

VII. Ciclos y sistema financiero

Aspectos más destacados

En las últimas décadas, la liberalización de los sistemas financieros ha mejorado la oferta de servicios así como la asignación de recursos en este ámbito. No obstante, es posible que la liberalización haya contribuido además a acentuar los ciclos financieros y estos, a su vez, a amplificar los ciclos macroeconómicos, hasta desembocar en el pasado, con demasiada frecuencia, en costosas crisis del sistema bancario. Aunque la inestabilidad financiera repercute tanto en las economías industrializadas como en las economías de mercado emergentes, los daños causados han sido especialmente graves en estas últimas.

El origen de estos ciclos suele residir en una oleada de optimismo, generada por una evolución favorable de la economía real, que lleva a subestimar el riesgo, a conceder demasiados créditos, a provocar una subida desmesurada de los precios de los activos, a invertir de forma desproporcionada en capital físico y, en algunos casos, a realizar excesivos gastos de consumo. Al final, cuando las expectativas adquieren un tono más realista, es preciso corregir los desequilibrios acumulados en la expansión, lo que a veces provoca notables perturbaciones en el sistema financiero y también en la economía real.

Aunque resolver los problemas causados por los ciclos financieros constituye una ardua tarea para las autoridades supervisoras y para los bancos centrales, la trascendencia que reviste es cada vez mayor. En principio, las autoridades económicas pueden aumentar la resistencia de la economía a estos ciclos y responder con medidas directas a la acumulación de desequilibrios financieros. Sin embargo, en la realidad, no es fácil responder de esta forma por una serie de obstáculos de orden teórico y práctico, que resulta importante superar de cara al futuro, si se quiere garantizar la estabilidad y las ventajas de los sistemas financieros liberalizados.

Ciclos financieros

Los factores financieros participan desde hace tiempo en la configuración de los ciclos económicos, pero su influencia ha ido en aumento a medida que se liberalizaban los sistemas financieros y los movimientos internacionales de capitales. La evolución de los mercados de crédito y de activos repercute en la dinámica del ciclo económico de forma más marcada que hace unas décadas y ha contribuido a aumentar la frecuencia con que se producen crisis en el sistema bancario.

Los efectos se han dejado sentir simultáneamente en las economías industrializadas y en las economías de mercado emergentes. Muchos de los países industrializados experimentaron excesos financieros a finales de los

La influencia de los factores financieros sobre los ciclos económicos es mayor ...

años ochenta, que, si bien impulsaron en parte las fases de expansión económica, crearon también las condiciones propicias para las contracciones y las dificultades financieras registradas a principios de los noventa. Desde mediados de los noventa, el dinamismo de los mercados de activos y el sólido crecimiento del crédito han vuelto a reforzar las fases expansivas. El ciclo financiero parece haber experimentado recientemente un nuevo giro en algunos países (véase el capítulo VI), contribuyendo así a frenar el crecimiento.

En numerosas economías de mercado emergentes, los ciclos financieros han sido muy marcados por efecto, normalmente, de grandes oscilaciones de los movimientos internacionales de capital. El precio ha sido alto: los costos directos de la resolución de las crisis bancarias han sobrepasado frecuentemente el 10% del PIB y los costos indirectos (pérdida de producto) han resultado aún más elevados. Las convulsiones que sufrieron algunas economías asiáticas a finales de los noventa no son más que un ejemplo.

... desde la liberalización ...

Cuando los sistemas financieros estaban muy regulados y los bancos centrales tenían como objetivo controlar los agregados monetarios o crediticios, las posibilidades de que los ciclos financieros causaran daños eran limitadas. En este tipo de sistemas, las medidas habituales para contrarrestar una rápida expansión monetaria consistían en un endurecimiento del control directo de los préstamos bancarios o en una elevación de los tipos de interés. Estas medidas limitaban el aumento del apalancamiento y la vulnerabilidad de las instituciones financieras reguladas a los desequilibrios de los mercados de activos. Aunque esos sistemas regulados podían provocar graves distorsiones en la asignación del crédito, eran menos vulnerables a las grandes oscilaciones cíclicas que se observan en el sistema actual más liberalizado.

La liberalización financiera ha ido acompañada de una significativa mutación de los balances financieros del sector privado, que ha aumentado acusadamente su nivel de deuda en relación con el PIB y ha ampliado sus tenencias de activos financieros. El crecimiento del crédito se ha vuelto más sensible tanto a la situación económica subyacente como a la percepción del riesgo, mientras que las relaciones entre los mercados de activos y el crecimiento del crédito se han reforzado. El gasto del sector privado también es cada vez más sensible a las variaciones de los precios de los activos. En conjunto, parece que la solidez de la macroeconomía y la del sistema financiero están cada vez más interrelacionadas.

... planteando nuevos retos a las autoridades económicas

Garantizar la estabilidad del sistema financiero representa, pues, un importante objetivo para muchas autoridades económicas. En las últimas décadas, algunos episodios de inestabilidad han tenido su origen en una política macroeconómica desacertada, conducente, por ejemplo, a una elevada inflación, y en una incorrecta gestión del riesgo por parte de las instituciones financieras. Ahora bien, la experiencia sugiere asimismo que pueden surgir desequilibrios financieros en un clima de baja inflación. De hecho, a pesar de las recientes mejoras de las prácticas de gestión del riesgo, puede ocurrir que una inflación persistentemente baja genere el clima de optimismo propicio a desencadenar una explosión del crédito y una subida

insostenible de los precios de los activos, sobre todo si el banco central goza de considerable credibilidad y el crecimiento económico es de carácter sólido. En ese entorno, la fase ascendente del ciclo económico puede ir acompañada de una excesiva expansión de los mercados de crédito y de una excesiva acumulación de capital y la fase descendente, de una reabsorción de estos desequilibrios. La gestión de esos ciclos puede resultar una empresa muy difícil no sólo para las autoridades monetarias sino también para las reguladoras.

Crédito y precios de los activos

Los ciclos del crédito y de los precios de los activos evolucionan por lo general al unísono y suelen reforzarse mutuamente. La subida de los precios de los activos estimula la actividad económica y, al elevar el valor de las garantías, reduce el costo del crédito y permite a empresas y a hogares obtener financiación más fácilmente. La aceleración del crecimiento y la expansión del crédito pueden traducirse en una subida de los precios de los activos. La interacción entre el mercado de crédito y el de activos puede ser aún mayor cuando los precios de los activos están bajando y la situación económica empeora. En particular, una bajada de los precios reduce el valor de las garantías en manos de las instituciones financieras y puede ocasionar, por lo tanto, grandes pérdidas a éstas y acabar contrayendo significativamente la oferta de crédito.

En las últimas décadas, las variaciones de los precios de los inmuebles, en particular, de los destinados a uso comercial, han contribuido de forma esencial a acentuar los ciclos financieros, debido en parte, al importante lugar que ocupa la propiedad inmueble en las garantías de los préstamos bancarios. Además, el mercado de inmuebles para uso comercial es especialmente vulnerable a las grandes fluctuaciones tanto de los precios como de la actividad de nueva construcción. La intensidad de las fases de expansión y de contracción de este mercado explican en gran medida los problemas que experimentaron los bancos en Australia, Estados Unidos, Finlandia, Japón, Noruega, el Reino Unido y Suecia a finales de los años ochenta y principios de los noventa y, más recientemente, en algunos países asiáticos.

La evolución de los mercados de inmuebles para vivienda también ha configurado los ciclos financieros, aunque normalmente no ha sido la principal causa directa de la inestabilidad financiera. El descenso de los precios de inmuebles para vivienda ha tendido, más bien, a retrasar la recuperación económica por sus efectos financieros adversos en el gasto de consumo de los hogares. La tendencia ascendente del endeudamiento de los hogares observada en muchos países en los últimos años probablemente ha aumentado las posibilidades de que se repita esta situación en el futuro.

