

## VII. Riesgos y oportunidades: hacia un sistema financiero a prueba de fallos

En el cuarto trimestre de 2008, pese a los ímprobos esfuerzos de las autoridades económicas durante más de un año, la crisis financiera se intensificó hasta el punto de ahogar la economía real. Los bancos centrales habían estado proporcionando financiación a corto plazo para facilitar los ajustes necesarios en el sistema bancario, pero esto no basta para detener las pérdidas bancarias. De hecho, lo que venía abordándose como una crisis de liquidez acabó confirmándose como una crisis de solvencia. La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre provocó una estampida en el mercado interbancario, un repunte extraordinario de las tasas de los bonos corporativos y una pérdida generalizada de la confianza entre empresarios y consumidores. El consiguiente desplome del gasto en bienes de consumo duradero en las economías industriales se dejó sentir rápidamente en los países emergentes, con una acusada reducción del volumen de los intercambios comerciales y una reversión de los flujos de capital. El alcance mundial de la recesión repercutió en los mercados financieros y deprimió los precios de acciones y bonos, exceptuando la deuda soberana de mayor calidad.

Los dramáticos acontecimientos de los últimos tres meses y medio de 2008 obligaron a las autoridades monetarias, fiscales y reguladoras a abrir un segundo frente de batalla —contrarrestar las amenazas para la economía real— y a redoblar esfuerzos para restaurar la solvencia del sistema financiero. En gran parte de las economías industriales, los bancos centrales recortaron las tasas de interés oficiales hasta mínimos históricos para posteriormente relajar aún más las condiciones de financiación, utilizando sus recursos de formas poco convencionales. Mientras, los responsables de las finanzas públicas trabajaron para implantar planes de estímulo sin precedentes, al tiempo que, en colaboración con reguladores y supervisores, inyectaban fondos para recomponer los balances de las instituciones financieras.

Inevitablemente, el resultado ha sido una combinación desorganizada de medidas de urgencia dirigidas a frenar el declive con un incipiente programa de reformas integrales que sienta las bases de un crecimiento sostenible. Entre los inmensos esfuerzos realizados a corto plazo sobresalen, sin embargo, dos importantes riesgos que pueden comprometer la recuperación a largo plazo. Primero, las políticas adoptadas hasta el momento pueden ser insuficientes para restablecer la solvencia del sistema bancario. Y segundo, no se han articulado correctamente estrategias de abandono de los programas de reparación monetaria, fiscal y financiera, lo cual amenaza con dificultar, más que favorecer, los ajustes macroeconómicos requeridos.

Un sistema financiero sólido no sólo es fundamental para la estabilidad del crecimiento real a largo plazo, sino también condición previa para la eficacia de las políticas expansivas que buscan reorientar la economía en esa dirección. Hasta que el sistema de intermediación no vuelva a funcionar, canalizando con fluidez los recursos desde ahorradores hacia inversionistas y transfiriendo el riesgo a quienes desean y pueden asumirlo, las medidas de estímulo fiscal a gran escala bien podrían revelarse inútiles, como ocurrió en Japón hace una década. El resultado sería un aumento ingente de la deuda pública sin una recuperación firme del crecimiento. Es fundamental, pues, que los gobiernos perseveren en la reconstrucción del sistema financiero y no caigan en la tentación de desistir prematuramente. Es posible que la economía real no tarde en dar muestras de regreso a la normalidad, haciendo creer que el renovado crecimiento rematará la tarea de sanear los balances bancarios. Pero mientras los intermediarios financieros no superen su delicada situación, cualquier mejora de la economía real está abocada a ser temporal.

Para hacer frente a la amenaza para el crecimiento que representan las numerosas intervenciones fiscales, monetarias y reguladoras, las autoridades deben encontrar métodos convincentes para poner término a las políticas que han aplicado, lo que incluye reducir la elevada participación que actualmente tiene el sector público en el sistema financiero. Aquellos bancos centrales que hayan sustituido a los intermediarios del sector privado deben devolverles el testigo. Además, el incremento del gasto público, que puede haber sido necesario para limitar la caída del empleo y la producción a corto plazo, podría ser más perjudicial que beneficioso si se va de las manos. Es fundamental que los responsables de las finanzas públicas demuestren ahora que sus presupuestos permiten la sostenibilidad a largo plazo<sup>1</sup>.

Más allá de los retos a corto plazo —ayudar al saneamiento de las instituciones financieras y mercados, acabar con la recesión y restablecer el equilibrio en el papel del gobierno en la economía— aguarda la colosal tarea de modificar tanto el ampliado marco de políticas económicas como la arquitectura del sistema financiero. Enfrentarse a las múltiples causas de la crisis descritas en el Capítulo I requiere un conjunto variado de soluciones. Las políticas macroeconómicas que originaron continuos desequilibrios por cuenta corriente y bajas tasas de interés tendrán que ajustarse. Y los precios de los activos y el crecimiento del crédito deben integrarse más directamente en los marcos de política monetaria. Abordar los variados factores microeconómicos que contribuyeron a la crisis —incentivos mal estructurados y un gobierno corporativo inadecuado, una gestión de riesgos incorrecta y las deficiencias de los sistemas reguladores— exige cambios igualmente amplios en el conjunto de normas que rigen los mercados.

Sin perjuicio de sus arraigadas virtudes, los mercados han fallado en algunos aspectos muy importantes. Resulta ahora evidente que, al haber crecido y ganado en complejidad, el sistema financiero precisa de un conjunto

<sup>1</sup> Véase H. Hannoun, «Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off?», discurso pronunciado en la 44ª Conferencia de Gobernadores del SEACEN, Kuala Lumpur, 7 de febrero de 2009.

más amplio de normas que aseguren su correcto funcionamiento<sup>2</sup>. Garantizar que el sistema financiero descentralizado funciona con seguridad y eficiencia no implica simplemente *más* regulación o *más* centralización, sino *mejor* regulación y *mejor* supervisión que induzcan al sector privado a mejorar sus incentivos, gestión del riesgo y gobierno corporativo. Además, la crisis puso de manifiesto la existencia de riesgos sistémicos asociados a los principales componentes del sistema financiero: instrumentos, mercados e instituciones. Identificar, medir y mitigar los riesgos sistémicos inherentes a estos tres componentes permitirá establecer un sólido perímetro de regulación con múltiples niveles de protección frente a crisis futuras.

### Riesgos a corto plazo y estrategias de salida: reparación financiera, política fiscal y política monetaria

Las políticas fiscal y monetaria aplicadas para encarar la crisis mundial son de una dimensión y un alcance sin precedentes. El estímulo fiscal se expande a gran velocidad a medida que los países del G-20 incrementan en promedio el gasto en un importe equivalente al 2% del PIB este año, lo que se suma a los efectos de los estabilizadores automáticos ya en marcha. Encabeza el gasto adicional Estados Unidos, cuyo déficit federal se ampliará previsiblemente en más de un 8% del PIB entre 2008 y 2009.

Mientras, las autoridades monetarias de la zona del euro, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido recurren a instrumentos convencionales y no convencionales, reduciendo las tasas de interés oficiales a cero o prácticamente cero, al tiempo que amplían con rapidez sus balances. Como se indica en el Capítulo VI, el balance consolidado del Eurosistema ha pasado de 1,2 a 1,8 billones de euros en los dos últimos años; el Banco de Inglaterra ha duplicado con creces su balance hasta superar los 200.000 millones de libras esterlinas y prevé nuevos incrementos significativos en los próximos meses; y la Reserva Federal, cuyo balance ascendía a 900.000 millones de dólares a mediados de 2008, podría ampliarlo a más de 3 billones de dólares durante 2009.

Los responsables de las finanzas públicas, los reguladores y los bancos centrales han aunado esfuerzos en la difícil tarea de reparar el sistema financiero. Aunque se ha avanzado en este sentido (véase el Capítulo VI), la labor aún no ha terminado. Si se retrasa más el saneamiento del sector financiero, se corre el riesgo de debilitar los esfuerzos en otros frentes de política económica. Las políticas fiscales y monetarias pierden sin duda eficacia cuando la intermediación financiera está dañada. Y mientras las instituciones financieras mundiales vacilen en financiar la actividad económica en las economías de mercado emergentes, las perspectivas de crecimiento y desarrollo en lo que

<sup>2</sup> Según señala John McMillan, los incentivos individuales y la autorregulación tienen sus limitaciones. La existencia de una economía sumergida demuestra que los mercados pueden organizarse por sí mismos, pero sólo mientras las operaciones sean pequeñas y sencillas. Sacar de la ilegalidad al mercado negro requiere normas y legisladores. Es aquí donde intervienen los gobiernos para proteger los derechos de propiedad y garantizar el cumplimiento de las obligaciones adquiridas. Véase J. McMillan, *Reinventing the bazaar: a natural history of markets*, W. W. Norton, 2002.

ha sido el principal motor del crecimiento mundial en la última década se verán menoscabadas.

Las medidas de rescate sin precedentes entrañan considerables riesgos. Su enumeración servirá de recordatorio de las dificultades a las que se enfrentarán las autoridades en los próximos meses e incluso años para restablecer la estabilidad del sistema económico y financiero mundial.

#### *Los retos de la reparación financiera: rescates*

Los planes de rescate financiero —avales públicos, transferencias de activos, recapitalizaciones y participación pública directa— plantean retos en cuanto a su eficacia y estrategia de salida.

Las crisis bancarias anteriores nos han enseñado que el reconocimiento temprano de las pérdidas, junto con una intervención y reestructuración rápida y global, son la clave para una pronta recuperación (véase el Recuadro VI.B). Antes de que el crédito pueda normalizarse, hay que deshacerse de los activos problemáticos y recapitalizar los bancos, todo ello con transparencia. Sin embargo, durante la crisis actual ha faltado resolución, por lo que los agentes del mercado no han estado seguros de la dimensión y la distribución de las pérdidas, ni del momento adecuado para su reconocimiento. Esta incertidumbre no ha hecho más que mantener las dudas y frustrar los esfuerzos de las autoridades por restaurar la confianza en el sistema financiero.

Además de la necesidad de adoptar medidas oficiales más contundentes para hacer una «limpieza» de entidades bancarias insolventes, los propios intermediarios habrán de ajustar sus modelos de financiación conforme las estructuras fuera de balance se consoliden en los balances bancarios, la financiación vía titulización se complique y la obtención de fondos en los mercados mayoristas se torne más costosa. Al final, las entidades probablemente serán más pequeñas y estarán menos apalancadas, y casi con toda seguridad sus accionistas tendrán que acostumbrarse a menores tasas de rentabilidad.

