedicarse a promover la estabilidad mundial, inclusive a través de ejercicios de alerta anticipada. En materia de regulación financiera, urge abogar por la cooperación, especialmente para la liquidación de los bancos internacionales. La incapacidad de satisfacer las necesidades de financiamiento y seguros de los países azotados por la crisis empeorará las vulnerabilidades y los resultados. La reforma del gobierno es clave en este programa.

## I. PANORAMA GENERAL DE LAS FALLAS DEL MERCADO

1. *Problemas.* Las raíces del desplome financiero se remontan a los siete años precedentes, de bajas tasas de interés y fuerte crecimiento mundial. Por un lado, intervinieron factores macroeconómicos, ya que las bajas tasas de interés hicieron que inversionistas de todo el mundo buscasen mayor rendimiento en créditos de peor calidad, y el fuerte crecimiento unido a la alta volatilidad propició evaluaciones demasiado optimistas sobre el riesgo futuro. Por otro lado, y en parte en respuesta a la demanda, el sistema financiero creó nuevas estructuras e instrumentos que aparentemente ofrecían mayores rendimientos ajustados en función del riesgo, pero que de hecho eran más riesgosos de lo que parecían. En este marco, falló la disciplina de mercado y prevaleció el optimismo, los procedimientos de diligencia debida quedaron en manos de las agencias calificadoras de riesgo y el sistema de remuneración del sector financiero, basado en las ganancias de corto plazo, reforzó el ímpetu de la toma de riesgo.

2. *Soluciones.* Aunque pocas crisis parecen inevitables, esto es así solo a posteriori: seguramente se repetirá el exceso de optimismo que llevará a presagiar una prosperidad interminable. Además, todas las soluciones comportan costos, y debe actuarse previendo que por cada norma impuesta, habrá una innovación. No obstante, es posible que nuevas instituciones y marcos de política mitiguen las crisis futuras, al menos hasta el siguiente cambio de paradigma; así ocurrió en el período de la posguerra, cuando las garantías de los depósitos y la gestión macroeconómica del *New Deal* generaron cierta estabilidad. Más allá de quién haya tenido la culpa de la crisis, corresponde preguntarse *por qué* las autoridades no neutralizaron el peligro en ciernes. Si hay un hecho común a todas estas lecciones es que nunca se resolvió la fragmentación.

- *Regulación financiera.* Las actividades similares realizadas por diversos tipos de instituciones estaban sujetas a diferentes regulaciones, aun cuando pertenecieran a un mismo grupo y estuvieran sometidas al mismo organismo regulatorio. Las oportunidades consiguientes para el arbitraje regulatorio alimentaron el crecimiento del sistema bancario paralelo, lo que provocó un apalancamiento excesivo oculto tras la complejidad.
- *Políticas macroprudenciales.* En general, la estabilidad macroeconómica y financiera se trataban en forma separada; la primera se centraba en el crecimiento y en mantener una inflación baja y estable, mientras que la segunda se enfocaba en la supervisión del sector bancario formal a nivel de empresas. Ninguno de ambos grupos de autoridades económicas veía las repercusiones más amplias del creciente riesgo del sector financiero paralelo; tampoco advirtieron que las tendencias en todo el espectro económico en materia de crecimiento del crédito, apalancamiento y precios de la vivienda planteaban riesgos de sucesos externos costosos para todo el sistema.
- *Arquitectura mundial.* Esta crisis gira en torno a una vigilancia fragmentada en compartimentos de especialización; de un debate de política económica disperso en numerosas tribunas (BPI, grupos G, Foro de Estabilidad Financiera, FMI); de colaboración limitada entre los organismos nacionales de regulación; de financiación bilateral, regional y

multilateral ad-hoc para afrontar las necesidades de recursos y liquidez, y de un fracaso general en lograr la participación de las autoridades responsables de todo el mundo.

## II. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERA

3. *Modelo defectuoso.* La cadena de hipótesis falsas en que se basó la confianza del mercado en los activos titulizados e instrumentos complejos resultó tan larga como la cadena productiva de estos títulos. En un extremo de la falla de la disciplina del mercado estaban los corredores y emisores de préstamos, con escaso incentivo para escrutar el riesgo que revendían, y en el otro, los inversionistas finales, que confiaban en los análisis estadísticos optimistas de las agencias calificadoras de crédito, y menos en sus propios procedimientos de diligencia debida, para evaluar la calidad de los activos. La suposición de que estos nuevos valores de hecho habían dispersado el riesgo bancario soslayaba el hecho más importante de que el riesgo seguía concentrado en entidades vinculadas al sistema bancario central. Los mercados y autoridades regulatorias por igual no lograron reconocer estos problemas de incentivos defectuosos, lagunas de información, otorgamiento de crédito procíclico y concentración del riesgo.

4. *Repercusiones más amplias.* Fundamentalmente, la regulación y supervisión se centraban demasiado en las empresas como para percibir el riesgo sistémico. En particular, las autoridades económicas no advirtieron el riesgo moral en torno a las empresas que por su importancia serían rescatadas a toda costa y que estaban fuera del ámbito regulatorio (lo que originó excesos en la toma de riesgo), ni las externalidades que ocurrirían si quebraban instituciones demasiado interconectadas como para colapsar (lo que produjo trastornos inéditos en el mercado, como los registrados tras la caída de Lehman Brothers). Asimismo, la reversión del apalancamiento, aun siendo necesaria, y la liquidación de los activos a cualquier precio, han agravado enormemente el golpe al sistema económico y financiero.