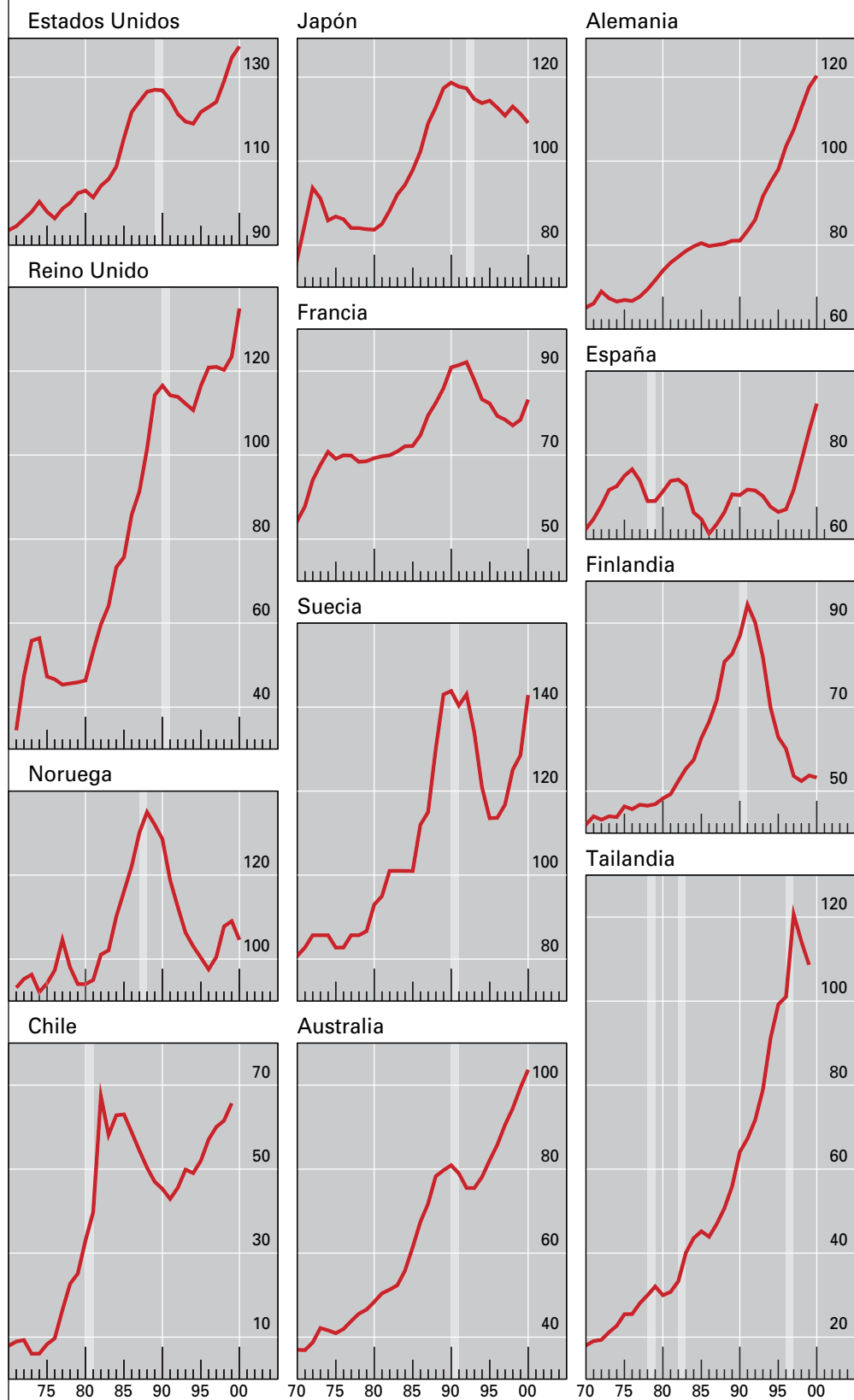
Desde mediados de la década de los noventa, los países industrializados en los que a más velocidad se expandía el crédito también han sido los que han registrado las mayores subidas de los precios de los inmuebles de uso comercial. Por ejemplo, el crédito ha crecido a un ritmo especialmente rápido en España, Irlanda, los Países Bajos y Suecia al tiempo que los precios de la

Las fases de expansión y contracción de los mercados de activos ...

... sobre todo en el mercado de inmuebles ...

... han generado históricamente inestabilidad financiera

Ciclos del crédito y tensión financiera¹



¹Crédito al sector privado en porcentaje del PIB; las diferencias entre las definiciones del crédito al sector privado limitan la posibilidad de realizar comparaciones internacionales. Las áreas sombreadas indican el comienzo de las tensiones en el sistema financiero.

Fuentes: G. Kaminsky y C. Reinhart, "The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems", *American Economic Review*, junio, 1999; datos nacionales; estimaciones del BPI. Gráfico VII.1

propiedad inmueble de uso comercial de las principales ciudades de estos países experimentaban alzas notables. Sin embargo, a pesar de los indicios de recalentamiento observados en algunas ciudades, la fase ascendente del ciclo actual no se ha traducido, a escala mundial, en una expansión general de los mercados de inmuebles para uso comercial como la manifestada en los años ochenta. En la mayoría de los países industrializados, entre los que se encuentran Alemania, Estados Unidos, Francia, Italia y el Reino Unido, los precios en términos reales siguen siendo muy inferiores a los máximos anteriores, a pesar de las recientes subidas. En Japón, donde continúa dejándose sentir la desaparición del auge inmueble de la década de los ochenta, los precios han bajado en los últimos once años.

Los precios de los inmuebles de uso comercial son inferiores a los máximos registrados anteriormente en la mayoría de los países industrializados

En el ciclo financiero actual, los préstamos hipotecarios han crecido rápidamente en algunos países y los precios de los inmuebles para vivienda han experimentado grandes subidas. Por ejemplo, en Australia, Noruega, el Reino Unido y Suecia los precios nominales y reales de los inmuebles para vivienda han sobrepasado los máximos alcanzados a finales de los ochenta.

Los ciclos del crédito también suelen ir unidos a los ciclos de los precios de las acciones, aunque la conexión entre ambos procesos tiende a ser más débil que en el caso de los precios del crédito y de la propiedad inmueble. No

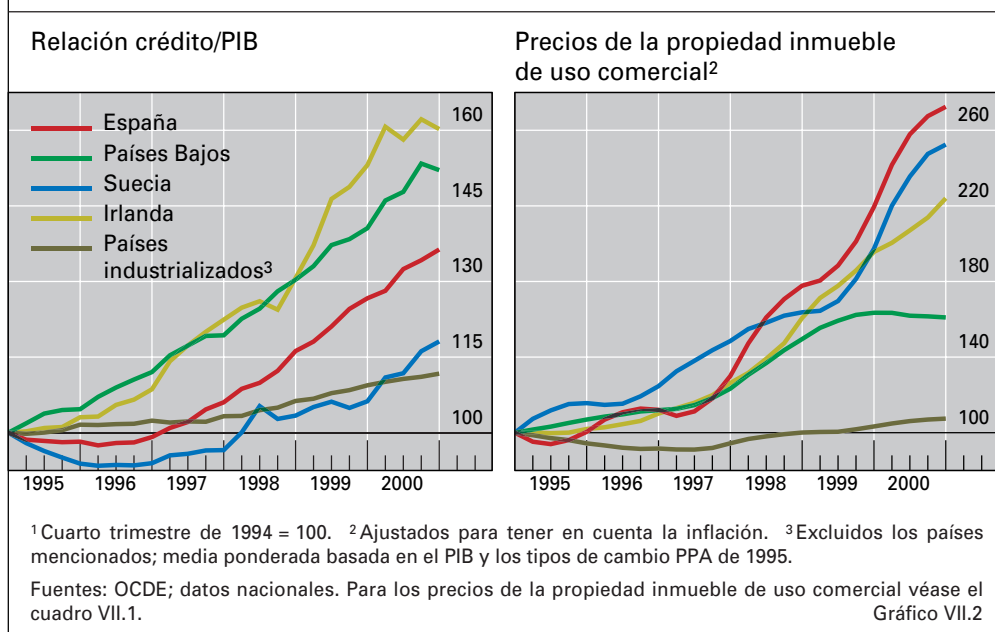
| Ciclos del crédito y de los precios de los activos ¹ | | | | | | | | | |
|---|---------------------------------------|-----------------------|----------------|---------------------------------------|-----------------------|----------------|--|-----------------------|----------------|
| | Relación crédito/PIB ² | | | Precios de la vivienda ³ | | | Precios de la propiedad inmueble de uso comercial ^{3,4} | | |
| | Fase as- cendente | Fase des- cendente | 1995 4° T – | Fase as- cendente | Fase des- cendente | 1995 4° T – | Fase as- cendente | Fase des- cendente | 1995 4° T – |
| | principios años 80–finales años 90 | | 2000 4° T | principios años 80–finales años 90 | | 2000 4° T | principios años 80–finales años 90 | | 2000 4° T |
| Estados Unidos | 25 | - 7 | 16 | . | . | 30 | 39 | -50 | 35 |
| Japón ⁵ | 36 | -11 ⁶ | - 5 | 115 | -22 ⁶ | -12 | 132 | -51 ⁶ | -35 |
| Alemania | . | . | 23 | 59 | -17 ⁶ | -16 | 233 | -43 | 51 |
| Francia | 22 | -14 | 2 | 87 | - 8 | 24 | 407 | -52 | 88 |
| Italia | 18 | - 8 | 11 | 102 | -11 | 9 | 194 | -54 | 70 |
| Reino Unido | 72 | - 8 | 19 | 215 | -12 | 68 | 125 | -27 | 22 |
| Canadá | 28 | - 1 | 11 | 102 | - 3 | 10 | 54 | -53 | 33 |
| España | 11 | - 5 | 26 | 230 | - 6 | 43 | 601 | -70 | 210 |
| Australia | 28 | - 5 | 22 | 86 | . | 34 | 578 | -49 | 25 |
| Países Bajos | . | . | 46 | . | . | 88 | 113 | -20 | 69 |
| Bélgica | 22 | - 4 | 2 | . | . | 22 | 136 | -26 | 32 |
| Suecia | 53 | -30 | 27 | 121 | -16 | 49 | 1.027 | -83 | 123 |
| Suiza | 45 | . | - 3 | 101 | -25 | - 6 | 131 | -31 | 1 |
| Dinamarca | 12 | -14 | 12 | 87 | -19 | 46 | 277 | -35 | 43 |
| Noruega | 40 | -37 | 4 | 175 | -26 | 68 | 245 | -44 | 12 |
| Finlandia | 48 | -42 | -10 | 286 | -58 | 57 | 912 | -49 | 24 |
| Irlanda | . | . | 40 | . | . | 124 | 48 | -17 | 153 |

¹ Ciclos delimitados por los valores máximos y mínimos de las variables representadas. ² Variaciones en puntos porcentuales durante el periodo. ³ Variaciones porcentuales durante el periodo. ⁴ Los datos normalmente se refieren a las grandes ciudades. ⁵ Los precios sólo se refieren al suelo. ⁶ Ningún mínimo identificable; el periodo concluye a finales del 2000.