Al no haber afrontado el proceso básico de sanear los bancos, las ayudas públicas y el control gubernamental de las entidades han impuesto una carga sobre las arcas públicas, al tiempo que han creado condiciones desiguales tanto dentro de los países como entre ellos. Estas distorsiones han penalizado a bancos otrora fuertes y bien gestionados y a otros prestatarios antes solventes, que ahora parecen entrañar riesgo en comparación con entidades que cuentan con ayudas públicas o están bajo control público. En última instancia, es muy posible que la reticencia de las autoridades a sanear con rapidez los bancos, en muchos de los cuales poseen actualmente una participación significativa, pueda estar retrasando la recuperación.

Los bancos deben reanudar la actividad crediticia, pero también deben adaptarse reduciendo su tamaño y haciéndose más sencillos y seguros. De nuevo, los planes de rescate público aplicados hasta ahora, aun habiendo sido imprescindibles, parecen estar dificultando más que favoreciendo el ajuste necesario. Estos planes, al ayudar a los bancos a obtener tanto recursos propios como financiación mediante deuda, permiten a sus directivos eludir decisiones difíciles pero necesarias para reducir el tamaño de sus balances

(disminuyendo el apalancamiento) y el nivel de riesgo asumido (modificando la composición de sus activos). Asimismo, y como ha sido frecuente en muchas crisis anteriores, las actuaciones públicas que favorecen la venta de las entidades bancarias en dificultades a otros bancos están creando instituciones financieras de tal tamaño y complejidad que incluso sus propios equipos directivos podrían no entender sus exposiciones al riesgo. Pese a la inquietud generalizada por la mera existencia de instituciones demasiado grandes como para dejarlas quebrar, las medidas públicas a corto plazo están aumentando la concentración en el sector financiero e incrementando el riesgo sistémico.

La salida adecuada de los distintos programas de rescate nacionales depende claramente del tipo de apoyo ofrecido. Las cláusulas de revisión del aumento del importe garantizado de los depósitos y de los avales de emisiones de deuda pueden asegurar su eventual desaparición; y, dado que las condiciones de las inyecciones de capital público suelen ser punitivas, los bancos tienen un incentivo para su pronto reembolso. El caso más difícil es el de las entidades bancarias nacionalizadas o casi nacionalizadas. Aun cuando dichas entidades se saneen y vendan con celeridad, los gobiernos posiblemente tengan que quedarse con activos tóxicos durante algún tiempo.

En resumen, es fundamental que las autoridades actúen con prontitud y determinación para reparar el sistema financiero. La voluntad de acabar el trabajo, al igual que las condiciones y el momento de retirarse, deben ser inequívocos. De la misma forma en que los bancos centrales deben permitir a los mercados financieros retomar su papel, las autoridades públicas deben adoptar medidas firmes para que las instituciones retornen a la propiedad y el control privados. Y todo ello con la mirada puesta en volver a un sistema de sana competencia.

Pero aunque poner término a la intervención pública sea fundamental, existe el riesgo de que las autoridades no culminen su labor de reparación. Incluso si parecen observarse los primeros signos de recuperación de la economía real, las autoridades deben proseguir en su tarea hasta finalizarla. En este empeño, el riesgo no consiste en hacer demasiado, sino en dejar de hacer demasiado pronto.

#### *Los retos de la reparación financiera: la regulación bancaria*

En su búsqueda de objetivos a medio plazo para reformar la regulación bancaria, las autoridades intentan mejorar la gestión del capital regulador y de la liquidez, introducir medidas más simples de apalancamiento y mejorar la evaluación de los riesgos más complejos. Pero más allá de ello, están encarando la amenaza que plantea la crisis para la actividad bancaria transfronteriza.

Los inversionistas han empezado a mostrar profunda aversión al riesgo en su evaluación de las instituciones financieras, exigiendo niveles de recursos propios y de capital ordinario (tanto en proporción de los activos totales como de los activos ponderados por riesgo) superiores al mínimo obligatorio.

Como se indica en el Capítulo VI, el objetivo de estabilidad a corto plazo ha planteado cuestiones espinosas sobre el riesgo moral. Los planes de rescate, al limitar las pérdidas de los accionistas y acreedores de los grandes

bancos, así como la retribución de sus directivos y operadores, están reduciendo el incentivo para que las partes interesadas, tanto internas como externas, vigilen la asunción de riesgo en el futuro.

En el ámbito de la evaluación de riesgos, las autoridades podrían estar complicando el problema mientras intentan resolverlo. Es decir, como acaba de señalarse, los planes de rescate están aumentando la concentración en el sector financiero y el riesgo sistémico, aun cuando las reformas reguladoras persiguen precisamente facilitar la gestión de dichos riesgos. Por fortuna, las autoridades de muchos países son conscientes de ello y buscan soluciones. Lo cierto es que, a medida que las instituciones financieras ganan complejidad, las exigencias en materia de gestión del riesgo se vuelven mucho más estrictas. En la actualidad, una institución financiera grande e integrada tiene centenares de filiales, todas ellas operando de forma casi independiente, por lo que es imposible para una sola persona saber qué están haciendo todos estos componentes, y mucho más aún saber cómo interactuarán ante un evento significativo. En estos casos, la gestión de riesgos a escala del grupo parece una labor imposible. Además, algunos bancos no sólo son demasiado grandes como para permitir su quiebra, sino que, al tener importantes relaciones con numerosas instituciones, también están demasiado interrelacionados como para dejarlos quebrar. Las autoridades deben insistir en que las instituciones sean comprensibles tanto para quienes las dirigen como para quienes las regulan y supervisan. Y, en el futuro, una entidad financiera demasiado grande o demasiado interconectada como para dejarla quebrar debería ser también demasiado grande como para haberla dejado existir.

La complejidad tampoco es ajena a la nacionalidad. Los bancos internacionales operan en decenas de países (como dato anecdótico, Citigroup afirma en su sitio *web* tener presencia en 100 países). La existencia de intermediarios internacionales refuerza la eficiencia del sistema financiero, puesto que, al hacer menos necesaria la proximidad geográfica entre prestamistas y prestatarios, facilita el comercio de bienes y servicios así como el movimiento transfronterizo de capitales. Sin embargo, el hecho de que las entidades bancarias extranjeras hayan recortado su actividad durante la crisis puede minar la predisposición de las autoridades del país de acogida a permitir la presencia de éstas en su territorio. El resultado bien podría ser un papel más relevante de los supervisores del país de acogida para proteger sus sistemas financieros de la salida precipitada de alguno de los bancos extranjeros radicados en su país. Y, al dificultar la transferencia de capitales entre países, el proteccionismo financiero contraería el comercio de bienes y servicios, mermando con ello el crecimiento y el desarrollo.

En resumen, de cara al futuro las autoridades habrán de equilibrar estabilidad y eficiencia. Reducir el riesgo moral, mantener las instituciones sencillas y pequeñas, y disminuir su alcance internacional irán en detrimento de las economías de escala y de gama. Al final, un sistema financiero más seguro y estable también podría ser menos eficiente. Por lo tanto, es crucial que las autoridades trabajen para crear el sistema más eficiente posible para el máximo nivel de riesgo que decidan tolerar.

### *Los retos para la política fiscal*

La eficacia a corto plazo de los planes de estímulo fiscal resulta menoscabada no sólo por el deterioro del sistema financiero, sino también por la necesidad de programas expansivos y porque la capacidad para adoptarlos difiere entre países. Además, la enorme cuantía de los paquetes de gasto plantea riesgos a más largo plazo en relación con su estrategia de salida y su sostenibilidad.

La necesidad de expansión fiscal de un país está condicionada, en parte, por la cantidad de estímulo real que puede obtenerse de un nivel determinado de expansión. La eficacia —medida por los efectos sobre el crecimiento y el empleo de una expansión fiscal de, por ejemplo, un 1% del PIB de un país— difiere entre países al menos por dos razones: divergencias en sus estructuras económicas y en la composición de los paquetes de ayuda en cuanto a impuestos, gastos y subvenciones.

La capacidad de expansión fiscal de un país puede medirse por su nivel previo de deuda en relación con el PIB. En la mayoría de las principales economías industriales este coeficiente se situaba al comienzo de las crisis entre el 60% y el 70% (Alemania, Estados Unidos, Francia y el Reino Unido). En otros países, como Italia y Japón, la deuda era superior al PIB, de modo que parecían tener mucho menos margen de maniobra fiscal. Como se indica en el Capítulo VI, estas diferencias no parecen haber afectado por el momento a la capacidad de endeudamiento de la mayoría de los países. Ahora bien, conforme continúen, las expansiones fiscales podrían comenzar rápidamente a aumentar los costes de endeudamiento.

La política fiscal podría excederse incluso en las economías con más margen de endeudamiento. Una razón fundamental es que los planes con más probabilidades de éxito y menor riesgo son *oportunos, dirigidos y temporales*, calificativos rara vez merecidos por los programas de las democracias representativas. El proceso legislativo y el reto logístico asociados al desembolso de enormes cantidades de dinero están reñidos con una actuación oportuna. Los programas con objetivos concretos son los que probablemente más aumentan el gasto total, pero son menos atractivos desde el punto de vista político que los que simplemente benefician a un mayor número de personas. Y resulta mucho más sencillo recortar impuestos e incrementar el gasto que lo contrario, de modo que la expansión fiscal tiende a perpetuarse y a aumentar los déficits a largo plazo.

Los voluminosos planes de estímulo también comportan riesgos a medio plazo que los responsables de las políticas deberían plantearse ahora. Por una parte, existe el peligro de que las autoridades fiscales agoten su capacidad de endeudamiento antes de concluir la costosa tarea de reparar el sistema financiero. Por otra, es perfectamente posible que los programas de estímulo eleven las tasas de interés reales y las expectativas de inflación. Estos riesgos, que pueden parecer exiguos en estos momentos —en los que la crisis está fomentando el ahorro privado y suprimiendo la inversión privada, y existe un considerable exceso de capacidad productiva—, se intensificarán una vez se normalicen la situación. Las consecuencias podrían ser alzas repentinas de las tasas de interés acompañadas de fuertes fluctuaciones de los tipos de cambio.