### Ámbito de regulación

5. *Problemas.* Hace tiempo que el sistema financiero paralelo (inclusive los bancos de inversión, intermediarios y originadores de hipotecas, fondos de cobertura, instrumentos de titulización y otros fondos privados de activos) es objeto de una reglamentación ligera por parte de un mosaico de organismos, y en general no se supervisa en forma prudencial. Esto obedece a la filosofía de que solo es necesario regular y supervisar rigurosamente a las instituciones aseguradas que captan depósitos, para permitir que la innovación financiera prospere bajo un régimen de disciplina de mercado. Pero no solo falló la disciplina de mercado, sino también la eficacia de la regulación, ya que los bancos evadían los requisitos de capital, pasando el riesgo a filiales en el sistema paralelo sobre cuyas actividades los reguladores tenían escasa información. La mera dimensión del sistema paralelo, que a inicios de la crisis llegó a ser tan grande como el sistema bancario formal, significaba que realmente no había posibilidad de que se produjeran quiebras importantes. El resultado fue un enorme costo de riesgo moral para el contribuyente.

6. *Soluciones.* El ámbito de regulación y supervisión debería ampliarse para garantizar que un organismo regulador de la estabilidad sistémica y con amplias facultades rija y

conozca todas las actividades que presenten riesgos para todo el espectro económico, ya se trate de bancos de inversión o vehículos especiales de inversión que emitan obligaciones de deuda con respaldo hipotecario o empresas de seguros que emitan pólizas por riesgo de incumplimiento del deudor. Todas las instituciones incluidas en el ámbito ampliado deberían tener obligaciones de divulgación para permitir que las autoridades determinen su aporte al riesgo sistémico y para diferenciar la intensidad del control prudencial en consecuencia. En un segundo nivel, todas las instituciones sistémicas deberían regirse por normas prudenciales (que potencialmente abarquen capital, liquidez, liquidación ordenada e intervención anticipada). Los niveles diferenciados de supervisión deberían hacer hincapié en incentivos, como por ejemplo, horizontes más largos para las decisiones, procesos sólidos de gobierno y gestión del riesgo, requisitos de capital que favorezcan entornos de negociación bursátil seguros o sistemas de compensación robustos. Las normas de regulación y el proceso de supervisión para hacer cumplir las normas deberían fortalecerse y, para minimizar el arbitraje regulatorio deberían partir del riesgo de la actividad subyacente, más que del tipo de institución que la emprende. Finalmente, para afrontar los cambios sistémicos a lo largo del tiempo, este enfoque debería prever un ámbito flexible de regulación.

### **Disciplina del mercado**

7. *Problemas.* Durante la gestación de la crisis fallaron los procedimientos de diligencia debida para evaluar las contrapartes y garantías. Los inversionistas profesionales en acciones y bonos no investigaron suficientemente la naturaleza de los activos que compraron y, en su lugar, confiaron demasiado en las calificaciones de crédito. Parte del problema fue que los inversionistas y las autoridades no advirtieron los crecientes conflictos de interés de las agencias calificadoras de crédito. Las generosas comisiones de los productos financieros estructurados, en combinación con los bajos diferenciales de riesgo subyacente, diluyeron las evaluaciones, al tiempo que las agencias vendían asesoramiento sobre la forma de estructurar productos para obtener las máximas calificaciones. Este proceso se vio asistido por los usuarios que no entendían que las calificaciones se referían en forma limitada al riesgo de incumplimiento, y no a factores de liquidez o de valoración a precios de mercado. La disciplina de mercado también se vio socavada por el hecho de que las instituciones más interrelacionadas y de mayor porte se considerasen demasiado grandes para permitir su quiebra, como se observó al aceptarse valores razonables optimistas basados en modelos financieros —y la subestimación de los riesgos de sucesos externos— que se aplicaron a la creciente cantidad de activos complejos e ilíquidos que figuraban en los balances de las empresas.

8. *Soluciones.* Deberían orientarse a reducir los conflictos de interés de las agencias calificadoras y a alentar a los inversionistas a seguir procedimientos de diligencia debida, especialmente en el caso de las grandes instituciones. Además de las medidas ya impuestas a las calificadoras de riesgo, como por ejemplo la prohibición de prestar asesoramiento sobre productos que ellas califican y la obligación de mayor divulgación de las metodologías, otros pasos podrían incluir una menor dependencia de las calificaciones para cumplir con las normas prudenciales, así como una escala diferenciada para los productos estructurados. También debería considerarse la posibilidad de desalentar la existencia de megainstituciones mediante, por ejemplo, coeficientes de capital que aumenten con el aporte al riesgo sistémico

o coeficientes de endeudamiento que se apliquen a todo el grupo y no solo a los bancos, o al menos de intensificar su supervisión prudencial. Por último, la liquidación de bancos sistémicos (ninguno de los cuales cayó en cesación de pagos durante la crisis) podría hacerse más creíble si se garantiza que las funciones esenciales se mantengan bajo el régimen de cesación de pagos y que existan mecanismos de intervención temprana e instrumentos más predecibles para distribuir las pérdidas.