Fuentes: Frank Russell Canada Limited; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF); Nomisma; OPAK; Ring Deutscher Makler; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; otras asociaciones inmobiliarias privadas; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro VII.1

Crédito y precios de la propiedad inmueble de uso comercial¹



La expansión financiera de los años noventa se caracterizó por una extraordinaria subida de los precios de las acciones

obstante, una de las características destacadas de la fase ascendente del ciclo financiero en la segunda mitad de los noventa fue la extraordinaria subida de los precios de las acciones, especialmente en los sectores de tecnología y comunicaciones. Durante un tiempo pareció que estas subidas se reforzaban mutuamente y que contribuían a estimular el crecimiento económico, a reforzar aún más el nivel de confianza en el futuro y a aumentar la disposición de los bancos a conceder créditos, especialmente a las empresas de los sectores más favorecidos por el rápido aumento de los precios de las acciones.

Los bancos y los hogares son cada vez más vulnerables a las fluctuaciones de los precios de las acciones

Aunque las subidas de los precios de las acciones de finales de los noventa se han invertido en parte en el último año aproximadamente, no parecen haber afectado hasta ahora de forma significativa a la solidez de la mayoría de los sistemas bancarios. A pesar de la resistencia mostrada en términos generales, el grado de vulnerabilidad de muchos bancos a las fluctuaciones de los precios de las acciones se ha acentuado en la última década, debido al aumento de las operaciones por cuenta propia, de la concesión de préstamos a los hogares para financiar la compra de acciones y del peso en sus resultados de las comisiones cobradas por la gestión de activos y las operaciones de intermediación. Los ingresos de los hogares son asimismo más vulnerables a las fluctuaciones de los precios de las acciones y esta vulnerabilidad se hace cada vez más patente, sobre todo en los planes de pensiones de prestaciones definidas, lo que induce a pensar que el efecto riqueza ha aumentado en todos los países, pero especialmente en Estados Unidos.

Conducta cíclica de las instituciones y de los mercados

Los ciclos financieros se caracterizan asimismo por variaciones cíclicas del grado de preferencia por el riesgo y de la cuantificación y valoración de éste

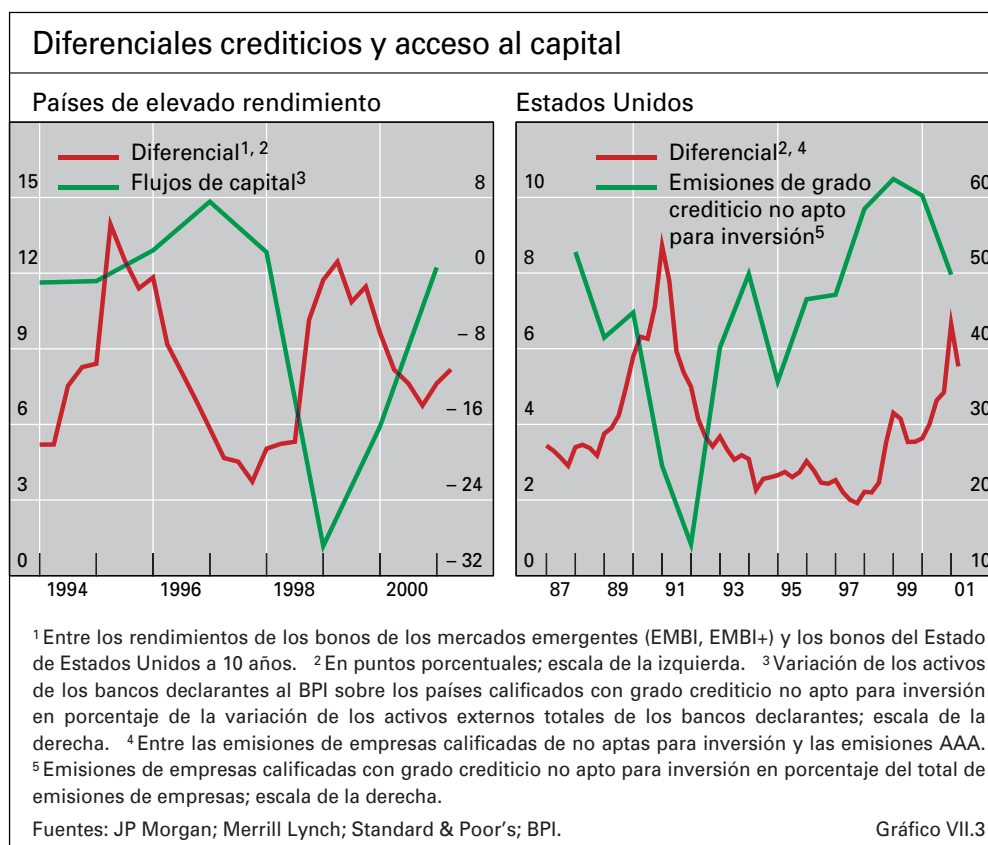
por parte de los mercados y de las instituciones financieras. En los periodos de elevado crecimiento económico, la preferencia por el riesgo parece aumentar en sintonía con el optimismo de las expectativas. Una manifestación de este fenómeno es la relajación de los criterios exigidos a la hora de conceder préstamos, sobre todo en lo que se refiere a las condiciones y las garantías. Los prestatarios de calidad relativamente inferior tienen igualmente más facilidades para acceder tanto a la financiación bancaria como a los mercados de capitales.

Las fases de expansión económica se caracterizan por una relajación de los criterios exigidos para la concesión de préstamos ...

Estas pautas han sido evidentes en los últimos años. El elevado crecimiento que experimentaron las economías asiáticas a principios y mediados de los años noventa provocó una entrada sin precedentes de capital extranjero, que acabó financiando inversiones muy arriesgadas. En Estados Unidos también, la suavización de los criterios de concesión de préstamos, especialmente en el periodo 1996-98, contribuyó al rápido crecimiento de los préstamos sindicados a empresas de inferior calificación crediticia y préstamos de dudosa recuperación a hogares menos solventes. En este periodo, aumentó asimismo de forma notable la emisión de bonos de empresas de inferior calificación crediticia. En Europa se relajaron igualmente los criterios para conceder préstamos en la segunda mitad de los noventa, como lo demuestra el aumento de la relación préstamo/valor de inmuebles para préstamos hipotecarios en algunos países.

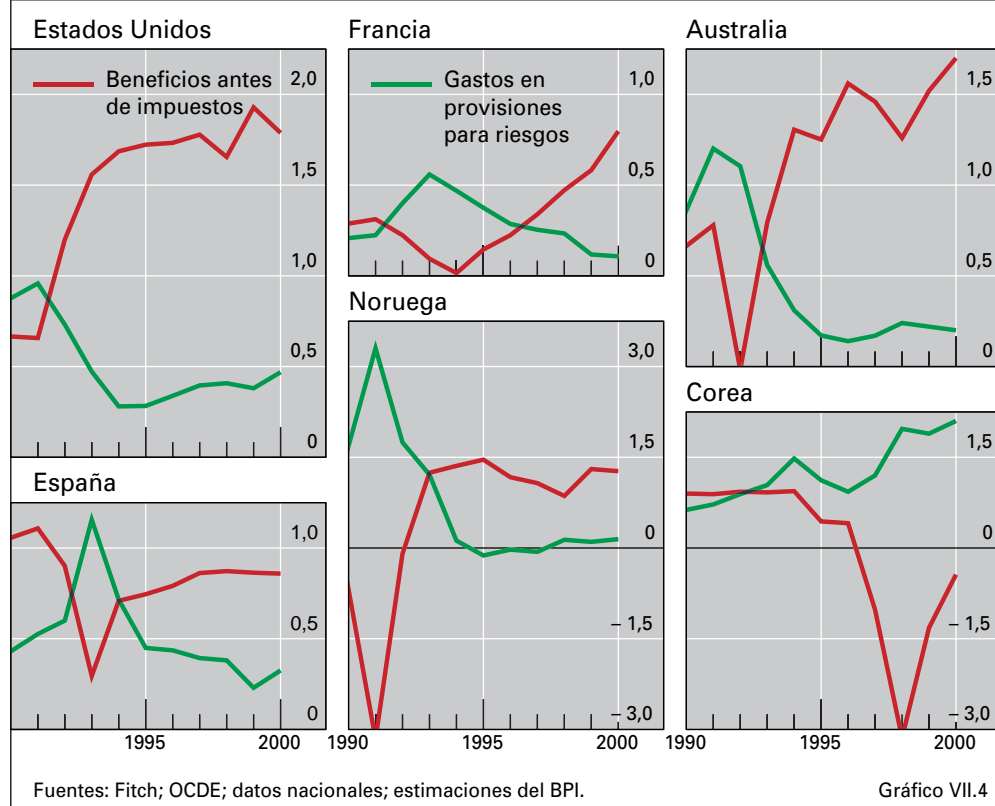
El precio del riesgo crediticio también evoluciona en forma procíclica, es decir, a la baja en las fases de expansión económica y al alza en las recesiones. Durante los periodos de rápido crecimiento del crédito, los bancos

... una reducción de los diferenciales crediticios ...



Rentabilidad y gastos en provisiones para riesgos de los bancos

En porcentaje del total de activos



están dispuestos en muchos casos a recortar sus márgenes para conservar, e incluso aumentar, su cuota de mercado. Por ejemplo, en Japón a finales de los años ochenta y en Asia a mediados de los noventa, los diferenciales crediticios apenas eran lo suficientemente altos para cubrir los costos de explotación. Los diferenciales de los préstamos bancarios a las empresas comerciales e industriales cayeron en Estados Unidos durante buena parte de los noventa antes de aumentar en 1998, sobre todo en el caso de los prestatarios que entrañaban mayores riesgos, al tiempo que sufrían presiones a la baja en algunos países europeos, debido en parte a la intensificación de la competencia. La evolución cíclica del precio del riesgo crediticio se observa igualmente en los diferenciales de los bonos, que tienden a reducirse en los periodos de elevado crecimiento y a aumentar cuando se produce una recesión.