Los déficits públicos pueden aumentar las tasas de interés reales de forma similar al clásico «efecto expulsión» del sector privado, en el que un incremento de las compras de bienes y servicios por parte del sector público genera una disminución de la inversión privada. La experiencia de las últimas décadas indica que un incremento permanente de 10 puntos porcentuales en el coeficiente global de deuda pública sobre PIB aumentaría la tasa de interés real en casi 0,4 puntos porcentuales a largo plazo<sup>3</sup>.

Los déficits públicos también pueden elevar las expectativas de inflación. Aunque los gobiernos no suelen negarse a pagar sus deudas<sup>4</sup>, pueden aliviar su carga modificando los plazos de amortización o, como sucedió tras la Segunda Guerra Mundial, provocando una inflación no anticipada<sup>5</sup>. Al ser conscientes los tenedores de deuda pública de esta mecánica, pudiera ocurrir que incluso un viso de mejora en la economía real provocara un aumento de las tasas de interés nominales, acentuando la pendiente de la curva de rendimientos de forma significativa y asfixiando la recuperación incipiente. Además, la repentina subida de las tasas de interés nominales a largo plazo podría ir acompañada de ajustes en las carteras de inversión internacionales que eleven la volatilidad de los tipos de cambio.

Existe otra vía a través de la cual los planes de estímulo fiscal podrían elevar las tasas de interés nominales a largo plazo. Según expone el Capítulo VI, el generalizado estancamiento real podría mermar la confianza del público en la capacidad de las políticas fiscales para contribuir a la recuperación. Un bajo crecimiento persistente podría llevar al convencimiento de que el déficit público se mantendrá alto en los próximos años. Si esto ocurriera, podrían truncarse las perspectivas de inversionistas e instituciones de mantener deuda pública a largo plazo. Las tasas de interés subirían entonces, aumentando los costes de financiación. Para devolver la política fiscal a una senda sostenible a largo plazo se requerirían una rápida reducción del gasto y subidas de impuestos. La ampliación ya observada en los diferenciales soberanos y las recientes amenazas de rebaja de la calificación crediticia de las economías industriales son señales de que el riesgo de un rápido aumento en las tasas de interés nominales a largo plazo es significativo.

Así pues, aunque los planes fiscales expansivos son fundamentales para atemperar el impacto de la recesión mundial y emprender el camino de la recuperación, es esencial que los planes de estímulo sean sostenibles a largo plazo. Eso significa que las autoridades, al intentar reactivar la economía real y los flujos crediticios, deben en primer lugar elaborar cláusulas creíbles en las que se estipule el final los planes y, en segundo lugar, concebir un ajuste económico dirigido a aumentar el ahorro y reducir la deuda total.

<sup>3</sup> Véase C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton y J. Lee, «The case for global fiscal stimulus», *Staff Position Notes* (SPN/09/03), FMI, marzo de 2009, [www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0903.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0903.pdf).

<sup>4</sup> Véase C. Reinhart y K. Rogoff, «This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises», *NBER Working Papers*, n° 13882, marzo de 2008, [www.nber.org/papers/w13882](http://www.nber.org/papers/w13882).

<sup>5</sup> Para más información, véase C. Reinhart y K. Rogoff, «The forgotten history of domestic debt», *NBER Working Papers*, n° 13946, abril de 2008, [www.nber.org/papers/w13946](http://www.nber.org/papers/w13946).

Respecto a la cláusula de terminación, es fácil diseñar un programa que quede automáticamente sin efecto al recuperar el empleo su tendencia. Su credibilidad es más problemática, dada la naturaleza esencialmente política de dichos programas y la facilidad para incumplir los compromisos. Sin embargo, en la medida de lo posible, los programas implantados deben ser sostenibles y, de no serlo, los compromisos de disolución deben estructurarse de tal modo que resulte difícil eludirlos.

En cuanto al ajuste económico, recuérdese que la acumulación de deuda en los balances de hogares e instituciones financieras fue un factor decisivo en la crisis. Para que la economía retorne a una senda de crecimiento estable, el nivel de endeudamiento ha de reducirse, lo que significa mayor ahorro de los hogares y menor apalancamiento en el sector financiero. Las políticas fiscales diseñadas para fomentar el consumo y el endeudamiento corren claramente el riesgo de obstaculizar este necesario —pero difícil— ajuste.

#### *Los retos para la política monetaria*

Hay que reconocer que los bancos centrales operan en un entorno que dista mucho de su zona de confort. El recorte sin precedentes de las tasas de interés y la ampliación de sus balances (véase el Capítulo VI) plantean multitud de riesgos económicos. Por una parte, sus medidas pueden ser insuficientes para situar a la economía en la senda de la recuperación; por otra, puede resultarles difícil corregirlas a tiempo para evitar que la inflación se eleve conforme vayan restableciéndose el crecimiento y el empleo.

La opinión de consenso es que, con unos bancos y mercados gravemente dañados, los bancos centrales no han tenido más remedio que asumir gran parte de la intermediación financiera mayorista a corto plazo. Pero sus balances, que técnicamente podrían ampliarse ilimitadamente, en la práctica pueden alcanzar unos límites insuficientes para satisfacer las necesidades de la economía.

Y una vez que se materialice la recuperación, ¿cómo pueden los bancos centrales comenzar a subir las tasas de interés oficiales y replegar sus amplias intervenciones monetarias? Las cuestiones técnicas son mucho menos espinosas que las políticas. A nivel operativo, los hinchados balances actuales de los bancos centrales no deben obstruir la transición hacia el crecimiento económico. Llegado el momento, los bancos centrales pueden endurecer las condiciones de financiación subiendo la tasa de interés oficial o emitiendo sus propios bonos para drenar reservas excedentarias al tiempo que mantienen activos que no tengan fácil venta<sup>6</sup>. Por tanto, aunque el mantenimiento de ciertos activos ilíquidos podría sostener durante algún tiempo el abultado tamaño de los balances, las condiciones de financiación podrían endurecerse

<sup>6</sup> En relación con la primera medida, la existencia de facilidades permanentes, en las que los bancos comerciales reciben intereses sobre el exceso de reservas, favorece un rápido aumento de las tasas de interés. En relación con la segunda, un planteamiento equivalente es que el Ministerio de Hacienda o el Tesoro acepte emitir deuda soberana y deposite el producto en el banco central. La coordinación entre ambas autoridades es crucial para llevar a cabo dicha iniciativa, porque fuerza el reconocimiento de la conexión entre las políticas del banco central relativas a los balances y la gestión de la deuda pública.

de forma que permitan a las autoridades monetarias una retirada airoso de su relajación poco convencional de la política monetaria.

Pero es probable que las medidas de corrección y el momento de su adopción sean difíciles. La historia demuestra que cuando se actúa para moderar una expansión, las autoridades monetarias —siempre sometidas a un estrecho escrutinio político— tienden a llegar tarde, endureciendo las condiciones de financiación con lentitud por temor a hacerlo prematuramente o con demasiada dureza. Dado que las actuales medidas expansivas fueron propiciadas por una situación de crisis extrema, es probable que el temor de los bancos centrales a corregirlas con demasiada celeridad sea especialmente intenso, lo que eleva el riesgo de que el endurecimiento llegue demasiado tarde. La gran preocupación —totalmente justificada— es que, antes de que pueda revertirse, la excepcional relajación de la política monetaria se traduzca en un crecimiento de los agregados monetarios y crediticios más amplios. Esto, a su vez, generaría una inflación que alimentaría las expectativas de inflación o alentaría otra burbuja de precios de los activos, preparando el terreno para el siguiente ciclo de auge y desaceleración.

Por último, es esencial que los bancos centrales pongan fin a su papel de intermediarios de última instancia. Al haber asumido grandes volúmenes de intermediación de mercados e instituciones moribundos, han creado el riesgo de que el sector privado no pueda recuperar estas actividades con rapidez o facilidad, o iniciarlas bajo una nueva operativa. No sólo debe volverse a los efectos comerciales y a las formas simples de titulización, sino que también deben aceptarlos los creadores de mercado y los arbitrajistas. Cualquier medida que emprendan las autoridades para sustituir provisionalmente a los agentes privados ha de tener como finalidad última el regreso de dichos agentes.

En el aspecto político, los bancos centrales percibieron la imperiosa necesidad de salirse de su ámbito de influencia tradicional, por lo que no pudieron evaluar cuidadosamente las repercusiones últimas de sus actuaciones en materia de gobernanza. En consecuencia, sus medidas entrañan importantes riesgos políticos a largo plazo.

Uno de los riesgos procede del apoyo que las autoridades monetarias han concedido a determinados sectores y prestatarios en detrimento de otros, creando condiciones desiguales en algunas áreas. Tradicionalmente, los bancos centrales han operado en mercados profundos en un intento por permanecer imparciales y evitar crear distorsiones de precios. Pero en el entorno actual, lo que comúnmente se conoce como «neutralidad de los activos» simplemente no es posible.

Otro riesgo a largo plazo es que las extraordinarias facilidades para el crédito y la compra de activos creadas por los bancos centrales han difuminado la tradicional distinción entre política monetaria y fiscal y, por ende, entre las actuaciones de los bancos centrales y las de los gobiernos. Algunas de las medidas de política monetaria no convencionales de mayor riesgo pueden al final generar grandes pérdidas que tendrán que ser asumidas por los ciudadanos. Dichas pérdidas podrían desencadenar una peligrosa reacción en contra de la independencia de la banca central con respecto al gobierno.

### *Resumen: perseverancia y sostenibilidad*

En resumen, los reguladores financieros, las autoridades fiscales y los bancos centrales se enfrentan a enormes riesgos. Para no prolongar ni empeorar la crisis, tienen que actuar con rapidez y evitar aquellas políticas que dificulten el ajuste o creen distorsiones adicionales en los flujos de capital. Los gobiernos se verán tentados a subvencionar sectores que deben contraerse, pero hay que dejar que los menos eficientes asuman su fracaso. Asimismo, se verán incitados a animar a los bancos a prestar a quienes menos deberían endeudarse, pero no es posible desapalancarse mediante el endeudamiento. Y también tendrán la tentación de hacer la vista gorda ante instituciones insolventes, permitiéndoles seguir operando, pero la dura realidad demuestra que los bancos «zombis» deben liquidarse o bien debe devolverseles la salud cuanto antes. En todos estos casos, los gobiernos no deben ignorar que, al insistir en resoluciones rápidas a pesar de la controversia política que puedan generar, están de hecho actuando en defensa del interés general.