## **Prociclicidad**

9. *Problemas.* Todo un sistema de incentivos y prácticas regulatorias intensificó el auge crediticio antes de la crisis y ahora amenaza con exacerbar el colapso, como se explica a continuación:

- *Regulaciones prudenciales.* La constitución de reservas para pérdidas crediticias se rige por principios más que nada retrospectivos (basados mayormente en las pérdidas de cartera sufridas, no las previstas) y, por ende, tarda demasiado en detectar el riesgo y lo tolera excesivamente durante la fase ascendente del ciclo económico. El resultado es una variación cíclica significativa del capital accionario y, en consecuencia, del crédito. Al realzar la sensibilidad al riesgo, las iniciativas recientes en materia de regulación, como Basilea II, también pueden haber fomentado un comportamiento procíclico.
- *Remuneración.* La práctica generalizada de remunerar al personal en base a la obtención de utilidades anuales tuvo efectos procíclicos parecidos. Antes de la crisis se remuneraba con generosidad a los operadores y gestores, quienes obtenían elevadas rentabilidades durante las épocas de bonanza a través del apalancamiento y de actividades más riesgosas, pero no estaban expuestos a las pérdidas que podían surgir durante la desaceleración. Asimismo, los altos cargos se encontraban en cierta medida protegidos de las consecuencias de la quiebra gracias a la responsabilidad limitada de las sociedades financieras.
- *Régimen contable.* El principio contable del valor razonable se traduce en un comportamiento financiero intrínsecamente procíclico: en las buenas épocas, el avance de los precios de los activos incrementa el patrimonio neto de los bancos y fomenta la plena colocación del capital excedentario en deudas y capitales nuevos; en las malas épocas, sucede lo contrario. En esta crisis, los problemas se agudizaron debido a la falta de liquidez en el mercado, que obligó a utilizar precios rebajados o estimados en lugar de precios de mercado significativos, complicando así la situación del sector financiero.

10. *Soluciones.* Las reformas podrían abarcar los siguientes elementos:

- *Regulaciones prudenciales.* Aun manteniendo la sensibilidad básica al riesgo del marco de capitalización, es posible moderar el comportamiento procíclico incrementando el nivel mínimo de capitalización exigido durante las expansiones y permitiendo que baje durante las desaceleraciones. Estas reservas de capital no deben ser discrecionales; es necesario estudiar el marco y los parámetros que corresponde imponerles. Se debe fijar una relación de apalancamiento suplementaria para los bancos que sea especialmente sensible a las exposiciones fuera del balance. Será necesario un marco internacional que les permita a los

bancos constituir reservas según la etapa del ciclo económico rigiéndose por las previsiones de pérdida, no por criterios retrospectivos.

- *Remuneración.* Los supervisores quizá deban abordar los planes de remuneración como parte de la evaluación global del control del riesgo y del gobierno corporativo. Esa evaluación podría inspirarse en nuevas prácticas internacionales óptimas pensadas para que la remuneración se base más en el riesgo y sea fiel al objetivo a largo plazo de proteger la viabilidad de la institución. Una de las primeras prioridades debe ser romper el vínculo entre las bonificaciones, por un lado, y los resultados anuales y los indicadores a corto plazo, por el otro; por ejemplo, postergando los desembolsos y concediéndole a la empresa flexibilidad para recuperar parte de la remuneración adjudicada en caso de que se materialicen los riesgos. Otra opción consiste en supeditar la remuneración a la rentabilidad sobre activos a mediano plazo, en lugar de la cotización de las acciones, para compensar la propensión al endeudamiento durante las fases de expansión económica.
- *Régimen contable.* El problema no es el exceso, sino la falta de transparencia, y no se debe abandonar el principio contable del valor razonable únicamente para solucionar la falta de liquidez transitoria del mercado. Lo que se necesita es poner en claro la naturaleza de la incertidumbre de los precios y hacerlo teniendo en cuenta que la posibilidad de una valoración incorrecta existe tanto en mercados ilíquidos como en mercados dinámicos. Las mejoras podrían incluir la adopción de directrices y principios más precisos de valoración a precios de mercado, el suministro de información sobre la varianza de los cálculos del valor razonable y la divulgación de datos sobre la trayectoria de precios.

### **Lagunas de información**

11. *Problemas.* La crisis puso en evidencia grandes lagunas en los datos y en la comprensión de los riesgos fundamentales, no solamente por parte de los reguladores, sino también de los mercados en su conjunto. Los problemas abarcan: i) los riesgos tanto de las operaciones asentada en el balance (producto de la complejidad de los instrumentos) como de las exposiciones estructuradas fuera del balance (por ejemplo, los vehículos con fines especiales); ii) los riesgos propios de productos estructurados complejos (cuyo valor a menudo se deriva de modelos estadísticos deficientes); iii) la dificultad de evaluar el riesgo de liquidez y el riesgo de contraparte planteados por la operatoria extrabursátil, y iv) el grado de apalancamiento y concentración del riesgo en instituciones financieras no bancarias sistémicamente importantes.

12. *Soluciones.* Muchas de las recomendaciones detalladas sobre la manera de mejorar la divulgación de información figuran en un documento preparado por el personal técnico del FMI titulado *Lessons for Financial Regulation*. Pero en términos generales es necesario hacer énfasis en promover la transparencia del mercado desde el punto de vista de las técnicas, las características de los datos y las salvedades que rodean la valoración de instrumentos financieros complejos; la mejora de la información sobre los mercados extrabursátiles de derivados y los mecanismos de compensación, y la declaración de exposiciones (tanto en el balance como fuera del balance) siguiendo un formato que les permita a los reguladores efectuar agregaciones y evaluaciones de los riesgos que amenazan el sistema como un todo.