... y un aumento de la rentabilidad de los bancos ...

Un importante factor que subyace a estas pautas generales es la tendencia de los beneficios bancarios a aumentar en las fases de expansión económica y a disminuir, a menudo vertiginosamente, en las recesiones. La disminución de la rentabilidad en las recesiones suele llevar aparejada una menor tolerancia al riesgo y, en algunos casos, un descenso notable de la oferta de crédito: los bancos suelen reorientar su cartera hacia activos relativamente seguros, o bien a cobrar un diferencial más alto.

El principal factor que contribuye a la alternancia de los ciclos de rentabilidad de los bancos reside en la naturaleza cíclica de las pérdidas totales provocadas por los préstamos y, en particular, de las provisiones para

| Rentabilidad de los grandes bancos en 1999 y 2000 | | | | | | | | | |
|---|------------------|---|------|------------------------------------|------|-----------------------------|------|-----------------------|------|
| | Número de bancos | Beneficios antes de impuestos | | Gastos en provisiones para riesgos | | Diferencial de interés neto | | Costos de explotación | |
| | | 1999 | 2000 | 1999 | 2000 | 1999 | 2000 | 1999 | 2000 |
| | | en porcentaje de los activos totales medios | | | | | | | |
| Estados Unidos | 12 | 2,17 | 1,79 | 0,44 | 0,63 | 3,34 | 3,22 | 3,84 | 4,10 |
| Japón ¹ | 16 | 0,42 | 0,37 | 0,90 | 0,52 | 1,14 | 1,07 | 0,89 | 1,01 |
| Alemania | 4 | 0,43 | 0,55 | 0,28 | 0,18 | 0,95 | 0,82 | 1,65 | 1,74 |
| Francia | 4 | 0,69 | 0,83 | 0,20 | 0,18 | 1,14 | 0,94 | 1,85 | 1,91 |
| Reino Unido | 4 | 1,43 | 1,53 | 0,33 | 0,21 | 2,30 | 2,21 | 2,40 | 2,39 |
| Canadá | 6 | 1,17 | 1,31 | 0,24 | 0,29 | 1,94 | 1,93 | 2,59 | 2,74 |
| España | 4 | 1,21 | 1,33 | 0,33 | 0,35 | 2,62 | 2,63 | 2,65 | 2,62 |
| Australia | 4 | 1,72 | 1,85 | 0,24 | 0,20 | 2,72 | 2,43 | 2,55 | 2,39 |
| Suecia | 3 | 0,84 | 1,09 | 0,01 | 0,07 | 1,27 | 1,39 | 1,50 | 1,66 |
| Suiza | 2 | 0,82 | 0,96 | 0,12 | 0,04 | 0,70 | 0,73 | 2,55 | 2,90 |

¹ Las cifras de 1999 se refieren al año fiscal que terminó el 31 de marzo de 2000; las cifras del 2000 son datos anualizados de la primera mitad del año fiscal.

Fuente: Fitch.

Cuadro VII.2

riesgos constituidas con el fin de hacer frente a estas pérdidas. Por razones que se examinan más adelante, los bancos sólo aumentan las provisiones para riesgos cuando se ha materializado un empeoramiento significativo de la calidad del crédito, de lo cual se deduce que, normalmente, las provisiones para riesgos sólo aumentan en las recesiones económicas y a menudo durante un periodo de tiempo muy breve.

La estrecha relación entre los beneficios y las provisiones para riesgos es evidente en el ciclo actual. En Estados Unidos, el rendimiento de los capitales de los bancos comerciales fue en la segunda mitad de la década de los noventa sistemáticamente superior al obtenido, al menos, en los últimos veinte años. Al mismo tiempo, los gastos en provisiones para riesgos en que incurrieron dichas entidades disminuyeron de forma significativa. Asimismo, la tasa de rendimiento de los capitales de los bancos de la zona del euro, aunque considerablemente inferior a la registrada en Estados Unidos, experimentó un aumento ininterrumpido durante los noventa a la vez que disminuían los gastos en provisiones para riesgos. Últimamente, los elevados niveles de rentabilidad de los bancos también han ido unidos a unos niveles reducidos de gasto en provisiones para riesgos en Australia, el Reino Unido y Suecia.

... que se debe en parte a la reducción de las provisiones para riesgo de crédito

Mecanismos subyacentes a la amplificación financiera

En la medida en que se considera que el sistema financiero presenta un sesgo excesivamente procíclico, las principales razones de este comportamiento se basan en la reacción inadecuada de los agentes económicos frente a la evolución del riesgo a lo largo del tiempo. Esta reacción inadecuada puede deberse a varias causas, entre las cuales se encuentran la forma de valorar el riesgo, los incentivos que mueven a los individuos a responder ante una

valoración determinada y la naturaleza del marco de regulación. El primero de estos tres factores probablemente sea el más importante.

La valoración del riesgo a lo largo del tiempo

Una evolución económica favorable ...

Los ciclos financieros suelen tener su origen en una evolución favorable de la oferta. La historia está llena de ejemplos de liberalización económica, descubrimientos de nuevos recursos o desarrollo de tecnologías innovadoras que impulsan el crecimiento económico y generan una poderosa oleada de optimismo. El optimismo suele verse reforzado por el hecho de que la evolución descrita provoca no sólo una aceleración de la actividad económica sino también una reducción de la inflación y un aumento de la participación de los beneficios en la renta nacional.

... justifica una subida de los precios de los activos ...

En esas favorables circunstancias, está justificado que se produzcan subidas significativas de los precios de los activos. La dificultad se halla en que la magnitud de las subidas carece de una base sólida, ya que depende de las expectativas sobre un futuro incierto. En muchas expansiones cíclicas, parece que las expectativas se vuelven excesivamente optimistas y que, por consiguiente, se subestima el riesgo. Por consiguiente, los precios de los activos pueden dispararse hasta alcanzar niveles insostenibles y el crecimiento del crédito puede ser superior al del PIB nominal.

... pero un exceso de optimismo ...

La tendencia de los inversionistas, de los empresarios y de las instituciones financieras a mostrarse excesivamente optimistas en las fases de expansión es atribuible a varios factores, algunos de los cuales están ligados a la existencia de ideas preconcebidas. Experimentos psicológicos realizados indican que cuando los individuos sopesan diferentes resultados posibles, tienden a ser "miopes", al atribuir muy escasa importancia a los acontecimientos negativos que tienen pocas probabilidades de ocurrencia. Por otra parte, tienden a aminorar la "disonancia cognitiva", interpretando generalmente la información de una forma que refuerza las creencias predominantes. Como consecuencia de estas ideas preconcebidas, en los periodos de fuerte crecimiento, baja inflación y elevada rentabilidad, suele considerarse que la información disponible apunta a que se mantendrá la favorable evolución, mientras que se dejan de lado los crecientes indicios de que puede haber problemas en el futuro. Pero si el crecimiento se desacelera bajo el peso de los desequilibrios financieros y del exceso de inversión en capital físico o si la rentabilidad disminuye debido a una intensificación de la competencia y a una aceleración del crecimiento de los salarios, esas creencias pueden cambiar súbitamente y la información posterior puede interpretarse desde una perspectiva mucho más negativa. En ese caso, es posible que surja rápidamente una oleada de pesimismo.

... y la tendencia a extrapolar la situación presente ...

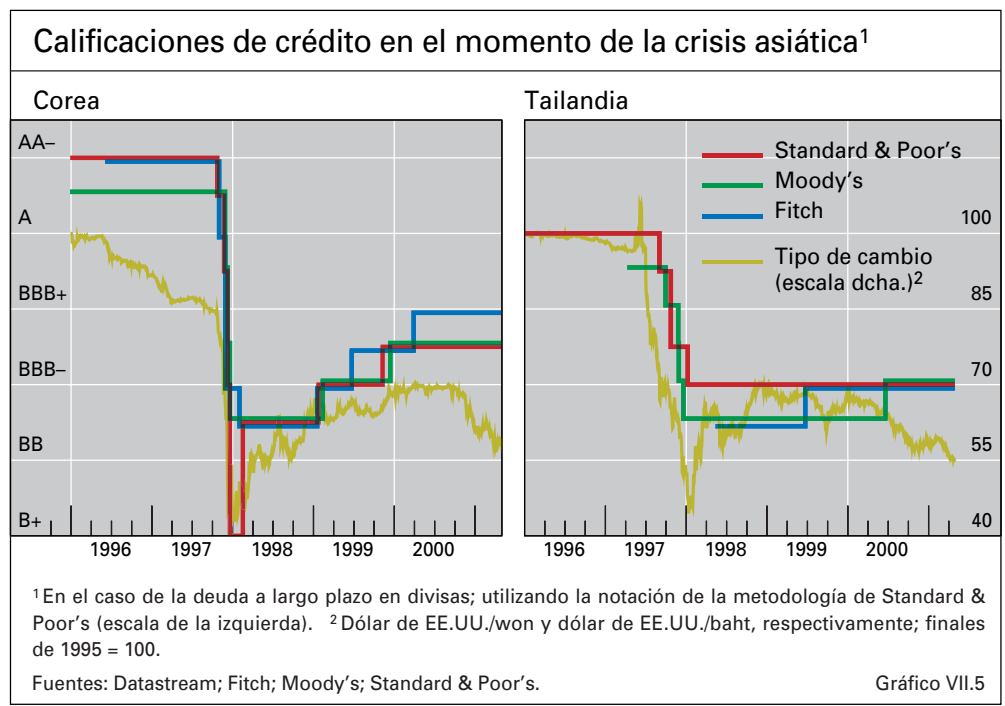
Otro factor, ligado al anterior, que explica la subestimación del riesgo en las fases de expansión registradas en fecha reciente es la tendencia de buena parte de los métodos de medición del riesgo que se emplean en la actualidad a extrapolar implícitamente la situación presente al futuro. Por ejemplo, los métodos utilizados para medir el riesgo crediticio basados en los precios de las acciones, tienden a mostrar un menor riesgo de incumplimiento empresarial en las fases de expansión, ya que los precios de las acciones