### Construcción de un sistema financiero más estable

Así como los médicos de urgencias se centran en salvar la vida del paciente, otros profesionales de la medicina se ocupan de su salud a más largo plazo. Esto mismo es aplicable al sistema financiero, ahora en cuidados intensivos: mientras las autoridades trabajan para resolver la crisis, se afanan también en construir un sistema financiero más estable que reduzca tanto la probabilidad de una nueva crisis como la severidad de sus eventuales daños.

Construir un sistema financiero perfecto, a prueba de fallos —capaz de mantener su funcionamiento normal ante cualquier vicisitud—, es imposible. En el camino se interponen tanto la innovación, necesaria para el progreso, como los límites del entendimiento humano, en especial ante la complejidad del descentralizado mundo financiero. Con todo, la mejora de las políticas macroeconómicas, la regulación y el cumplimiento, junto con un mejor gobierno corporativo y una mejor gestión del riesgo, deberían ser capaces de generar una estructura más resistente. Un marco sólido de estabilidad financiera incluye tanto políticas macroeconómicas diseñadas para contrarrestar los auges de precios de los activos y los ciclos crediticios, como políticas macroprudenciales en las que los reguladores y supervisores adopten una perspectiva que abarque el conjunto del sistema.

La clave para construir un marco que aumente la estabilidad del sistema financiero y reduzca su propensión a colapsarse está en identificar sus fuentes de debilidad sistémica, es decir, aquellos aspectos que, si se deterioran, hundirán el sistema. Si el proceso de reforma es capaz de identificar y mitigar estos riesgos sistémicos, a la vez que proporciona a los agentes privados incentivos para actuar con responsabilidad, el sistema en su conjunto será menos propenso a fallar y más resistente incluso ante dificultades serias.

### *Un marco para hacer frente al riesgo sistémico en el sistema financiero*

El punto de partida para la construcción de un marco integral que salvaguarde la estabilidad financiera es identificar las fuentes de riesgo sistémico en cada

uno de los tres elementos esenciales del sistema financiero: *instrumentos*, que incluye crédito, bonos, acciones y derivados; *mercados*, que abarca desde operaciones extrabursátiles bilaterales (OTC) hasta mercados organizados; e *instituciones*, que incluye entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones, entre otras. Los tres elementos —instrumentos, mercados e instituciones— pueden ser focos de riesgo sistémico, el cual debe mitigarse si se quiere prevenir un colapso del sistema financiero. Es importante señalar además que abordar el riesgo sólo en un área no garantiza la seguridad de las otras. Asimismo, aumentando la estabilidad y la resistencia de estas tres partes del sistema financiero frente a eventos sistémicos, se reduce el problema de un perímetro de regulación poroso. No debería permitirse que ninguna parte del sistema financiero escapara a una regulación adecuada.

Asegurar la estabilidad financiera implica ocuparse de externalidades, esto es, costes que la actuación de una institución impone sobre terceros sin ser asumidos por ella. Existen dos externalidades que son centrales para el riesgo sistémico. La primera se refiere a la quiebra conjunta de instituciones como fruto de su *exposición común*, en un momento dado, a perturbaciones externas al sistema financiero o bien a conexiones entre intermediarios. Las perturbaciones pueden adoptar distintas formas, afectando al crédito, a la liquidez o a su interacción, mientras que las conexiones nacen de la compleja red de operaciones realizadas diariamente. La segunda externalidad es lo que se denomina *prociclicidad*, esto es, el hecho de que con el tiempo la dinámica del sistema financiero y de la economía real se refuerzan mutuamente, aumentando la intensidad de auges y contracciones cíclicas y debilitando la estabilidad tanto del sector financiero como de la economía real. Si se diseña adecuadamente, cada componente del marco —aplicado a instrumentos, mercados e instituciones— puede mitigar estas fuentes de inestabilidad.

Una vez identificadas las fuentes de riesgo sistémico, el paso siguiente es crear mecanismos institucionales que aumenten la seguridad. Estas medidas deben combinar prohibiciones directas, que deberían ser poco frecuentes, con regulaciones que incrementen el coste de las actividades en función de los riesgos sistémicos que originen. El análisis que se presenta a continuación sugiere diversas acciones encaminadas a moderar los riesgos sistémicos derivados de los instrumentos, mercados e instituciones; si bien estos tres elementos básicos del sistema financiero están inextricablemente relacionados (véase el Capítulo III). Por ejemplo, no existe una dicotomía clara entre los sistemas de intermediación basados en la banca y los basados en el mercado, y los instrumentos financieros aparecen tanto en los mercados como dentro (y fuera) de los balances de las instituciones. Así pues, las acciones sugeridas deben considerarse interrelacionadas.

#### *Mejora de la seguridad de los instrumentos financieros*

La opacidad, complejidad y abundancia de los contratos de algunos instrumentos pueden generar problemas sistémicos. Entre los ejemplos más recientes se cuentan distintos productos estructurados, como las hipotecas de alto riesgo titulizadas, que eran difíciles de entender, valorar

y vender. La existencia de instrumentos complejos y opacos crea a las claras riesgos sistémicos. En primer lugar, la evaluación de su riesgo difícilmente será fiable, y una valoración imprecisa no sólo complica la gestión del riesgo en el seno de las instituciones individuales, sino que dificulta aún más la ya de por sí ardua tarea de evaluar las exposiciones comunes. ¿Cómo pueden saber las autoridades (o quien sea) si una concentración de posiciones o una serie de relaciones de contraparte plantea el riesgo sistémico de quiebras conjuntas, si ni siquiera pueden entender los propios instrumentos financieros?

El segundo riesgo sistémico que presentan dichos instrumentos es que también pueden aumentar la prociclicidad del sistema financiero. Los auges económicos suelen coincidir con períodos de innovación financiera. Cuando las cosas van bien, empresas y particulares no temen experimentar y crean instrumentos novedosos, difíciles de entender y valorar. Sin embargo, los compradores de esos instrumentos pueden engañarse pensando que innovación y originalidad son sinónimos de seguridad, y los vendedores tienen escaso incentivo para convencerles de lo contrario. El resultado es que, durante la fase de auge, la proliferación de innovación financiera tiende a crear riesgos ocultos e infravalorados. Pero a medida que progresan las tensiones y la expansión comienza a ceder, se materializan riesgos antes ocultos, amplificando la contracción ya en curso. La innovación financiera, aunque es una innegable fuente de progreso, se convierte de este modo también en un factor de prociclicidad y riesgo sistémico.

Alcanzar un equilibrio entre innovación y seguridad en los instrumentos financieros requiere posibilitar el progreso al tiempo que se limita la capacidad de cualquier nuevo instrumento de debilitar el sistema en su conjunto. La solución pasaría por implantar algún mecanismo de registro de productos que limitara el acceso de los inversionistas en función de su grado de seguridad. En un sistema jerárquico similar al aplicado a los fármacos, los valores más seguros, al igual que los medicamentos que no necesitan receta, podría comprarlos cualquiera; en el siguiente nivel de seguridad estarían los instrumentos financieros a los que sólo podrían acceder quienes estuvieran autorizados, como ocurre con los medicamentos con receta; a continuación seguirían los valores disponibles únicamente en cantidades limitadas para personas e instituciones preseleccionadas, como es el caso de las medicinas en fase experimental; y, por último, en el nivel inferior, se encontrarían los valores considerados ilegales. Un instrumento nuevo se calificaría en función de determinadas pruebas, o uno ya existente podría ascender a un nivel superior de seguridad una vez las superase con éxito, como en los ensayos clínicos. Estas pruebas podrían consistir en la emisión efectiva de cantidades limitadas del instrumento y la simulación de su comportamiento en situaciones de fuerte tensión.

Dicho sistema de registro y certificación genera transparencia y potencia la seguridad. Pero, como en el caso de las farmacéuticas, debe existir un mecanismo que responsabilice a los emisores de la calidad de los valores que venden, de forma que asuman mayor responsabilidad en la evaluación del riesgo de sus productos.

### *Mejora de la seguridad de los mercados financieros*

La crisis ha demostrado que la autocorrección de los mercados puede no producirse, poniendo en peligro al conjunto del sistema financiero. El principal riesgo sistémico de un mercado financiero es la iliquidez, cuando la repentina aparición de un gran número de vendedores y la desaparición de compradores provoca el colapso del mercado. Además de haber generado iliquidez, la crisis actual ha vuelto a confirmar la experiencia de 1998 con Long-Term Capital Management: primero, que si bien la capacidad de comprar y vender riesgo mejora la eficiencia, cuando una institución mantiene una posición suficientemente grande puede crear exposiciones comunes que amenacen a todo el sistema; y segundo, que cuando las operaciones son bilaterales, como en el caso de los mercados extrabursátiles, la quiebra de un particular o de una institución en concreto puede generar quiebras conjuntas como consecuencia de las conexiones entre empresas y mercados.

Los mercados financieros también pueden contribuir al carácter procíclico del sistema en su conjunto. Quienes intervienen en operaciones extrabursátiles con derivados suelen exigir la constitución de garantías para mitigar el riesgo de contraparte al que se enfrentan. Ahora bien, la falta de transparencia sobre las exposiciones puede acrecentar la preocupación general y amplificar la actividad cíclica de dos formas. En primer lugar, durante los períodos de tensión, los requisitos de aportación de garantías podrían dificultar la financiación de las posiciones existentes, puesto que un mayor riesgo aumenta lógicamente las garantías requeridas. Y en segundo lugar, la intensificación de la incertidumbre por efecto de la crisis presionará sobre los mercados de los valores que sirven de garantía en operaciones extrabursátiles, con la posibilidad de contagio a dichos mercados. El resultado es un efecto procíclico en el que las desaceleraciones elevan las exigencias de reposición de garantías y reducen la liquidez del mercado, forzando una contracción financiera general con repercusiones evidentes para la actividad económica real.

Una forma de afrontar al menos parte de los riesgos sistémicos creados por los mercados financieros extrabursátiles consiste en reemplazar los mecanismos de contratación bilateral por entidades de contrapartida central (ECC). Una ECC es una entidad que se interpone entre ambas partes de una transacción, convirtiéndose en el comprador de todo vendedor y el vendedor de todo comprador. Aunque pueda parecer que una ECC está perfectamente cubierta al haber comprado exactamente lo que ha vendido, aún corre el riesgo de impago al vencimiento. Para evitarlo, exige a cada participante mantener una cuenta de garantía cuyo importe se determina en función del valor de los contratos en vigor del participante; cuanto mayor sea la volatilidad del mercado, más elevado será el importe requerido en concepto de garantía y más caro resultará mantener posiciones voluminosas. Al obligar a que todas las transacciones se realicen en la misma plataforma o conjunto de plataformas, sería sencillo recabar y difundir información que los agentes del mercado y las autoridades podrían utilizar para controlar la concentración de exposiciones individuales y las relaciones que éstas crean. De este modo, la ECC puede reducir tanto los riesgos de exposiciones comunes como la volatilidad del mercado.