Eso ayudaría a los inversionistas finales a llevar a cabo parte de la labor de diligencia debida que se les delega actualmente a las calificadoras de riesgos y ayudaría a estas a medir con más precisión los riesgos de variaciones extremas.

### **Control de la liquidez sistémica**

13. *Problemas.* A medida que la crisis siguió su curso, los bancos centrales respondieron con flexibilidad y ampliaron el alcance de sus operaciones, postergando vencimientos, aceptando nuevas categorías de garantías, incrementando el número de contrapartes y lanzando líneas de *swaps* en dólares de EE.UU. Además, recurrieron a garantías y a la adquisición directa de una variedad de títulos del sector privado. Aunque estas medidas eran obviamente fundamentales para evitar el derrumbe del sistema financiero, la lista de innovaciones adoptadas especialmente con ese propósito da lugar a una serie de inquietudes ante el peligro de distorsionar los incentivos del mercado, recargar el balance de los bancos centrales con derechos de crédito riesgosos vinculados al sector privado y enturbiar la función señalizadora de la política pública. En los mercados emergentes, los bancos centrales también tuvieron que luchar por mantener un equilibrio entre suministrar la liquidez necesaria para respaldar la economía y exponerse al riesgo de facilitar la fuga de capitales.

14. *Soluciones.* El marco operacional del suministro de liquidez sistémica se amplió forzado por las circunstancias, y en gran medida corresponde conservarlo en su forma actual. Pero también está clara la necesidad de encontrar la manera de ir abandonando de manera ordenada el cúmulo de medidas adoptadas con esa finalidad específica. Por ejemplo, los bancos centrales no deben terminar soportando las consecuencias a largo plazo de los problemas de crédito porque, de lo contrario, se distorsionarían las alternativas a la hora de decidir políticas. En algún momento probablemente se necesite un mecanismo para que los bancos centrales transfieran los activos adquiridos a las autoridades fiscales o a empresas gestoras. Habrá que intensificar también la acción preventiva para fortalecer la infraestructura de base de las operaciones de recompra en el mercado de dinero (por ejemplo, poniendo en marcha servicios de compensación a través de una contraparte central) y reformar la regulación bancaria para incentivar el uso de garantías de buena calidad.

15. *Conclusiones.* Aunque estas soluciones parecen estar vinculadas con la regulación, la lección principal es que una regulación eficaz puede tener tanto que ver con una supervisión eficaz de las tendencias e incentivos de los mercados financieros como con una serie de reglas. Los mercados financieros evolucionan con rapidez y el régimen vigente en un momento dado, sea del tipo que fuere, puede quedar perimido rápidamente, tal como sucedió en esta crisis. La regulación tiene que equilibrar la toma de riesgos a nivel de empresa y de sector con el riesgo de crisis sistémica. En última instancia, las fuentes de riesgo sistémico radican en las externalidades generadas por el rápido desapalancamiento, el riesgo moral o el colapso de sectores críticos (como la vivienda). Se necesita un enfoque más macroprudencial que detecte las interconexiones y las vinculaciones entre empresas, sectores y países. La función de organismos como el FEF y el FMI al respecto se analiza en la sección IV.

### III. POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

16. *La situación macroeconómica.* En los años anteriores a la crisis se registró un crecimiento mundial vigoroso, de hecho, el más elevado del que tengamos antecedentes. En su mayor parte fue un crecimiento saludable. El aumento de la productividad fue pujante. La inflación se mantuvo estable en la mayoría de los países, lo cual significa que el crecimiento de la actividad era congruente en términos generales con el crecimiento del potencial económico. Las tasas de interés a largo plazo eran bajas, gracias a un elevado nivel de ahorro en Asia y en las economías petroleras con superávits (cuya contraparte fueron grandes afluencias de capital neto en Estados Unidos). Las tasas a corto plazo también eran bajas, fruto de una política monetaria acomodaticia. Sin embargo, en retrospectiva está claro que estas condiciones favorables contribuyeron a que el riesgo sistémico se agudizara. El bajo nivel de las tasas de interés, sumado a un optimismo creciente y desmesurado en cuanto al futuro, hizo subir los precios de los activos, ya fueran acciones o viviendas. Además, como las tasas de interés eran bajas y la volatilidad era limitada, se generaron una búsqueda de rentabilidad y una subestimación de los riesgos que condujeron a la creación y la adquisición de activos cada vez más riesgosos. Los bancos centrales, con la mirada puesta en la inflación y la actividad agregada, no tomaron conciencia de todas las implicaciones de esa acumulación de riesgos hasta que fue demasiado tarde.

#### Política monetaria y fiscal

17. *Problemas.* El período anterior a la crisis se caracterizó por la creciente popularidad de las metas de inflación dentro de la disciplina macroeconómica. Algunos bancos centrales orientaron la política monetaria casi exclusivamente hacia la estabilidad de la inflación. Otros también concedieron importancia a la actividad agregada. Casi ninguno tuvo suficientemente en cuenta los riesgos generados por el alza de precios de los activos ni por el apalancamiento, por tres razones. Primero, subestimaron la acumulación conexas de riesgos sistémicos. Segundo, se apoyaron en la regulación prudencial para controlar dicha acumulación. Tercero, presumieron que en caso de que el *boom* de precios diera marcha atrás, sería posible neutralizar en general los efectos en la actividad recortando las tasas de interés. En todo caso, se registró efectivamente una fuerte acumulación de riesgos en muchos sectores. La regulación puede haber sido la mejor herramienta en teoría, pero en la práctica tomaron cuerpo riesgos inmensos en el sistema bancario paralelo, que escapaban a la vista de los reguladores. Por último, ni siquiera los recortes drásticos de las tasas de referencia instituidos desde que comenzó la crisis bastaron para cerrarle el paso a la grave desaceleración.