suben al tiempo que decae la volatilidad. Asimismo, los sistemas internos de calificación que utilizan los bancos para medir el riesgo tienden a indicar una disminución de éste cuando las tasas de incumplimiento son bajas, debido en parte al corto horizonte temporal que suelen utilizar esos sistemas para medir el riesgo. Además, las calificaciones externas del crédito sólo suelen ajustarse después de que se materializan los acontecimientos negativos y no cuando se está acumulando el riesgo. A título de ejemplo, durante la crisis asiática las calificaciones generalmente sólo se revisaron a la baja después de las grandes devaluaciones y se elevaron una vez que desapareció la crisis.

La extrapolación de la situación presente puede estar justificada si las condiciones macroeconómicas adquieren gran persistencia. En este caso, el estado actual de la economía constituye el criterio más fiable, aunque sea impreciso, para predecir el futuro. Si esta visión del mundo fuera la correcta, implicaría la posibilidad de que el riesgo no aumentara en una fase expansiva, ya que no hay razón alguna para pensar que son mayores las probabilidades de que se produzca una desaceleración en un futuro cercano simplemente porque la economía ha experimentado un periodo de elevado crecimiento. En cambio, si las fuerzas que generan la expansión crean las condiciones propicias para una desaceleración, como al parecer suele ocurrir, entonces, en algún momento de la expansión el riesgo comienza a aumentar. Podría ser, pues, más exacto interpretar el aumento de los incumplimientos durante la desaceleración como la materialización del riesgo acumulado durante la expansión y no como un aumento del riesgo en la fase de desaceleración.

En la práctica, es difícil saber si el riesgo comienza realmente a aumentar durante una expansión. No existe una respuesta clara. Sin embargo, la historia induce a pensar que los episodios de rápido crecimiento del crédito, fuertes subidas de los precios de los activos, reducción de los diferenciales crediticios y niveles elevados de inversión tienden a ir seguidos de

... pueden amplificar una expansión económica



dificultades en el sistema financiero. Es posible que esos periodos se caractericen por un nivel de riesgo superior a la media, aun cuando la situación económica resulte buena en ese momento. El hecho de que no se reconozca este riesgo puede desempeñar un importante papel en la amplificación de la fase ascendente de un ciclo financiero.

Incentivos

La divergencia entre los incentivos individuales y los de carácter social ...

Los incentivos que mueven a los prestamistas a responder a una valoración del riesgo determinada también pueden afectar a la evolución de los ciclos financieros. Tal vez el ejemplo más claro sea el representado por los motivos que incitan a un banco a endurecer los criterios exigidos para conceder préstamos cuando se produce una desaceleración. Aunque cada banco parta de la suposición razonable de que sus decisiones no van a afectar a la solidez de la economía, este razonamiento constituye una falacia en su conjunto, en el sentido de que si todos los bancos se comportan de la misma forma, es casi seguro que dicha solidez resultará afectada. Aunque un banco reconociera esta falacia, aún habría un incentivo para endurecer los criterios de concesión de créditos al desacelerarse la economía. Este obstáculo podría superarse por medio de algún tipo de coordinación entre las instituciones, pero ese enfoque plantea problemas en los sistemas bancarios competitivos.

... también puede exacerbar el carácter procíclico del sistema financiero

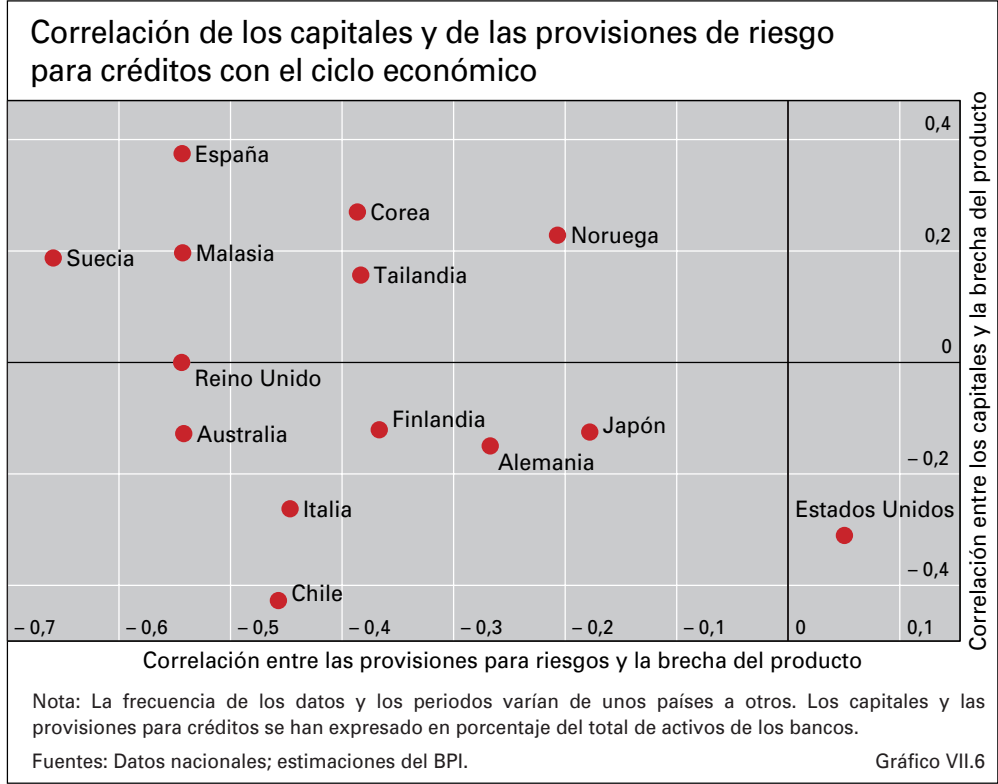
La existencia de unas redes de seguridad financiera mal concebidas y de diversas formas de limitación de responsabilidad puede distorsionar igualmente los incentivos de los prestamistas y llevarles a atribuir insuficiente importancia, desde el punto de vista social, a la desaceleración de la economía, ya que algunas de las pérdidas experimentadas en estas circunstancias probablemente sean soportadas por otros, entre los cuales se encuentran los contribuyentes. Por último, los sistemas de remuneración basados en las ganancias a corto plazo y los resultados relativos, y no en los de carácter absoluto pueden dificultar la adopción de una perspectiva a largo plazo, así como una valoración del riesgo en su conjunto.

Prácticas contables y regulación normativa

Las prácticas contables y la regulación normativa también pueden influir en el modo de reaccionar de las instituciones financieras a los cambios de percepción del riesgo. No obstante, la sucesión de ciclos financieros a lo largo de la historia induce a pensar que el marco de regulación no constituye la causa principal de estos ciclos.

Las reglas sobre provisiones para riesgo de crédito son actualmente de carácter retrospectivo ...

Como se ha señalado antes, las prácticas seguidas en la constitución de provisiones para riesgos influyen significativamente en la evolución cíclica de la rentabilidad de los bancos. En muchos países, las prácticas contables sólo permiten la constitución de dichas provisiones tras producirse un empeoramiento claramente verificable de la calidad del crédito. Por otra parte, las deducciones fiscales de los gastos por provisiones suelen estar sometidas a restricciones. Como consecuencia, puede ser difícil para un banco aumentar sus provisiones para riesgos en una fase de expansión económica, aun cuando considere con razón que ha empeorado la futura capacidad de sus prestatarios para devolver los préstamos. Aunque los beneficios adicionales



generados por las provisiones insuficientes pueden mantenerse en el balance en lugar de repartirse como dividendos, o utilizarse para financiar la recompra de acciones, eso no siempre es posible, dadas las presiones a las que están sometidos los directivos de los bancos para maximizar el rendimiento de los capitales.

El marco de regulación del capital de los bancos puede afectar asimismo a la dinámica de los ciclos financieros. Aunque el sistema regulativo basado en la exigencia de capitales mínimo puede contribuir a la estabilidad general del sistema, también podría, en determinadas circunstancias, agravar el proceso de desaceleración económica. La razón se halla en que una serie de pérdidas generalizadas podría llevar a algunos bancos a reducir significativamente el crédito, sobre todo para evitar la elevada pérdida de reputación y otros costos en que pueden incurrir si sus capitales disminuye por debajo del mínimo exigido. Cualquier endurecimiento de los controles o de los criterios para conceder préstamos en respuesta a estas pérdidas podría amplificar aún más la desaceleración.