Además, las ECC pueden mitigar la prociclicidad derivada de la tendencia de las contrapartes a exigir mayores garantías en fases de tensión financiera. Como puso de manifiesto la reciente crisis, la mayor volatilidad de precios, unida a la incertidumbre sobre la solvencia de la contraparte, lleva a exigir la aportación de garantías adicionales. Para ello hay que captar fondos, lo que puede obligar a ventas forzadas en el peor momento posible. Si existiera una ECC, los requisitos de reposición de garantías se fijarían de forma centralizada, no por las propias contrapartes, por lo que las garantías no tendrían por qué aumentar durante los períodos de tensión en los mercados. De este modo se abre al menos la posibilidad de moderar el aumento de las garantías de una forma diseñada para reducir la prociclicidad<sup>7</sup>.

Para que un instrumento se acepte en una ECC, debe tener un determinado grado de normalización y documentación, así como precios fiables que permitan valorar regularmente a precios de mercado las cuentas de garantía de los participantes. Dado que muchos de los derivados que actualmente se contratan fuera de mercados organizados cumplen estos criterios, o podrían hacerlo con apenas ligeros cambios, no parece que estos requisitos constituyan un gran impedimento.

El siguiente peldaño en la organización del mercado es combinar la ECC con un mercado central organizado que actúe de plataforma de contratación. La ventaja principal de dar este paso es que garantiza la transparencia de precios, reduciendo la dependencia de los creadores de mercado. De este modo, el mercado será más estable, dado que los mercados organizados son los que tienen mayor probabilidad de seguir operando en una crisis. Pero también tienen sus limitaciones. La transparencia de precios reduce el incentivo para que los particulares o las instituciones dediquen capital a crear mercados, lo que en principio hace difícil realizar operaciones de elevada cuantía. Este problema ha llevado a crear bolsas de valores o plataformas de contratación dedicadas a este tipo de operaciones con un nivel de transparencia menor.

En resumen, para reducir tanto las exposiciones comunes como los efectos procíclicos que amenazan la estabilidad financiera es necesario que la contratación de instrumentos financieros se aleje significativamente de la operativa extrabursátil, que ha predominado en algunos mercados durante años. Determinar dónde debería incluirse cada valor dentro del espectro de posibles mecanismos dependerá de los riesgos sistémicos que plantee y, en último término, cada cual será libre de decidir cómo operar. Ahora bien, al sugerir que determinadas estructuras institucionales son más seguras que otras, las autoridades estarán ofreciendo una serie de advertencias y, al aumentar los costes de operar en mercados que han demostrado favorecer la acumulación de riesgo sistémico, estarán ayudando a mejorar la estabilidad financiera.

<sup>7</sup> Es importante señalar que una ECC es como una compañía de seguros y que puede quebrar. Por tanto, en caso de producirse un evento sistémico, su futuro dependerá en última instancia de las autoridades públicas. Siendo así, la prudencia exige que la ECC esté sujeta a alguna forma de supervisión que pueda imponer límites a su tamaño así como a la concentración de exposiciones individuales en su seno. Y, según se analiza a continuación, eso significa exigir a las instituciones con posiciones en derivados que mantengan un nivel de capital suficiente para cubrir dichas exposiciones.

*Mejora de la seguridad de las instituciones financieras:  
un marco macroprudencial*

Por definición, la supervisión microprudencial se centra en los riesgos en el seno de las instituciones a título individual y no se ocupa de las externalidades que conllevan las exposiciones comunes y los efectos procíclicos. Durante años, los trabajos del BPI han puesto de relieve la necesidad de que los reguladores y los supervisores adopten políticas macroprudenciales acordes al control de riesgos sistémicos. Ello significa calibrar las herramientas prudenciales —requerimientos de capital, constitución de provisiones, coeficientes de apalancamiento y similares— para ocuparse de las exposiciones comunes y las quiebras conjuntas por una parte, y de los efectos procíclicos por la otra<sup>8</sup>.

*Exposiciones comunes*

La crisis actual ha puesto de manifiesto cómo las exposiciones comunes crean la posibilidad de que una amplia gama de instituciones quiebre simultáneamente. La interdependencia de las instituciones financieras puede proceder del mantenimiento de carteras similares o de la interconexión de riesgos de contraparte (por ejemplo, porque las instituciones operan entre sí). Como consecuencia, el riesgo del sistema financiero en su conjunto no se basa sólo en la suma de los riesgos que surgen en cada institución, sino también en el grado de correlación entre sus balances: cuanto más elevada sea la correlación, mayor será el riesgo sistémico previsible. Dicho de otro modo, un sector financiero con unas pocas instituciones grandes puede no entrañar más riesgo que otro formado por muchas instituciones pequeñas con balances similares. El problema en cualquier caso es que, al reflejar sólo los riesgos propios de cada institución y no los riesgos que éstas imponen al sistema en su conjunto, el nivel de capital mantenido por cada una de ellas será probablemente demasiado bajo<sup>9</sup>. Las propuestas para mitigar los riesgos derivados de las exposiciones comunes se centran en implantar un *requerimiento de capital sistémico* (RCS). El objetivo al diseñar un RCS es distribuir el capital en el sistema de una forma que refleje mejor el riesgo sistémico planteado por quiebras individuales<sup>10</sup>.

Implantar este sistema exige contar con un indicador del riesgo sistémico y entender la contribución marginal de cada institución al total. Con estos datos se puede fijar el requerimiento de capital básico de cada institución acorde a su importancia sistémica. Las herramientas estadísticas necesarias para calcular el nivel de un RCS están en fase incipiente. Los estudios

<sup>8</sup> Este razonamiento difumina en gran medida la distinción entre provisiones y reservas de capital, dado que ambas están diseñadas para absorber pérdidas. Las provisiones se constituyen para cubrir pérdidas *esperadas*; las reservas, en previsión de eventuales pérdidas *no esperadas*.

<sup>9</sup> Véase, por ejemplo, S. Morris y H. Shin, «Financial regulation in a system context», *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 2, 2008, pp. 229–61, para un análisis detallado reciente de la cuestión.

<sup>10</sup> Un requerimiento de capital sistémico complementaría a un coeficiente de apalancamiento mínimo, es decir, un valor mínimo para la razón entre capital y activos. Cabe considerar que el segundo constituiría, por una parte, un suelo por debajo del cual no podría situarse el capital convencional ponderado por el riesgo, y serviría, por otra, para contener los riesgos sistémicos creados por la expansión del balance de una institución individual.

llevados a cabo en el BPI han permitido desarrollar un sistema para evaluar la contribución marginal de cada institución al riesgo sistémico, algo esencial para la implantación de un RCS. De estos trabajos puede concluirse lógicamente que la contribución de los grandes bancos al riesgo sistémico es más que proporcional, al igual que ocurre con los bancos más expuestos a perturbaciones sistémicas. De ello se desprende la conveniencia de exigir un mayor nivel de capital y un menor apalancamiento a las instituciones de mayor tamaño o más interrelacionadas, gravando en la práctica el tamaño a fin de promover condiciones de igualdad para todo el sistema (véase el Recuadro VII.A)<sup>11</sup>.

En este contexto, plantean un reto significativo las instituciones que son demasiado grandes como para dejarlas quebrar, es decir, aquellas que por sí solas crean un riesgo sistémico intolerable por estar muchas otras expuestas a ellas. Además, las fusiones y adquisiciones que en los dos últimos años han formado parte de la respuesta a la crisis pueden haber aumentado el número de instituciones de este tipo. Aunque esta situación puede considerarse como un fenómeno transitorio, las autoridades son conscientes de que la estructura creada es insostenible. Atajar el problema se ha convertido en una cuestión prioritaria para muchas autoridades nacionales, que están trabajando para establecer procedimientos de disolución para cada una de las instituciones financieras de su jurisdicción.

### *Prociclicidad*

La segunda externalidad que ha resaltado la crisis actual es la prociclicidad creada por la tendencia de las instituciones a ser menos prudentes durante la fase expansiva del ciclo (y a serlo más durante la contractiva). En esencia, las propuestas para reducir, neutralizar o incluso invertir los efectos procíclicos del sistema financiero deben proteger frente a las desaceleraciones sistémicas cuando se produzcan, o bien introducir mecanismos anticíclicos para prevenirlas o mitigarlas. A continuación se analizan las posibilidades de esto último.

Los responsables de las políticas económicas han expresado claramente su deseo de crear nuevos instrumentos que garanticen que las instituciones financieras ajustan su capital (y otros mecanismos de protección, como provisiones para impagos y estándares de liquidez) de forma anticíclica. Ese *requerimiento de capital anticíclico* (RCA) exigiría a las instituciones acumular reservas defensivas en épocas de bonanza de las que podrían disponer en épocas desfavorables<sup>12</sup>. Una posibilidad de implementar un RCA sería un enfoque basado exclusivamente en reglas que incorporase estabilizadores automáticos en el marco regulador. Por difícil que resultara aplicarlas de forma

<sup>11</sup> En la próxima edición de la serie *Geneva Reports on the World Economy* se hace la sensata sugerencia de que toda institución financiera cuente con un plan de contingencia para quiebras similar a su plan de continuidad operativa. Véase M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud y H. Shin, *The fundamental principles of financial regulation*, International Center for Monetary and Banking Studies, Universidad de Ginebra, 2009, [www.cimb.ch](http://www.cimb.ch).

<sup>12</sup> Véase, por ejemplo, Foro sobre la Estabilidad Financiera, *Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience*, 7 de abril de 2008, [www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf) y *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, 2 de abril de 2009, [www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904a.pdf).

## Recuadro VII.A: Medición del riesgo sistémico y su atribución a entidades

Para garantizar la estabilidad financiera es necesario evaluar los riesgos del sistema financiero en su conjunto. Para ello, primero hay que estimar la probabilidad de que se produzca un evento sistémico, que se define como la quiebra de una o más instituciones que ponga en peligro a la totalidad del sistema. Dicha medida se utilizaría posteriormente para calibrar las herramientas de regulación y supervisión, tales como primas de seguro o requerimientos de capital. Esta calibración implica estimar la contribución marginal de cada institución al riesgo sistémico total, proceso que se analiza a continuación con ejemplos ilustrativos.