18. *Soluciones en el terreno monetario.* En la medida en que la agudización del riesgo sistémico puede presagiar una desaceleración económica profunda, y como la regulación no puede coartar del todo la acumulación de riesgos, ahora está claro que las autoridades deben tener más en cuenta las fluctuaciones de los precios de los activos, los *booms* crediticios, el apalancamiento y la intensificación del riesgo sistémico. El problema sigue siendo cómo detectar el empeoramiento del riesgo y cómo reaccionar. Una lección importante de esta y de otras crisis es que no todos los auges de activos son iguales. Concretamente, su efecto en el riesgo sistémico depende muchísimo del grado en que involucren al sector privado, y si el *boom* tiene que ver con un fuerte apalancamiento del sector financiero, los hogares o las

empresas. En la burbuja informática de finales de la década pasada el apalancamiento fue limitado y los efectos del estallido en la actividad fueron más suaves. Lo que hace que esta crisis sea mucho más honda es el impacto que tiene la caída de los precios de los activos en los balances del sector financiero central.

19. *Soluciones en el terreno fiscal.* La política fiscal no desempeñó un papel importante en el período previo a la crisis. Aunque los gobiernos de muchos países deberían haber aprovechado ese período de crecimiento vigoroso para recortar más el déficit y la deuda pública, la solvencia no parecía un motivo de inquietud y la crisis propiamente dicha se originó en el sector privado. Aun así, se desprenden dos lecciones importantes. La primera es que muchos países no redujeron lo suficiente el déficit presupuestario durante los años de auge, cuando el ingreso público era elevado, lo cual les deja ahora menos espacio fiscal para lidiar con la crisis. La segunda tiene que ver con la estructura tributaria. En la mayoría de los países el sistema tributario está orientado a favor del financiamiento mediante endeudamiento porque se pueden descontar los pagos en concepto de intereses. Esta característica exagera la vulnerabilidad del sector privado a los shocks y, pese a los obstáculos políticos, debe ser eliminada.

### **Desequilibrios mundiales**

20. *Problemas.* Pese a ser vigoroso, el crecimiento mundial también trajo consigo varios desequilibrios evidentes. El más importante fue el de los “desequilibrios mundiales”, es decir, el cuantioso déficit en cuenta corriente en Estados Unidos y los abultados superávits en cuenta corriente en Asia, sobre todo en China, y en los países exportadores de petróleo. En respuesta a estos crecientes desequilibrios, el FMI organizó una Consulta Multilateral con el fin de evaluar el riesgo sistémico y las posibles implicaciones para las políticas. La mayor preocupación era que cambiara la actitud de los inversionistas, y que al invertirse de repente el sentido de las afluencias de capital a Estados Unidos sobreviniera un ajuste desordenado, inclusive en el valor del dólar. En la realidad, la crisis tomó un giro distinto. El apalancamiento resultó ser el factor crucial, y el dólar hasta ahora se ha fortalecido. No obstante, los desequilibrios mundiales sí incidieron en la acumulación del riesgo sistémico. Contribuyeron al bajo nivel de las tasas de interés y a que los bancos de Estados Unidos y Europa recibieran cuantiosos flujos de capital. Como señalamos anteriormente, estos dos factores condujeron a la búsqueda de rendimientos, a un mayor apalancamiento y a la creación de activos de mayor riesgo.

21. *Soluciones.* La lección sin duda no es que los flujos de capital se deben restringir drásticamente. Pero esta crisis, así como muchos episodios anteriores, ha puesto de manifiesto los peligros que implican las grandes afluencias de capital. Estas pueden inducir a una toma exagerada de riesgos y a una exposición excesiva de las instituciones financieras, los hogares y las empresas al riesgo cambiario. Pueden provocar marcadas apreciaciones, a menudo seguidas de bruscas depreciaciones y fuertes repercusiones en los balances. Pueden ejercer presión sobre la demanda y la producción. La política monetaria puede ser contraproducente en este contexto, ya que los intentos de moderar la actividad elevando las tasas de interés pueden hacer que los activos internos se tornen aún más ventajosos. Por lo tanto, la crisis plantea dos cuestiones. La primera es la necesidad de reconsiderar cuándo y

cómo hay que reaccionar ante los desequilibrios importantes, utilizando para ello políticas macroeconómicas y estructurales que afecten el ahorro y la inversión. Al igual que en otros casos, se ha visto que es desaconsejable adoptar una actitud de desinterés benévolo. La segunda cuestión es la función potencial de las medidas prudenciales para reducir el riesgo sistémico relacionado con las afluencias de capital, por ejemplo, limitando el riesgo cambiario de las instituciones internas y otros prestatarios.