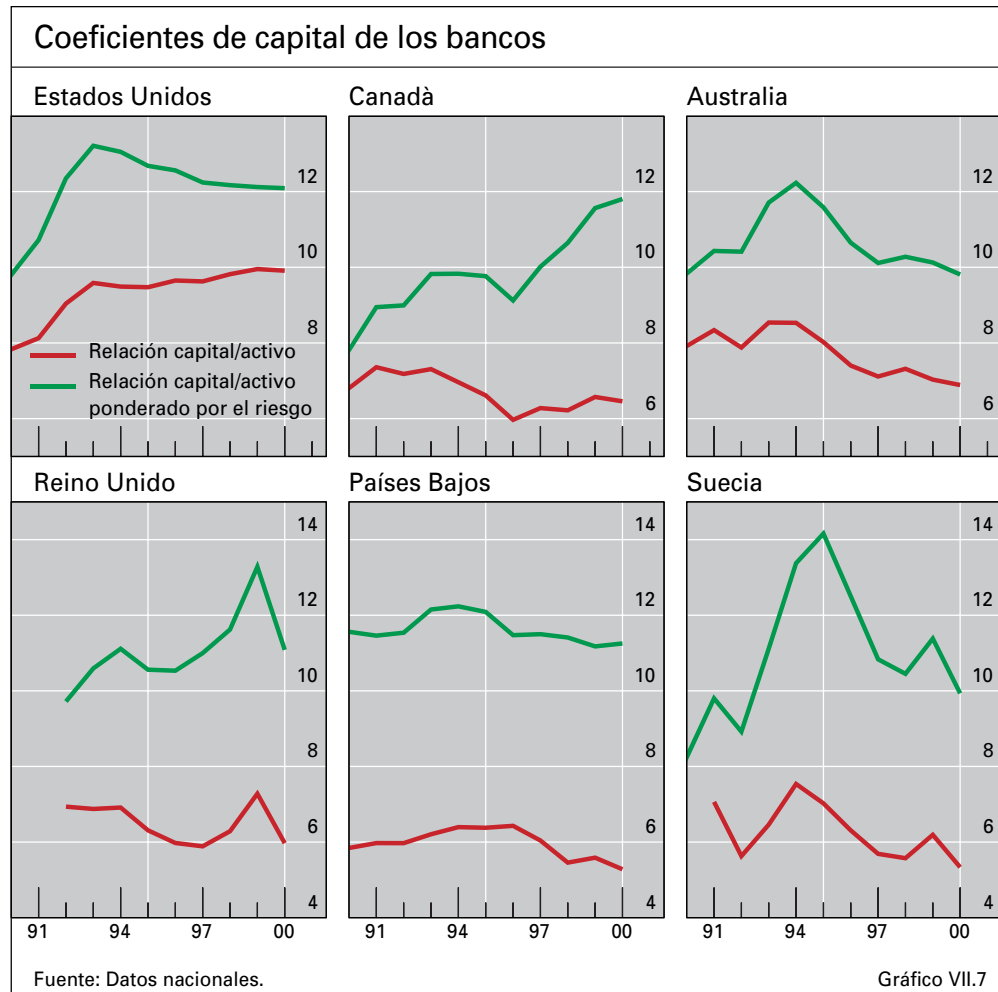
Aunque la evidencia obtenida en relación con la importancia de estos factores normativos no es uniforme, resulta razonable pensar que la contracción de los préstamos bancarios que suele acompañar a una desaceleración económica sería menor si los coeficientes de capitales aumentaran durante la fase expansiva anterior. Las normas actuales sobre capitales exigen un incremento del *nivel* de éstos en las fases de expansión si los préstamos están aumentando, pero no exigen un incremento de la *relación* entre el capital y los activos. En realidad, según las normas actuales, el coeficiente de capital exigido para una cartera determinada no varía con el paso del tiempo cuando varía el riesgo de la cartera. Por otra parte, dada la

... y los capitales mínimos exigidos actualmente no son muy sensibles al riesgo

Los coeficientes de capitales no evolucionan sistemáticamente en consonancia con el ciclo económico

posibilidad de que las provisiones para riesgos sean insuficientes al producirse una expansión económica, el mecanismo de amortiguación global de que dispone el sistema bancario para contrarrestar las pérdidas puede incluso disminuir durante ese periodo.

No parece que exista en los distintos países una estrecha relación entre los *coeficientes* efectivos de capitales de los bancos y el ciclo económico. Desde mediados de los noventa, el coeficiente agregado de capitales ha aumentado en algunos sistemas bancarios y ha disminuido en otros. Tal vez la conclusión más clara que puede deducirse de este tipo de comparaciones internacionales es que en los países cuyo sistema bancario tuvo problemas a finales de los años ochenta y principios de los noventa los capitales no aumentaron sustancialmente hasta que no salieron a la luz los problemas y, a partir de entonces, fueron disminuyendo gradualmente a medida que se consolidaba la expansión económica. Es posible que el aumento de los capitales registrado a principios de los noventa se debiera a presiones de índole normativa, pero otro factor importante fue la necesidad de los bancos en dificultades de demostrar al mercado que se habían recuperado. Una vez hecha la demostración y después de recuperarse el crecimiento económico, los coeficientes de capital más elevados comenzaron a considerarse un impedimento para la creación de plusvalía para los accionistas, por lo que se redujeron en consecuencia.



Opciones posibles de política económica

En principio, las autoridades podrían recurrir a los instrumentos de supervisión, a la regulación y a la política monetaria para reaccionar ante los problemas que crea la sucesión de ciclos financieros, pero la grave dificultad que se les plantea es saber si deben responder o no de esta forma y, en caso afirmativo, qué respuesta deben dar.

Las autoridades pueden responder a los ciclos financieros ...

Es frecuente pensar que la contribución más valiosa que las autoridades pueden aportar al logro de la estabilidad financiera y macroeconómica es garantizar que la inflación sea baja y estable, que la infraestructura financiera cumpla las normas internacionales generalmente aceptadas y que los acontecimientos financieros negativos se aborden a tiempo. Los defensores de este enfoque señalan que muchos de los ciclos que han desembocado en problemas financieros graves se han producido en países donde la inflación era alta o la supervisión bancaria escasa y la difusión de la información al mercado resultaba insuficiente. También recalcan los problemas prácticos (analizados más adelante) que plantea la concepción de una política económica más activa.

Otra corriente de opinión sostiene que las condiciones descritas, aunque necesarias, no son suficientes para mantener la estabilidad financiera. En particular, es evidente que incluso los países de baja inflación pueden sufrir costosos ciclos financieros provocados por las oleadas de excesivo optimismo. Cabría afirmar, por lo tanto, que la estabilidad financiera y macroeconómica aumentaría si las autoridades dieran más importancia a las políticas que reducen la sensibilidad de la economía a estos ciclos o, lo que es más ambicioso, frenaran su desarrollo por medio de cambios discrecionales de la regulación y de los instrumentos de supervisión, o bien de los tipos de interés oficiales.

... pero hay divergencia de opiniones ...

Las diferentes opiniones expuestas, al menos en lo que se refiere a la viabilidad y la conveniencia de introducir cambios discrecionales en los instrumentos, reflejan en parte la divergencia de pareceres que existe sobre la capacidad de las autoridades para percibir los desequilibrios financieros. Las expansiones insostenibles del crédito y las distorsiones de los precios de los activos resultan mucho más fáciles de identificar una vez que se han producido y no antes. Algunos sostienen que es improbable que las autoridades estén siempre en mejores condiciones que las instituciones privadas para juzgar la viabilidad de las tendencias observadas, por lo que deben abstenerse de intervenir para contener la fase expansiva de un ciclo financiero. Cabe replicar que la necesidad de intervención de las autoridades no se justifica necesariamente por su capacidad para juzgar la situación mejor que el sector privado sino, más bien, por el hecho de que sus responsabilidades y motivaciones son diferentes, lo que les llevará a responder de forma muy distinta aunque la percepción de la situación sea idéntica. Por ejemplo, es probable que a las autoridades les preocupen más que al sector privado las perspectivas de desaceleración, sobre todo si las instituciones financieras están expuestas en su conjunto a los mismos riesgos. También cabe esperar que tengan un horizonte temporal más largo y

... sobre las medidas que deben adoptarse, si se debe adoptar alguna

que sus motivaciones no estén distorsionadas por la existencia de una red de seguridad financiera.

Regulación y supervisión

Si las autoridades deben responder a la sucesión de ciclos financieros, los primeros instrumentos de que disponen son, evidentemente, la supervisión y la regulación normativa. En este caso, tienen tres grandes opciones: ayudar al público a comprender mejor el riesgo agregado; establecer unas reglas que reduzcan la vulnerabilidad del sistema financiero y de la macroeconomía a los desequilibrios financieros; y responder directamente a los desequilibrios introduciendo modificaciones discrecionales en las normas de carácter prudencial.

Las autoridades pueden hacer públicas las variaciones del riesgo a lo largo del tiempo

La primera opción aborda la cuestión fundamental de la medición del riesgo a lo largo del tiempo. Las autoridades encargadas de la supervisión pueden ayudar al público a evaluar mejor el riesgo agregado publicando, por ejemplo, los informes y los discursos de los últimos responsables en este terreno. Asimismo, pueden pedir a las instituciones financieras que realicen simulaciones de crisis con el fin de poner de manifiesto cuáles son los puntos vulnerables y evaluar su alcance, además de exigir una mayor difusión de la información sobre los riesgos. Recientemente se han tomado medidas en este sentido en algunos países que están experimentando un rápido crecimiento del crédito y fuertes subidas de los precios de la propiedad inmueble.

Los mecanismos regulativos como ...