La probabilidad de que ocurran eventos sistémicos viene determinada por la probabilidad de quiebra de las distintas instituciones y de quiebras simultáneas. Por su parte, esta última probabilidad aumenta en consonancia con el grado de exposición de las instituciones a riesgos comunes, que podrían originarse fuera del sistema financiero o derivarse de sus relaciones de contraparte u otros vínculos en el seno del mismo.

Una forma de estimar la probabilidad de un evento sistémico es asimilar el sistema financiero a una cartera de instituciones y emplear técnicas numéricas propias de carteras de valores. Las variables necesarias para dicho cálculo son el tamaño de cada institución, su probabilidad de incumplimiento, su pérdida en caso de incumplimiento y una estimación de la correlación de incumplimientos entre instituciones. Dicha información puede obtenerse de evaluaciones con fines de supervisión, de los precios de acciones y deuda bancarias, o de una combinación de ambos.

La medida resultante del riesgo sistémico tiene características similares a las del riesgo de las carteras de valores. En concreto, el nivel *total* de riesgo sistémico aumenta con la exposición de las instituciones a factores de riesgo comunes (véase el Gráfico III.1); y manteniendo constante el tamaño total del sistema, el nivel de riesgo sistémico crece con la disparidad en el tamaño relativo de las instituciones.

Aunque hace tiempo que se calcula el riesgo sistémico para grupos de instituciones, ha sido difícil atribuir dicho riesgo a las distintas instituciones en función de su contribución al mismo. En trabajos recientes del BPI se ha desarrollado un procedimiento de atribución basado en la teoría de juegos, que puede aplicarse en general a cualquier medida del riesgo sistémico que adopte un enfoque de cartera<sup>®</sup>. El resultado es una medida intuitiva que es transparente y genera asignaciones acumulativas del riesgo sistémico.

Aplicando este ejercicio de atribución a un sistema bancario hipotético, obtenemos información importante. Por ejemplo, manteniendo constantes el riesgo de cada institución y el tamaño del sistema, la *contribución* de cada institución al riesgo sistémico aumenta con su exposición a factores de riesgo comunes. Es importante señalar que el incremento es mayor para las instituciones más grandes o que soportan mayor riesgo. Además, la contribución relativa de una institución al riesgo del conjunto del sistema crece exponencialmente con su tamaño relativo (véase el Cuadro VII.A), por el hecho de que las instituciones mayores juegan un papel desproporcionado en los eventos sistémicos.

### Atribución de riesgo sistémico a instituciones individuales

Por unidad del tamaño total del sistema

	<b>Sistema fuertemente capitalizado</b> (probabilidad de incumplimiento = 0,1%)	<b>Sistema escasamente capitalizado</b> (probabilidad de incumplimiento = 0,3%)
Dos bancos pequeños, con una cuota de mercado del 20% cada uno	3,1%	3,9%
Dos bancos grandes, con una cuota de mercado del 30% cada uno	5,8%	7,1%
Riesgo sistémico total (cuatro bancos)	17,8%	22,0%

El riesgo sistémico total es igual a la pérdida esperada en la cola derecha del 0,2% de la distribución de las pérdidas de cartera. Las dos primeras filas del cuadro indican las contribuciones de los bancos al riesgo sistémico total. La pérdida en caso de incumplimiento se establece en el 55%. Se supone que todos los bancos tienen la misma sensibilidad a factores de riesgo comunes, lo cual implica una correlación común entre la rentabilidad de los activos del 42%.

Fuente: cálculos del BPI.

Cuadro VII.A

La perspectiva sistémica aquí adoptada ayuda a elaborar herramientas macroprudenciales. Si se quiere que esas herramientas incorporen la contribución de las instituciones al riesgo sistémico, tendrán que reflejar factores que vayan más allá de la probabilidad de quiebras individuales. Esto significa que la prima por asegurar sus depósitos, los requerimientos de capital y medidas similares tendrán que reflejar tanto la probabilidad de quiebra de la propia institución como su exposición (y contribución) al riesgo sistémico.

Asimismo, en el caso de grandes instituciones, estas primas y requerimientos tendrán que reflejar el efecto desproporcionado de su tamaño en la probabilidad de un evento sistémico. Y aunque la diversificación de cartera pueda reducir el riesgo de una quiebra individual, podría hacer que las instituciones fueran más similares entre sí, aumentando con ello la probabilidad de una quiebra conjunta. Con todo, parece claro que las autoridades necesitan recopilar los datos adecuados y construir los modelos analíticos apropiados para poder incluir consideraciones sistémicas en sus evaluaciones de las instituciones individuales.

® Para una descripción técnica del procedimiento, véase C. Borio, N. Tarashev y K. Tsatsaronis, «Allocating system-wide tail risk to individual institutions», *BIS Working Papers*, próxima publicación.

totalmente consistente, esas reglas impondrían a los responsables de las políticas el compromiso de actuar, confiriendo a las instituciones financieras un notable grado de previsibilidad.

Una alternativa a un enfoque basado exclusivamente en reglas sería gestionar los ajustes de las reservas de capital de forma similar al ajuste de la tasa de interés oficial, aunque con mucha menor frecuencia y de una manera mucho más predecible y, por tanto, mecánica. Muchos años de experiencia han llevado a las autoridades monetarias a su práctica actual, en la que sus decisiones convencionales sobre tasas de interés se basan en las perspectivas de inflación y de actividad económica, a menudo a partir de cálculos mediante modelos cuantitativos. Cabe preguntarse entonces si sería posible desarrollar un procedimiento igual de sencillo que pudiera guiar a las autoridades a la hora de establecer un RCA. Para ello, habría que superar una serie de obstáculos, similares a los que se remontaron a través de décadas de experiencia en el ámbito de la política monetaria.

Uno de los obstáculos para calcular un requerimiento de capital anticíclico es saber cuándo hay que acumular reservas (aumentando el RCA) para que el crédito resulte más oneroso en fases expansivas y cuándo pueden reducirse o liberarse (rebajando el RCA) para fomentar la actividad crediticia en fases recesivas. En esencia, sería necesario cuantificar los riesgos para la estabilidad, unos riesgos que vendrían a desempeñar una función similar a la de las brechas de inflación y del producto en las decisiones de política monetaria. Trabajos realizados en el BPI sugieren que, aunque es posible identificar indicadores macroeconómicos que señalen correctamente cuándo hay que acumular reservas, es más difícil detectar cuándo deben liberarse. En consecuencia, la gestión de reservas de capital anticíclicas probablemente requiera cierta dosis de discrecionalidad, combinada con una regla que ofrezca previsibilidad (véase el Recuadro VII.B).

Además, otro problema de la implantación de un RCA es que éste no sería un parámetro único y universal, sino que las reservas de capital (o provisiones anticíclicas) tendrían que variar en función de la naturaleza de las actividades de cada institución. Por ejemplo, dado que los ciclos difieren entre países,

## Recuadro VII.B: Posibles normas para dotar reservas de capital anticíclicas: un ejemplo ilustrativo

La crisis ha centrado la atención en mecanismos para garantizar que los bancos ajustan su capital (o provisiones para insolvencias) de forma anticíclica, aumentándolo cuando la coyuntura económica es favorable y reduciéndolo en momentos de tensión. En la actualidad se estudian distintos métodos, muchos de ellos aún en sus primeras fases de desarrollo. A continuación se examina la viabilidad de diseñar una norma que genere ajustes anticíclicos en los requerimientos mínimos de capital.

Cualquier norma que exija un nivel mínimo de recursos propios debe diseñarse en tres pasos: (1) elección del indicador que señale el momento de acumular o liberar la reserva de capital; (2) elección de una fórmula para determinar la forma en que el indicador modificará los requerimientos mínimos de capital; y (3) elección del requerimiento mínimo de capital, que a su vez podría variar en función del momento del ciclo. A continuación se ilustran los dos primeros pasos.

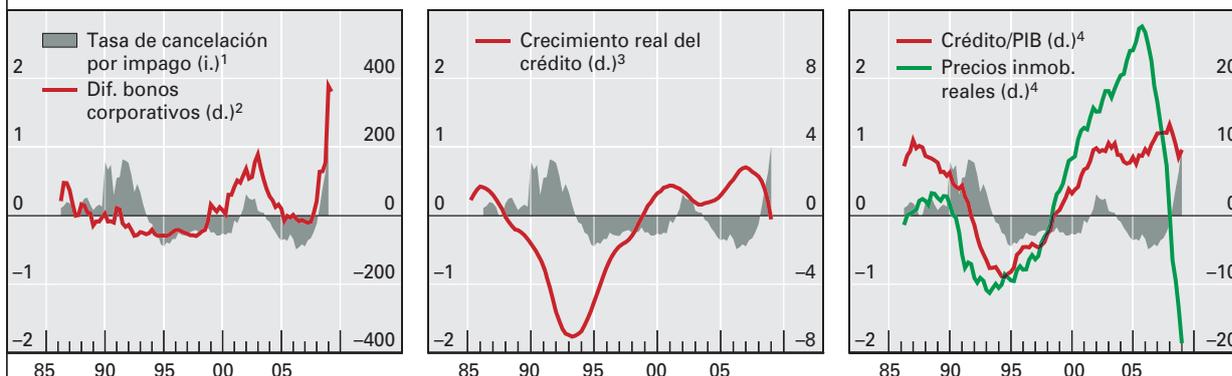
En cuanto al primer paso, se analizan tres indicadores macroeconómicos en los que se han basado estudios preliminares (véase el Gráfico VII.B.1): los diferenciales de rendimiento (panel izquierdo), la variación real del crédito (panel central) y un indicador compuesto que combina la relación crédito/PIB y los precios reales de los activos (panel derecho)<sup>1, 2</sup>. El indicador macroeconómico ideal identificaría con fiabilidad las fases tanto expansivas como contractivas del ciclo bancario. Teniendo esto en cuenta, las variables se presentan como desviaciones de sus respectivos niveles neutros, medidas en este caso por su tendencia o promedio de largo plazo. Las fases del ciclo bancario se miden en función de las desviaciones de la tasa de cancelación por impago, respecto a su promedio de largo plazo.

El estrechamiento de los diferenciales de rendimiento podría señalar una coyuntura positiva, y su ampliación significativa indicaría el comienzo de un deterioro. Sin embargo, los diferenciales, medidos aquí con respecto a los bonos corporativos con calificación BBB, no son un indicador fiable de las tensiones del sistema bancario. Por ejemplo, contradiciendo la experiencia histórica en tensiones bancarias, este indicador señala problemas financieros más graves tras el estallido de la burbuja de las empresas *puntocom* que a principios de los años 90.