#### IV. LA ARQUITECTURA MUNDIAL Y EL FMI

22. *Definición.* El término arquitectura mundial se refiere a los mecanismos oficiales que facilitan la estabilidad financiera y la circulación fluida de bienes, servicios y capitales entre los países. Esto incluye la maquinaria —de la cual forma parte el FMI— que permite llevar a cabo las siguientes tareas:

- Supervisión, es decir, la vigilancia de las amenazas a la estabilidad externa, derivadas ya sea de shocks, políticas, tipos de cambio, flujos de capital o deficiencias en los datos.
- Coordinación multilateral, es decir, los mecanismos institucionales para la ejecución de las políticas.
- Regulación financiera, es decir, las prácticas óptimas para la supervisión financiera y las reglas básicas para la colaboración de las instituciones financieras transnacionales.
- Financiamiento, o los recursos oficiales para atender las necesidades de liquidez o de ajuste.

#### **Supervisión**

23. *Problemas.* Una cuestión clave es la solidez y la precisión de las advertencias previas a la crisis. Pese a que algunos análisis previos fueron acertados, en general las advertencias fueron demasiado difusas y ambiguas como para incitar una reacción en materia de políticas dentro de cada país, y menos aún a escala internacional. Por ejemplo, muchas instituciones advirtieron sobre las “concentraciones de riesgo”, pero era imposible abordar el problema si no se identificaban un blanco concreto (los vehículos de inversión estructurada) y una medida de política concreta (deducciones por exposiciones fuera del balance). Tampoco hubo indicaciones de las funestas consecuencias macroeconómicas. El FMI estuvo lejos de ser el único culpable, pero la supervisión que realizó subestimó significativamente el riesgo combinado de todos los sectores, así como la importancia de las repercusiones en el sector financiero y los efectos secundarios. El resultado fue la emisión de mensajes optimistas con respecto al desenlace, sobre todo en las economías pujantes como Estados Unidos y el Reino Unido. El FMI advirtió sobre los desequilibrios mundiales, pero no detectó el vínculo clave con los peligros que se cernían en el sistema bancario paralelo. A comienzos de 2008 la institución finalmente lanzó una advertencia acertada sobre las pérdidas de los bancos y las implicaciones para el crecimiento que iba en contra de la sabiduría convencional, pero para entonces ya era demasiado tarde.

24. *Soluciones.* Se necesita un sistema de advertencia menos fragmentado y más directo para reunir la diversidad de conocimientos especializados de las diferentes instituciones (FMI, Foro sobre Estabilidad Financiera, Banco de Pagos Internacionales) —e incluso de los distintos estudios que realiza el propio FMI (*Perspectivas de la economía mundial*/Informe sobre la estabilidad financiera mundial/Programa de Evaluación del Sector Financiero/Consultas del Artículo IV)—, así como para profundizar el análisis de cuestiones que no están claras. Por su parte, el FMI debe concentrarse en integrar mejor los temas relacionados con el sector financiero en las *Perspectivas de la economía mundial* y las consultas del Artículo IV y en perfeccionar el Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF), que, en lugar de ser tan exhaustivo, debería centrarse más en evaluaciones temáticas y basadas en riesgos que sean de carácter obligatorio para todos los países de importancia sistémica. En un sentido más general, la suposición tácita de que los riesgos se encuentran principalmente en los mercados menos maduros debe reemplazarse por una supervisión de todas las fuentes de riesgo sistémico, tanto en los países avanzados como en los de mercados emergentes. Entre otras cosas, esto exigirá que se preste atención a la incidencia de las interacciones internacionales y las potenciales fluctuaciones cambiarias en el riesgo sistémico.

### **Multilateralismo**

25. *Problemas.* Incluso cuando se hicieron advertencias y los problemas se materializaron, la maquinaria y el compromiso para coordinar las acciones adolecieron de fallas. Por ejemplo, era bien conocido que la corrección desordenada de los desequilibrios mundiales representaba un grave riesgo sistémico, si bien no se sabía a ciencia cierta cuál sería la naturaleza del colapso potencial (por ejemplo, una venta masiva de todos los activos denominados en dólares o solo de los activos privados denominados en dólares). Pero aun así, como ya se señaló, la adopción de medidas colectivas presentó obstáculos, y el esfuerzo del FMI en el marco de la nueva Consulta Multilateral en 2006–07 solo dio lugar a compromisos de poco alcance en materia de políticas por parte de los participantes. Incluso tras la llegada de la crisis, la respuesta inicial en materia de políticas distó mucho de ser un ejemplo de cooperación, y menos aún de coordinación. Los países se apresuraron a proteger a sus propios bancos con garantías, a riesgo de causar pánico en otros lugares; el suministro de liquidez en Estados Unidos en un comienzo se centró en los mercados de la vivienda, pese a que otros centros monetarios necesitaban dólares con igual apremio, y la ausencia de mecanismos preacordados de participación en los costos hizo que los países inmediatamente inmovilizaran activos en sus jurisdicciones si las entidades transnacionales daban indicios de quiebra. Si bien se ha reconocido finalmente la necesidad de cooperación, todavía no se ha acordado el eje en torno al cual ha de girar el debate.