La segunda opción consiste en concebir mecanismos regulativos que, al limitar el carácter procíclico del sistema financiero, puedan servir de estabilizadores automáticos. En este sentido, revisten particular importancia las reglas por las que se rigen los capitales y las provisiones para riesgos de los bancos al ser los principales instrumentos de que disponen las entidades para protegerse de las perturbaciones negativas: en principio, el capital les protege de las pérdidas imprevistas, mientras que las provisiones les cubren ante las pérdidas incorporadas o esperadas.

... los coeficientes mínimos de capital ...

Con los cambios de las reglas sobre los capitales de los bancos propuestos recientemente por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, los coeficientes de capital *relativos* estarán mucho más relacionados con las medidas del riesgo *relativo*, lo que reducirá significativamente por sí solo buena parte de las distorsiones que han surgido en el marco del Acuerdo de Capital y reforzará la solidez de las instituciones financieras. Por otra parte, el hecho de que se definan con mayor exactitud los coeficientes relativos de capitales y se ponga más énfasis en el proceso de supervisión y de difusión de la información (segundo y tercer pilares) probablemente ayudará a las autoridades supervisoras, a los bancos y a los mercados a detectar los problemas con mayor antelación. En la medida en que eso reduzca la tolerancia normativa y propicie la temprana adopción de medidas correctoras, podrán evitarse muchos de los peores excesos ligados al ciclo financiero.

Las modificaciones propuestas significan asimismo que las exigencias de capitales referidas a una cartera determinada variarán con el paso del tiempo en función de la evolución del riesgo *medido*, lo cual puede resultar en un

aumento de la solidez de los bancos y reducir el carácter procíclico del sistema financiero. Sin embargo, el grado en que ello se consiga depende, en parte, de la medida en que coincidan la trayectoria del riesgo medido y la del riesgo subyacente. Si se subestima el riesgo en una fase ascendente, las exigencias de capitales podrían resultar insuficientes en un momento de expansión y hacer que el sistema bancario se torne excesivamente vulnerable a una desaceleración económica. Por otra parte, es probable que la estabilidad del sistema financiero se vea reforzada si la aparición de desequilibrios financieros lleva a reconocer el aumento del riesgo y, por lo tanto, a incrementar los niveles de capitales del sistema bancario.

Una cuestión importante ligada a la medición del riesgo es el horizonte temporal de la valoración. Las modificaciones propuestas al Acuerdo de Capital no especifican un horizonte de valoración concreto; los bancos deberán evaluar los riesgos futuros basándose en la situación actual y en su conocimiento del prestatario. No obstante, las propuestas señalan que, en razón de las dificultades para predecir los acontecimientos *lejanos*, los bancos deberán interpretar las proyecciones con criterios de prudencia. Al mismo tiempo, a la hora de cuantificar el riesgo a fin de calcular las exigencias de capitales, las propuestas se basan en la probabilidad de impago a un año vista de cada clase de riesgo, siguiendo la práctica habitual. Una cuestión abierta a debate es la de si este método de cuantificación llevará asimismo a los bancos a *evaluar* el riesgo en un horizonte de un año, lo cual se piensa que quizá sería excesivamente “miope”. Un horizonte temporal de valoración del riesgo superior a un año podría resultar apropiado si el periodo que necesita un banco en dificultades para obtener capital o reestructurar su balance fuera generalmente superior a un año, lo cual resulta más probable si no es el único en experimentar dificultades. Por otra parte, un horizonte más prolongado quedaría justificado en aquellas situaciones en que un horizonte de un año provoca frecuentes transferencias de préstamos entre las distintas categorías de riesgo, generando grandes fluctuaciones de los capitales exigidos durante un ciclo económico.

Las normas sobre provisiones para riesgos también pueden utilizarse como estabilizadores automáticos. En España se ha dado un paso en este sentido, puesto que las normas que recientemente han entrado en vigor obligan a los bancos a constituir provisiones para riesgos contra pérdidas futuras en el momento en que se concede un préstamo; la cuantía de la provisión viene determinada por la experiencia histórica de pérdidas de cada tipo de préstamo considerada en un plazo muy amplio. Este enfoque reducirá probablemente el carácter cíclico de la rentabilidad de los bancos al aumentar los gastos de provisión en épocas favorables y constituir un mecanismo de protección contra préstamos fallidos en épocas de dificultades.

Sin embargo, esas normas han recibido críticas basadas en razones de orden teórico. La constitución de provisiones para riesgos lleva aparejada una reducción del valor de los activos netos de los bancos. Desde el punto de vista contable, esa reducción en el momento en que se concede el préstamo no se considera por lo general justificada, puesto que el valor adecuado de un préstamo cuyo precio se ha fijado correctamente no debe ser inferior al de su

... las provisiones
para riesgos
preventivas ...

valor nominal. Aunque a las autoridades supervisoras les tranquilice la protección complementaria que proporciona esta reducción, las autoridades contables suelen afirmar que este tipo de provisiones para riesgos basadas en la aplicación de una normativa puede dar una imagen distorsionada del grado real de solidez de una entidad.

Otro método consiste en exigir la constitución de provisiones para riesgos de crédito siempre que el diferencial de interés de un préstamo no cubra las pérdidas que generaría un eventual incumplimiento. Este método, generalmente no exige la constitución de provisiones para riesgos desde el momento en que se concede un préstamo, siempre que el precio del riesgo se haya fijado correctamente, si bien podría exigirse en un momento posterior en caso de que el banco estimara que la calidad crediticia del prestatario ha empeorado y el tipo del préstamo permanece inalterado. La generalización de esta práctica llevaría a suprimir las provisiones para préstamos fallidos y adoptar una contabilidad basada en la correcta valoración contable de todos los activos y pasivos financieros.

Cualesquiera que sean las ventajas derivadas de la constitución de provisiones para riesgo de crédito desde el momento en que se concede un préstamo y, en última instancia, de la contabilidad basada en la correcta valoración contable, este método plantea problemas importantes. En primer lugar, dado que los préstamos por lo general no se negocian en los mercados, su valoración es inevitablemente subjetiva y depende de la propia estimación que haga el banco de la probabilidad de recuperarlos. Algunas autoridades contables temen que esta subjetividad permita a los directivos de las entidades reducir artificialmente las fluctuaciones en los beneficios. En segundo lugar, la influencia ejercida por las provisiones para riesgos desde que se concede un préstamo y la contabilidad basada en el valor contable correcto en los ciclos del sistema financiero depende en gran medida de la adecuada valoración del riesgo a lo largo del tiempo. Si el riesgo se subestima sistemáticamente al producirse una expansión económica, los préstamos tenderán a sobrevalorarse en ese periodo de elevado crecimiento, bien indirectamente por la insuficiencia de las provisiones para riesgos, bien directamente en el caso de la contabilidad basada en el valor correcto. En esas circunstancias, extender este principio contable a todos los instrumentos financieros contribuiría a reforzar el carácter procíclico del conjunto del sistema. Por otra parte, si el riesgo se revisa al alza correctamente en una expansión prolongada, el carácter cíclico probablemente disminuirá y los bancos reconocerán que parte de la renta obtenida en las épocas de bonanza representa, en realidad, el pago de una prima para cubrir los incumplimientos previstos cuando llega la fase de desaceleración.

El hecho de que la valoración incorrecta del riesgo constituya un problema importante refuerza los argumentos a favor de la provisión obligatoria de fondos desde que se concede un préstamo. Una posible solución a las objeciones de las autoridades contables consistiría en que las encargadas de la supervisión obligaran a las instituciones financieras a tener capitales no sólo para cubrir las pérdidas imprevistas sino también en concepto de "provisión prudencial", calculada a partir de las pérdidas medias

experimentadas a largo plazo. De esa forma, el sistema dispondría de un mayor volumen de capital durante los periodos en que los préstamos fallidos son poco numerosos.

Las normas de valoración de las garantías, así como las relaciones máximas préstamo/valor de las garantías, podrían servir igualmente de estabilizadores automáticos. Los países que han utilizado para valorar las garantías conceptos a largo plazo y que han aplicado estrictas relaciones préstamo/valor de los inmuebles a los préstamos hipotecarios parecen presentar sistemas financieros menos procíclicos, aunque es difícil distinguir con exactitud el papel exacto de estos factores y el desempeñado por otros. En el marco de la modificación del Acuerdo de Capital, una opción sería reconocer explícitamente que, con el paso del tiempo, aumenta la correlación entre el valor de las garantías y la probabilidad de incumplimiento, por lo que previsiblemente dicho valor será bajo cuando las probabilidades de que se produzcan pérdidas por los préstamos sean elevadas.

La tercera opción, que no se basa en normas establecidas sino en una actuación discrecional, consiste en modificar las exigencias de capitales y de provisiones para riesgos con el paso del tiempo en respuesta a los cambios del riesgo agregado, modificando explícitamente los coeficientes mínimos de capital que se exigen a todos los bancos, o bien caso por caso a través de un proceso de supervisión. Cualquiera de los dos métodos podría estar justificado en el caso de que las autoridades supervisoras estimaran que los bancos no atribuyen suficiente peso en sus decisiones a los cambios del riesgo agregado. En una fase de expansión, el aumento del coeficiente de capital y de las provisiones para riesgos podría contribuir a retrasar la aparición de desequilibrios financieros encareciendo los préstamos y aumentaría la protección del sistema bancario contra una posible desaceleración. Esa respuesta podría considerarse coherente con un reforzamiento del enfoque macroprudencial de la regulación financiera.