El segundo indicador posible es la variación del crédito, partiendo de la idea de que los bancos tienden a excederse en la concesión de crédito antes de las crisis y a desapalancarse una vez que se materializan las tensiones. Sin embargo, el crecimiento del crédito muestra una inercia considerable y se mantiene muy por encima de su nivel neutro incluso cuando comienzan a aparecer tensiones bancarias. Por tanto, es probable que un indicador basado sólo en el crédito señale con retraso la necesidad de liberar reservas.

El tercer indicador se basa en estudios realizados en el BPI, en los que se ha concluido que cuando la relación crédito/PIB y los precios reales de los activos se desvían significativamente de sus respectivas tendencias al mismo tiempo, emiten una señal bastante fiable de crisis bancaria inminente con un adelanto considerable<sup>3</sup>. Dado que este indicador compuesto requiere que el

### Indicadores y tasa de cancelación por impago en Estados Unidos



<sup>1</sup> Préstamos y arrendamientos financieros cancelados contra provisiones para insolvencias, en porcentaje del promedio de préstamos totales. <sup>2</sup> Desviación de los diferenciales de los bonos corporativos a largo plazo con calificación BBB respecto a su promedio de largo plazo, en puntos básicos. <sup>3</sup> Promedio de crecimiento real del crédito durante cinco años ponderado exponencialmente menos su media móvil de 15 años, en puntos porcentuales. <sup>4</sup> Desviación de cada indicador respecto a su tendencia unilateral a largo plazo (es decir, tendencia determinada únicamente a partir de información disponible en el momento de realizar las evaluaciones); relación crédito/PIB en puntos porcentuales, precios inmobiliarios en porcentaje.

Fuentes: Moody's; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico VII.B.1

precio real de los activos y la relación crédito/PIB superen simultáneamente ciertos umbrales, evita el problema de liberar reservas demasiado tarde, como ocurre con la variable crediticia, pero en cambio puede activar su liberación demasiado pronto.

En el segundo paso (elegir la fórmula con la que determinar cómo modificará el indicador los requerimientos mínimos de capital), examinamos el caso en el que los requerimientos se ajustan simplemente por un multiplicador<sup>®</sup>. Cuando el indicador utilizado se encuentra en su nivel neutro, el factor se fija en 1, de tal modo que la fórmula no modifica el nivel de reservas en dicho punto. A efectos ilustrativos, consideramos tres fórmulas que difieren en su tratamiento de la incertidumbre que inevitablemente afecta al nivel neutro del indicador y en su grado de simetría con respecto a los ajustes en los requerimientos mínimos.

En cuanto a la incertidumbre sobre el nivel neutro, la fórmula 1, a diferencia de las otras dos, genera cambios en las reservas que son más acusados precisamente en torno a dicho nivel (véase el Gráfico VII.B.2, panel izquierdo). Así pues, esta fórmula magnifica de hecho cualquier error al medir el nivel neutro. Únicamente la fórmula 3 tiene totalmente en cuenta la incertidumbre al no activar ningún ajuste dentro de un intervalo en torno al valor neutro.

En cuanto a la simetría, la fórmula 2 es la única que nunca es inferior a 1. Por lo tanto, independientemente de la coyuntura del sistema financiero, la reserva determinada por esta fórmula nunca puede caer por debajo de los requerimientos asociados al nivel neutro del indicador. La conveniencia de este criterio dependerá de cómo se definan los requerimientos mínimos de capital y cómo se permita su variación (paso 3 del procedimiento para crear una norma). Por ejemplo, si el mínimo es muy procíclico y por tanto aumenta significativamente en momentos de tensión, esta característica impediría de hecho cualquier liberación de capital.

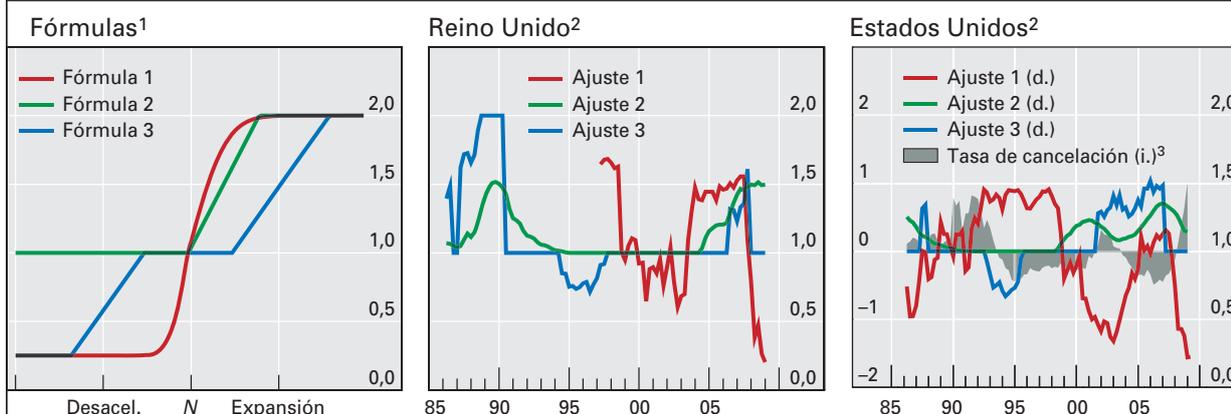
Por último, para ilustrar cómo las fórmulas ajustan los requerimientos mínimos en circunstancias históricas reales, se elige un indicador para cada fórmula: para la fórmula 1, los diferenciales crediticios (denominados aquí «ajuste 1»); para la fórmula 2, la variación real del crédito («ajuste 2»); y para la fórmula 3, el indicador compuesto («ajuste 3»). Los resultados (véase el Gráfico VII.B.2, paneles central y derecho) confirman en general las conclusiones preliminares obtenidas de los indicadores.

El ajuste 1 funciona bien en la crisis actual para las fases tanto de acumulación como de liberación de reservas. Sin embargo, aplicado al estallido de la burbuja de las *puntocom*, hubiera exigido una considerable liberación de capital durante y después de la crisis, pero prácticamente ninguna a principios de la década de los 90 cuando el sistema bancario estadounidense sufrió tensiones.

El ajuste 2 emite la señal en el momento justo para la fase de acumulación, pero exige tarde la liberación de reservas, tanto en la crisis actual como en el periodo anterior de tensiones a principios de los 90. Por tanto, el ajuste refleja el retardo con el que el crecimiento del crédito se frena al surgir las tensiones.

## Posibles normas para dotar reservas de capital anticíclicas y ejemplos ilustrativos

Ajustados por multiplicador



<sup>1</sup> Todas las fórmulas presuponen un nivel neutro, *N*, del indicador. Los valores a la derecha de *N* indican una fase expansiva; los valores de su izquierda, una fase de desaceleración. <sup>2</sup> El ajuste 1 aplica los diferenciales crediticios a la fórmula 1. El ajuste 2 aplica a la fórmula 2 el promedio de crecimiento real del crédito durante cinco años ponderado exponencialmente. El ajuste 3 aplica el indicador compuesto a la fórmula 3. <sup>3</sup> Préstamos y arrendamientos financieros amortizados contra provisiones para insolvencias, en porcentaje del promedio de préstamos totales.

Fuentes: Merrill Lynch; Moody's; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico VII.B.2

El ajuste 3 señala a tiempo la necesidad de acumular reservas de capital, pero en algunos casos indica una liberación prematura. En concreto, para la crisis actual, la señal hubiera exigido liberarlas a finales de 2006 en el caso de Estados Unidos, antes de los primeros signos evidentes de tensiones, ya que los precios inmobiliarios cayeron por debajo de la tendencia variante en el tiempo. Sin embargo, los ajustes por debajo de 1 tienden a producirse tarde, lo que indica que sería más conveniente combinar la fórmula 2 con este indicador.

Pese a su intención meramente ilustrativa, este análisis señala dificultades importantes para desarrollar normas sólidas que rijan las reservas de capital anticíclicas. Parece especialmente complicado encontrar variables macroeconómicas que señalen con fiabilidad el momento adecuado para liberar reservas. En último término, puede resultar inevitable cierta discrecionalidad en la gestión de las reservas anticíclicas.

Ⓞ Los diferenciales crediticios de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) han sido sugeridos por M. Gordy, y la fórmula 1 se ha creado a partir de su publicación: M. Gordy, «First, do no harm – a hippocratic approach to procyclicality in Basel II», estudio presentado en la conferencia *Procyclicality in the financial system*, organizada conjuntamente por el Banco de los Países Bajos y el Comité de Bretton Woods, 9 y 10 de febrero de 2009. El crecimiento del crédito y una fórmula similar a la fórmula 2 fueron sugeridos por C. Goodhart y A. Persaud en «A party pooper's guide to financial stability», *Financial Times*, 4 de junio de 2008. El indicador compuesto se basa en C. Borio y M. Drehmann, «Evaluación del riesgo de crisis bancarias: una revisión», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2009, pp. 29–46. Ⓞ Aunque no se muestran, también se evaluaron indicadores basados sólo en el PIB, pero se concluyó que tenían una correlación menor con la medida de las tensiones financieras que cualquiera de las variables consideradas en este análisis. Ⓞ Borio y Drehmann también utilizan las brechas de precios de las acciones en vez del precio de los activos en el indicador compuesto; dado que las cotizaciones bursátiles no han jugado un papel esencial en la crisis actual, no se muestran en el Gráfico VII.B.1. Sin embargo, en el ajuste 3 se incluyen las brechas tanto de los precios de las acciones como de los precios inmobiliarios (véase el Gráfico VII.B.2). Ⓞ Si la fórmula se aplicase a Basilea II en vez de a otro mínimo complementario de Basilea II (como el coeficiente de apalancamiento), el método del multiplicador mostraría la deseable cualidad de sensibilidad transversal al riesgo, es decir, que preservaría en todo momento la diferenciación del riesgo entre prestatarios.

habría que determinar por separado un RCA para cada cartera geográfica de una institución con operativa nacional.