26. *Soluciones.* Se necesita liderazgo para responder a los riesgos sistémicos en la economía mundial. El FMI no ha desempeñado esa función con eficacia, dadas sus rígidas estructuras de poder y las tendencias formalistas que encauzaron el debate sobre políticas hacia grupos más pequeños y flexibles, como los varios grupos G y el Foro sobre Estabilidad Financiera. Estos foros sin embargo tienen sus propios problemas de legitimidad y capacidad de seguimiento, pero es innegable que revisten importancia a la hora de coordinar las políticas. Para convertirse en el centro de debate y de aplicación de las políticas mundiales, el

FMI tiene que subsanar sus propias fallas en lo relativo a la identificación con las políticas y la eficiencia, y para eso debe i) reequilibrar las cuotas relativas, y más pronto de lo que establece el proceso gradual previsto en la última revisión de cuotas; ii) incrementar la representatividad en el Directorio Ejecutivo y el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI); iii) ofrecer un foro de mayor visibilidad para los ministros y gobernadores del CMFI, para reforzar el compromiso con las políticas y la legitimidad política en torno a cuestiones clave, como las alertas anticipadas y las medidas de respuesta, y iv) promover otras reformas de la gestión de gobierno, como la rendición de cuentas y un mecanismo verdaderamente abierto para la selección de los gerentes del FMI.

### **Regulación financiera**

27. *Problemas.* En circunstancias normales, los mecanismos de intercambio de información y evaluación conjunta del riesgo funcionan relativamente bien entre los reguladores nacionales, incluso si no median memorandos de entendimiento formales. Sin embargo, en épocas de crisis las causas de los problemas son los distintos umbrales de intervención, la diferente importancia relativa de los riesgos (un riesgo puede ser leve para un importante banco extranjero, pero enorme para el país anfitrión) y las diferentes herramientas de resolución y redes de protección. El problema más grave es la ausencia de reglas a priori que rijan los mecanismos internacionales de resolución y participación en los costos. Sin estas reglas o modalidades de colaboración, las obligaciones de los supervisores ante sus contribuyentes empujan a los primeros a reducir a un mínimo los pasivos de los no residentes y a elevar al máximo el control de los activos. Por ejemplo, ante el colapso inminente de las sucursales de los bancos de Islandia sujetos a la autoridad de los supervisores islandeses, y dada la falta de garantías de cumplimiento de las obligaciones bancarias frente al Reino Unido, los supervisores del Reino Unido procedieron a inmovilizar los activos bancarios islandeses; la quiebra de Lehman también provocó inmovilizaciones arbitrarias y potencialmente ineficientes de activos fuera de Estados Unidos.

28. *Soluciones.* Los esfuerzos constantes de coordinación a través de colegios internacionales de supervisores y códigos de conducta, en los que el FMI podría desempeñar un papel, sin duda serán útiles. Pero a la larga se necesitan mejoras más fundamentales de los marcos institucionales y jurídicos para crear un código de conducta obligatorio para todos los países, y esta es en parte una tarea política que no compete a los reguladores y supervisores. El problema es muy complejo, pero pueden abrirse caminos si los países logran sortear el obstáculo de la división de los costos fiscales. Una posibilidad sería un estatuto internacional para los bancos que realizan operaciones transnacionales, en el que se estipulen los procedimientos para las evaluaciones conjuntas de riesgo por parte de varios supervisores, las medidas correctivas y la participación en los costos. Otra posibilidad sería que los supervisores del país de origen y el país anfitrión lleguen a acuerdos sobre estas cuestiones y que los colegios de supervisores se conviertan en los árbitros que exigen el cumplimiento de los acuerdos (por ejemplo, distribución de las pérdidas en proporción con la exposición del banco en cada jurisdicción). Estos esfuerzos deben incluir a las entidades de los centros *off-shore* que realizan actividades sistémicas.

## Financiamiento

29. *Problemas.* La ausencia de servicios permanentes de liquidez en dólares se sintió agudamente en los mercados interbancarios de todo el mundo, no solo en los mercados emergentes. Se necesitaron varias semanas —meses en el caso de los mercados emergentes— para aliviar las tensiones, incluso después de que se establecieron servicios especiales de *swaps* bilaterales entre los bancos centrales. Además, si bien muchos de los países de mercados emergentes más pequeños han recurrido últimamente a los fondos del FMI, el acceso de los países más grandes a liquidez y financiamiento durante las épocas difíciles sigue siendo un problema, como también lo es la falta de un servicio de seguro de tamaño adecuado y libre del bagaje político que acompaña a la condicionalidad normal de los programas. Sin este seguro, los países de mercados emergentes tratarán de autoasegurarse acumulando reservas excesivas, lo cual podría distorsionar la tendencia mundial de los saldos en cuenta corriente por muchos años.

30. *Soluciones.* Ya se ha visto que la necesidad de un seguro general de liquidez es real, no hipotética. Los servicios temporales de *swap* de los bancos centrales funcionan solo en unos pocos países, y por eso sería conveniente encontrar un mecanismo de seguro de mayor alcance y duración. El FMI podría contribuir de manera significativa ofreciendo una línea de crédito precautorio de alto acceso a los países que tienen marcos de política sólidos, o modificando el recientemente creado Servicio de Liquidez a Corto Plazo (SLC) para que sea accesible también en situaciones de carácter precautorio. En el caso de los países que no reúnen los prerequisites más estrictos del SLC, podría ampliarse el uso de los acuerdos *stand-by* de tipo precautorio de alto acceso. En términos más generales, el fuerte aumento de los préstamos del FMI poco tiempo después de iniciarse la crisis ha planteado interrogantes con respecto a la suficiencia de la capacidad de préstamo del FMI. Estas dudas tendrán que disiparse pronto si se quiere que los programas respaldados por el FMI sigan siendo un factor de estabilización creíble para todo el sistema.