Sin embargo, la modificación discrecional de las exigencias de capitales y de las provisiones para riesgos plantea algunas dificultades, comenzando por la correcta determinación del ciclo en cuestión, a lo que se suma la posibilidad de que esos ajustes terminen creando un problema de riesgo moral. Si el sector privado llegara a creer que las autoridades han adoptado un régimen en el que los instrumentos de política se ajustan sistemáticamente para contener el riesgo global del sistema financiero, existe el peligro de que dedique menos atención a la evaluación del riesgo agregado. Además, si se produjera un episodio de inestabilidad financiera, las autoridades podrían sentirse responsables en parte de no haber ajustado antes los instrumentos de política a su disposición, por lo que probablemente serían menos proclives a adoptar las medidas correctoras necesarias y, en cambio, se inclinarían más a recurrir a operaciones de rescate. Por otra parte, su reputación podría resultar dañada, lo que acabaría minando la capacidad requerida para llevar a cabo su misión.

La realización de modificaciones en este terreno plantea igualmente numerosas dificultades de orden práctico. Por ejemplo, ¿deben aplicarse a todos los bancos, o bien caso por caso a través de un proceso de supervisión?

... y las normas de valoración pueden servir de estabilizadores automáticos

Las exigencias prudenciales también podrían modificarse con el paso del tiempo ...

... pero ese enfoque plantea ciertos problemas a las autoridades ...

... aunque no tiene por qué excluirse la posibilidad de realizar modificaciones ocasionales

En el último supuesto, ¿deben aplicarse únicamente a los bancos más vulnerables al ciclo o sólo a los que revisten mayor importancia sistémica? ¿Cómo terminarían formándose las autoridades supervisoras los necesarios juicios de valor y cómo los justificarían ante la opinión pública? Por último, ¿no podría ocurrir que este tipo de actuaciones desplazara simplemente la actividad de financiación al sector no regulado? La dificultad de responder a estas preguntas muestra los problemas que encierra para las autoridades modificar frecuentemente las exigencias de capitales y de provisiones para riesgos con el objetivo de reducir la amplitud de los ciclos financieros, pero ello no tiene por qué excluir la posibilidad de realizar modificaciones ocasionales.

La política monetaria

La política monetaria también puede utilizarse para hacer frente a los ciclos financieros ...

La política monetaria también puede utilizarse, en principio, para hacer frente a los ciclos financieros, en virtud de un razonamiento muy sencillo. La expansión del crédito constituye un elemento esencial de la suma de desequilibrios en el sistema financiero y, asimismo, de cualquier acumulación excesiva o asignación inadecuada del capital real. Como ya se ha señalado, la estabilidad del nivel general de precios de los bienes y servicios puede no ser un instrumento de protección suficiente contra esos excesos y, por lo tanto, contra el riesgo de inestabilidad financiera. En los regímenes actuales de moneda fiduciaria, por oposición a los regímenes basados en determinados bienes, como el que existía en el patrón oro, la principal restricción exógena que afecta a la creación de crédito en la esfera monetaria viene dada por la posible reacción de las autoridades, normalmente en forma de ajuste de los tipos de interés oficiales. A menos que esa reacción se dirija específicamente contra la acumulación de desequilibrios, éstos podrían tolerarse involuntariamente.

... pero eso plantea ciertas dificultades importantes, entre las que se encuentran ...

Sin embargo, este argumento plantea algunas cuestiones espinosas a la hora, sobre todo, de identificar los posibles desequilibrios, conciliar la estabilidad financiera con el objetivo de la estabilización de los precios y llevar a cabo un ajuste eficaz de los tipos de interés para hacer frente a los desequilibrios financieros.

... la identificación de los desequilibrios financieros ...

Por lo que se refiere a la identificación de los desequilibrios financieros, la situación de las autoridades monetarias resulta similar en líneas generales a la de las autoridades supervisoras y ambas tropiezan con grandes dificultades para identificar dichos desequilibrios antes de que se produzcan. La diferencia, no obstante, radica en que los bancos centrales pueden no tener suficiente acceso a la información relacionada con la supervisión salvo que desempeñen funciones en ese terreno. Sin embargo, no está claro que se necesite una información detallada sobre cada institución para identificar desequilibrios de alcance más general que suelen constituir el origen de la inestabilidad que afecta a todo el sistema. En la medida en que esta información sea importante, podrían desarrollarse los mecanismos adecuados para facilitar su transmisión al banco central. Otro rasgo que diferencia a las autoridades monetarias es su condición de responsable general de la estabilidad macroeconómica, que posiblemente le hace ser más consciente

de las interacciones generales entre el sistema financiero y la realidad macroeconómica.

La segunda cuestión reside en saber si la utilización de los tipos de interés para hacer frente a los desequilibrios financieros puede ser incompatible con el objetivo de estabilidad de los precios del banco central. En los últimos años, muchos bancos centrales han adoptado regímenes de fijación de un tipo de interés oficial que garantice que la tasa de inflación esperada en un determinado horizonte temporal se aproxime o resulte igual al objetivo. Según una interpretación estricta de estos regímenes, un banco central sólo debe responder a las incidencias del sector financiero cuando éstas afecten a la previsión de inflación. No obstante, si se sigue una interpretación más amplia, puede resultar conveniente, en situaciones de creciente desequilibrio financiero, fijar los tipos de interés en un nivel superior al que justifican las predicciones inmediatas sobre la inflación. La razón sería que, al contener los desequilibrios financieros, el banco central podría ayudar a prevenir la inestabilidad financiera en el futuro y quizá, incluso, a evitar que la inflación fuera inferior al objetivo. Aunque el mantenimiento de los tipos de interés en niveles más elevados representara un "costo", al inducir una desviación a corto plazo de la inflación con respecto al objetivo, esa política podría considerarse compatible con la búsqueda de la estabilidad de los precios en un horizonte más largo.

El posible conflicto entre la estabilidad financiera y una interpretación estricta del objetivo de inflación resulte quizá más patente en los periodos en los que la evolución favorable de la oferta se ha traducido en tasas elevadas de crecimiento, una reducción de la inflación y el surgimiento de expectativas excesivamente optimistas sobre el futuro. En ese entorno, es probable que haya aumentado el rendimiento real del capital y, por lo tanto, el tipo de interés "natural" ("wickselliano"), mientras que la existencia de un objetivo de inflación podría hacer necesaria, de hecho, una reducción de los tipos de interés (véase el capítulo IV). Sin embargo, esa reducción de los tipos podría reforzar simplemente la oleada de optimismo, sobre todo si el banco central goza de plena credibilidad, lo que contribuiría, en última instancia, a acentuar los desequilibrios financieros.

Aunque sea la medida idónea en estas circunstancias, la elevación de los tipos de interés puede plantear importantes problemas de cara a la opinión pública. Dado el conocimiento actual de los mecanismos de fijación de la política monetaria, puede resultar difícil para el banco central explicar convincentemente al público la subida de los tipos de interés por razones de estabilidad financiera cuando no existen claras presiones inflacionarias. Por otra parte, si el banco central consigue refrenar los excesos financieros, puede ser objeto de críticas por poner en peligro una expansión que muchos juzgaban vigorosa y, al mismo tiempo, sostenible.

Y a la inversa, una reducción de los tipos de interés destinada a promover la estabilidad financiera, que no parece plantear el mismo tipo de problemas de cara a la opinión pública, posiblemente producirá reacciones asimétricas, en el sentido de que los bancos centrales bajarán rápidamente los tipos oficiales tras una perturbación financiera, pero se mostrarán reacios

... la resolución de los posibles conflictos con otros objetivos ...

a subirlos ante una situación de creciente desequilibrio financiero. Ello puede fomentar la asunción de riesgos, al alimentar la confianza del público en que la política monetaria acudirá al “rescate” del sistema financiero siempre que surja una perturbación.

... y garantizar la
eficacia de la
política

La tercera cuestión se refiere a la eficacia de la subida de los tipos de interés en la contención de los desequilibrios financieros. Por una parte, la utilización de la política monetaria parece preferible a las medidas de supervisión, ya que el alza de los tipos afectaría tanto a las entidades reguladas como a las no sometidas a control. Por otra, una subida relativamente pequeña de los tipos podría resultar contraproducente al aumentar la confianza en el compromiso antiinflacionario del banco central y, por lo tanto, las expectativas optimistas sobre el futuro. En consecuencia, la subida tendría que ser considerable para producir un efecto significativo, aunque éste sería difícil de predecir. Por otra parte, si el alza de los tipos no se invierte rápidamente al atenuarse los desequilibrios financieros, podría ocasionar una grave recesión al encontrarse inmersa la economía en una doble situación de descenso de los precios de los activos y elevados tipos de interés reales.

Estas dificultades exigen, al igual que en el caso de las medidas de supervisión, una buena dosis de prudencia en la utilización de la política monetaria para contener específicamente los desequilibrios financieros, lo cual no significa, sin embargo, que no pueda utilizarse esporádicamente de esta manera.

Toda medida
oficial de respuesta
requiere
coordinación

Antes de proceder a cualquier medida, es muy necesario asegurar la coordinación entre las instancias competentes en cada ámbito. En la mayoría de los países, los diversos instrumentos antes analizados no están bajo el control de un solo órgano. La supervisión prudencial no suele ser competencia de las autoridades monetarias, mientras que la elaboración de normas tributarias y contables, así como las relativas a la difusión de información financiera, corre a cargo de otras instancias públicas. Además, no todas estas instancias tienen como objetivo fundamental la estabilidad financiera. Si falta la necesaria coordinación entre los bancos centrales y las autoridades competentes en el ámbito de la supervisión, los impuestos y la contabilidad, se corre el riesgo de aplazar la adopción de medidas adecuadas.