Aun cuando el requerimiento de capital anticíclico indica en qué medida han de acumularse y liberarse las reservas de capital a lo largo del ciclo crediticio, no dice mucho sobre el nivel medio de capital que hay que mantener en el sistema. Existe un consenso general en cuanto a que el nivel básico de capital mantenido actualmente por las instituciones financieras es demasiado bajo, pero ¿en qué medida?<sup>13</sup> Responder a esta pregunta exige determinar el nivel de capital de equilibrio a largo plazo (el equivalente a la tasa de interés de equilibrio a largo plazo que sirve de referencia para la política monetaria tradicional). Este nivel, a su vez, influye en la distribución de los riesgos entre los sectores público y privado. Cuanto mayor sea el nivel de capital que tienen que mantener las instituciones financieras, menor será el riesgo que asume el público. Pero el aumento de los niveles de capital incrementa los costes del negocio y, por tanto, el precio de los préstamos.

Es importante advertir que una de las tareas más acuciantes para todos es la adecuada consolidación de los balances de las instituciones financieras. La crisis mostró en toda su crudeza los riesgos originados por un sistema bancario en la sombra que se había segregado de las instituciones reguladas. Por lo tanto, lo primero que debe hacerse para mejorar la gestión del capital es reintegrar a todas esas entidades (incluidos vehículos de inversión estructurada y similares) en el perímetro regulador, para asegurarse de que

<sup>13</sup> Véase, por ejemplo, Financial Services Authority, *The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*, marzo de 2009, [www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner\\_review.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf).

las instituciones financieras mantienen un nivel adecuado de capital de cara a cumplir todas sus obligaciones. Esto dará a directivos, inversionistas y supervisores una imagen más precisa de las exposiciones al riesgo de una institución, al tiempo que aumentará el importe total de capital en el sistema financiero<sup>14</sup>.

A modo de conclusión, no es fácil determinar el nivel y las sensibilidades cíclicas de los requerimientos de capital, pero tampoco lo es decidir la orientación de las políticas monetaria o fiscal. Como ocurriera con la política de estabilización macroeconómica convencional a finales del siglo XX, ha quedado bien claro que es inevitable establecer un enfoque macroprudencial y que los requerimientos de capital anticíclicos son una de las herramientas necesarias para conseguirlo.

#### *Políticas macroeconómicas para mejorar la estabilidad financiera*

La crisis ha confirmado que no cabe confiar en que el marco de las políticas monetaria y fiscal que hizo posible la Gran Moderación pueda estabilizar para siempre los precios y el crecimiento real. El consenso actual es que las autoridades deben contar con un mandato explícito de estabilidad financiera y con herramientas adicionales para ejercerlo. El enfoque macroprudencial para la regulación y la supervisión formará parte de dicho marco, pero es probable que no sea suficiente. Las políticas macroeconómicas pueden y deben contribuir a alcanzar el objetivo de estabilidad financiera; cuando menos, no deberían obstaculizarlo.

Las políticas fiscal y monetaria ya ayudan a interrumpir el reforzamiento mutuo entre la economía real y el sistema financiero. A través de los estabilizadores automáticos y del estímulo discrecional, las políticas fiscales anticíclicas sostienen los ingresos y el empleo, disminuyendo la probabilidad de que los prestatarios incumplan sus obligaciones de pago (o si lo hicieran, aumentando el valor de lo recuperado) y elevando el valor de los activos en el balance de las instituciones financieras. La política monetaria actúa igualmente de forma anticíclica. Para atajar una desaceleración del ciclo económico, las autoridades monetarias recortan las tasas de interés oficiales, favoreciendo con ello los balances de las instituciones financieras. De igual modo, para moderar una fase expansiva, los bancos centrales suben las tasas oficiales, conteniendo el crecimiento del crédito y contrarrestando el encarecimiento de los activos. En última instancia, los bancos centrales facilitan crédito de emergencia para evitar que la retirada masiva de depósitos de ciertas instituciones se transforme en un pánico bancario que afecte a todo el sistema, conteniendo de ese modo una fuente significativa de riesgo sistémico. Dicho de otra manera, al reducir las fluctuaciones cíclicas en la economía real, las políticas fiscal y monetaria anticíclicas reducen de forma

<sup>14</sup> Es probable que el capital regulador del sistema financiero aumente a causa de varios factores: la ampliación del perímetro regulador para incluir a todas las instituciones y mercados con importancia sistémica; la reincorporación en el balance de las instituciones financieras de una considerable cantidad de activos fuera de balance; un mejor ajuste de las provisiones al nivel de riesgos; la modificación de la composición del capital en aras de la calidad, y un mejor reflejo del riesgo en los requerimientos mínimos de capital.

natural (e intencionada) la prociclicidad del capital de las instituciones financieras<sup>15</sup>.

Pero la política monetaria debe ir más allá. Para estabilizar el sistema financiero los bancos centrales han de adoptar una actitud más activa y responder ante los auges del crédito y de los precios de los activos. Las críticas del pasado a este enfoque no han perdido vigencia. Identificar burbujas y calibrar las políticas para neutralizarlas no será en el futuro más fácil de lo que ha sido hasta ahora. Pero la crisis financiera ha demostrado que, a fin de cuentas, a los bancos centrales les sale demasiado caro centrar toda su atención en la inflación en horizontes relativamente cortos, con la mirada puesta en arreglar el desbarajuste causado por el estallido de burbujas y el posterior colapso del crédito. El debate ha progresado y la cuestión ahora es en qué forma deberían ampliar las autoridades monetarias sus marcos para dar cabida a los precios inmobiliarios, las cotizaciones bursátiles y los volúmenes de deuda en circulación. Cuando hagan esos ajustes, estarán en condiciones de aplicar políticas anticíclicas, subiendo las tasas de interés cuando detecten burbujas y excesos en los balances que entrañen riesgos macroeconómicos y sistémicos.

La ampliación del marco de las políticas no implica descuidar los objetivos de estabilidad de precios de los bancos centrales. En efecto, no se trata de cambiar las metas u objetivos de largo plazo, sino de ajustar el horizonte en el que las autoridades alcanzan sus metas. En sus primeros compases, no es probable que los auges del crédito y de los precios de los activos amenacen en el corto plazo la estabilidad de los precios o el crecimiento económico real. De hecho, los auges pueden ir acompañados de una combinación de baja inflación de los precios de consumo (en especial si se omiten los precios de la vivienda) y un elevado crecimiento. Es decir, que un auge en el precio de los activos o en el crédito puede confundirse fácilmente con un incremento de la productividad. Es importante que las autoridades entiendan que un mayor crecimiento y una menor inflación hoy pueden generar inestabilidad mañana, y que los marcos de sus políticas deben tener en cuenta esta posibilidad. Cuando adviertan un auge del crédito o de los precios de los activos, las autoridades competentes deberán ampliar el horizonte temporal de las políticas. Esto ayudaría a alcanzar mejor los objetivos de las políticas monetaria y fiscal, ya que en definitiva la estabilidad macroeconómica se asienta sobre los cimientos de un sistema financiero estable.

## Resumen

No nos cabe otra opción que aceptar el reto de reparar primero y reformar después el sistema financiero internacional, amortiguando al mismo tiempo el

<sup>15</sup> La capacidad de las autoridades fiscales para recapitalizar bancos en épocas de desaceleración económica puede considerarse también como una herramienta para afrontar el riesgo sistémico. No obstante, para institucionalizar esta capacidad de contrarrestar el carácter procíclico del sistema financiero, las autoridades públicas tendrían que constituir una reserva presupuestaria. Al igual que las reservas de capital anticíclicas de las instituciones, dicha reserva se acrecentaría durante las fases expansivas y podría disponerse de ella durante las recesivas.

impacto de la crisis en la capacidad de cada cual para vivir con plenitud. Los esfuerzos desplegados hasta el momento han involucrado al máximo a las autoridades fiscales, monetarias, supervisoras y reguladoras durante casi dos años. Los recursos públicos destinados al estímulo económico y al rescate financiero han sido sorprendentes, aproximándose al 5% del PIB mundial, más de lo que nadie hubiera imaginado hace apenas un año.

La recuperación llegará tarde o temprano, pero mientras tanto hay riesgos importantes. En primer lugar y ante todo, las políticas deben favorecer el ajuste, no impedirlo, lo que implica alejarse del crecimiento basado en el apalancamiento para las economías industriales y del crecimiento basado en las exportaciones para las emergentes. También supone reparar con rapidez el sistema financiero, perseverando hasta que la labor de reestructuración esté terminada. Además, conlleva colocar a las políticas en una senda sostenible, reduciendo el gasto y elevando los impuestos en cuanto se recupere el crecimiento estable. Y, por último, significa la salida de los bancos centrales de la actividad de intermediación en cuanto las instituciones financieras asienten sus nuevos modelos de negocio y los mercados financieros reanuden su operativa habitual.

A largo plazo, solventar los grandes fallos revelados por la crisis y construir un sistema financiero más resistente exige identificar y mitigar el riesgo sistémico en todos sus aspectos. Esto, a su vez, implica organizar los instrumentos, mercados e instituciones financieros en un sistema sólido que sea más a prueba de fallos que el actual: en el caso de los instrumentos, un sistema que califique su seguridad, limite su disponibilidad y alerte sobre su idoneidad y sus riesgos; por lo que respecta a los mercados, fomentando la contratación a través de entidades de contrapartida central (ECC) y mercados organizados, especificando claramente los peligros de operar por otros canales; y, en el caso de las instituciones, combinando la aplicación integral de criterios prudenciales mejorados con una perspectiva sistémica, comenzando por la aplicación de mecanismos como los requerimientos de capital sistémicos y anticíclicos (RCS y RCA).

Para fomentar con éxito la estabilidad financiera se necesita la ayuda de todos. Las autoridades monetarias deben tener más en cuenta los auges del crédito y de los precios de los activos. Las autoridades fiscales deben asegurarse de que sus medidas sean compatibles con la disciplina fiscal a medio plazo y la sostenibilidad a largo plazo. Y los reguladores y supervisores deben adoptar un enfoque macroprudencial, preocupándose por la estabilidad del sistema en su conjunto al menos tanto como por la viabilidad de instituciones individuales. Lamentablemente, apenas ha empezado a desarrollarse un marco de política exhaustivo con objetivos alcanzables y herramientas aplicables, pero las sugerencias de este informe y de otras fuentes ofrecen un buen punto de partida. La tarea requiere coordinación internacional. Las instituciones expertas en este campo —incluidos los comités de normalización con sede en Basilea y el Consejo de Estabilidad Financiera— tendrán que desempeñar una función de liderazgo para que dicho marco funcione. La tarea será larga y compleja, pero no tenemos más remedio que afrontarla.