<b>Lecciones iniciales de la crisis: Recomendaciones principales</b>			
<b>Regulación y supervisión financiera</b>			
<b>Perímetro regulatorio y de supervisión</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Captar todos los riesgos e instituciones sistémicos</li> <li>• Aclarar el mandato de supervisión de la estabilidad sistémica</li> <li>• Presentar datos para determinar la contribución al riesgo sistémico, supervisión escalonada</li> <li>• Ejercer una supervisión basada en incentivos, por ejemplo, cargos para favorecer mecanismos de transacción y compensación más seguros para el sistema</li> <li>• Regular las actividades, no las instituciones</li> <li>• Retener un perímetro flexible que pueda adaptarse con el tiempo</li> </ul>	<b>Disciplina del mercado</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducir los conflictos de intereses en las agencias calificadoras de riesgo</li> <li>• Incentivar la diligencia debida de los inversionistas</li> <li>• Depender menos de las calificaciones para el cumplimiento de las reglas prudenciales</li> <li>• Usar una escala diferenciada para los productos estructurados</li> <li>• Desalentar las mega-instituciones y reforzar su supervisión</li> <li>• Preservar las funciones básicas de los bancos en administración judicial; establecer criterios claros que determinen la intervención; distribución previsible de las pérdidas</li> </ul>	<b>Prociclicidad</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Establecer requisitos de capitalización anticíclicos; relaciones de apalancamiento suplementarias para los bancos; “constituir reservas según la etapa del ciclo económico”</li> <li>• Adoptar modelos de remuneración basados en el riesgo y sujetos a supervisión regulatoria, desvincular las bonificaciones anuales de los resultados anuales, o vincular la remuneración a la rentabilidad de los activos en lugar de las cotizaciones de las acciones</li> <li>• Presentar datos complementarios sobre varianza, antecedentes de precios en valores razonables; directrices sobre valoración según modelo; tratar los auges y las caídas de manera simétrica</li> </ul>	<b>Lagunas de información</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Valorar de manera transparente los instrumentos complejos</li> <li>• Mejorar la información sobre los mercados de derivados extrabursátiles, sistemas de compensación</li> <li>• Divulgar exposiciones dentro y fuera del balance para permitir la evaluación del riesgo sistémico</li> </ul> <b>Control de la liquidez sistémica</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Planificar eliminación oportuna y ordenada de las medidas especiales</li> <li>• Reforzar la infraestructura subyacente de las operaciones de recompra del mercado monetario y los incentivos para la constitución de garantías de alta calidad</li> </ul>
<b>Políticas macroeconómicas</b>			
<b>Política monetaria</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Establecer un mandato de estabilidad macrofinanciera, no solo estabilidad de precios.</li> <li>• Responder a las tendencias generales de la economía sobre toma de riesgos, apalancamiento financiero; abordar las externalidades de las crisis sistémicas</li> </ul>	<b>Política fiscal</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Incrementar los superávits durante las épocas de prosperidad, para tener más espacio fiscal para enfrentar las crisis</li> <li>• Procurar la neutralidad tributaria con respecto a la forma de financiamiento</li> </ul>	<b>Desequilibrios mundiales</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Evitar el desinterés benévolo; usar políticas macroeconómicas y estructurales que influyan en el ahorro y la inversión</li> <li>• Usar medidas prudenciales para reducir el riesgo sistémico</li> </ul>	
<b>La arquitectura mundial y el FMI</b>			
<b>Supervisión</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Adoptar alertas anticipadas directas y respuestas específicas en materia de políticas</li> <li>• Integrar las cuestiones del sector financiero en <i>Perspectiva de la economía</i></li> </ul>	<b>Multilateralismo</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Comprometerse a actuar de manera coordinada: un organismo central debe responder a los riesgos sistémicos en la economía mundial</li> <li>• Reequilibrar las cuotas relativas;</li> </ul>	<b>Regulación financiera</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Adoptar un código de conducta obligatorio para todos los países, que incluya por ejemplo:</li> <li>• Estatutos internacionales para los bancos que operan en varias jurisdicciones</li> </ul>	<b>Financiamiento</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• El FMI debe proporcionar línea de crédito precautorio de alto acceso a los países con marcos de política sólidos</li> <li>• Permitir a otros países mayor uso de acuerdos <i>stand-by</i> precautorios de alto acceso</li> </ul>

<p><i>mundial</i> y las consultas del Artículo IV</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Realizar PESF temáticos y basados en riesgos, obligatorios para todos los países de importancia sistémica</li> <li>• Analizar todas las fuentes de riesgo sistémico, en países avanzados y de mercados emergentes; incluidos los riesgos sistémicos de los flujos internacionales de capital y los descalces de monedas</li> </ul>	<p>crear mayor representatividad en el Directorio y el CMFI</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Reforzar el compromiso del CMFI con las políticas</li> <li>• Mejorar la rendición de cuentas del FMI</li> <li>• Avanzar hacia un sistema verdaderamente abierto para la selección de la gerencia del FMI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Acuerdos entre el país de origen y el anfitrión sobre la evaluación del riesgo, cuya aplicación sea responsabilidad de los colegios de supervisores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Garantizar sin demora que el FMI cuenta con recursos suficientes para seguir siendo una factor de estabilización creíble</li> </ul>
---	--	---	--