



Los riesgos financieros desde la perspectiva del BPI

Malcolm D. Knight

Director General, Banco de Pagos Internacionales (BPI)
Banco Central de Argentina, Jornadas Monetarias y Bancarias
Buenos Aires, 4–5 junio 2007

Es un placer poder dirigirme a esta distinguida audiencia, casi 72 años desde que el *Banco Central de la República Argentina (BCRA)* iniciara sus operaciones. Los archivos del BIS guardan la carta que el primer Gobernador de este Banco, Don Ernesto Bosch, envió el 20 de agosto de 1935 para informar al BPI sobre la creación del BCRA e iniciar contactos entre ambas instituciones. Desde entonces, ha habido una estrecha relación entre el BPI y el Banco Central de Argentina.

En mi discurso de hoy, me centraré en algunos aspectos de los mercados financieros internacionales que han acaparado una creciente atención en años recientes; discutiré algunos de los riesgos asociados a estos desarrollos, resumiré los distintos puntos de vista sobre las circunstancias actuales y su posible evolución, y haré algunos comentarios sobre algunos aspectos generales de gestión del riesgo que en las circunstancias actuales son de especial interés para América Latina.

1. El entorno financiero mundial

Los mercados financieros se han centrado en los últimos años en cuatro aspectos fundamentales que están interrelacionados.

En primer lugar, en un entorno de inflación baja y estable, el rápido crecimiento de los agregados monetarios y crediticios ha estado asociado a rendimientos a largo plazo en términos reales bajos y a un pronunciado aumento del apalancamiento en el sector financiero, que a su vez ha provocado un marcado incremento de la liquidez mundial y la compresión generalizada de las primas de riesgo. Aunque es difícil determinar en el sector financiero cuál es el nivel de apalancamiento más adecuado en un momento dado, no cabe duda de que los niveles actuales plantean ciertos riesgos.

En segundo lugar, la intermediación crediticia se ha visto enormemente favorecida por la proliferación de complejos instrumentos de transferencia de riesgo, como los derivados y diversos tipos de titulizaciones. Una de sus consecuencias ha sido que cada vez más bancos se han decantado por modelos de negocio que consisten en “originar y distribuir” el riesgo hacia otros inversionistas. Al mismo tiempo, los activos de los bancos han crecido con fuerza en años recientes, lo que indica que también han mantenido un nivel considerable de riesgos complejos en sus propias carteras.

En tercer lugar, en los últimos años se ha producido un fuerte incremento en el número de “nuevos” participantes en los mercados financieros, como por ejemplo los fondos de cobertura (*hedge funds*) y los fondos privados de capital inversión (*private equity firms*). El balance de riesgos que esto conlleva aún es incierto. La irrupción de estos participantes y sus estrategias de apalancamiento, sin duda alguna han contribuido al aumento de la liquidez del mercado, pero aún está por ver cómo reaccionarán en condiciones menos favorables.

Finalmente, ha habido un aumento significativo en la diversificación de carteras y en la actualidad muchos inversionistas mantienen activos que tan solo unos años atrás no habrían ni siquiera considerado. Por ejemplo, los títulos valores de mercados emergentes y las materias primas se han convertido en un componente fundamental de las carteras globales. Si bien es cierto que una mayor diversificación reduce el riesgo de cartera, ello inevitablemente hace más difícil identificar quién está asumiendo en última instancia los



riesgos y cómo se comportarán en el futuro los precios de estos grupos específicos de activos. Asimismo, aunque a priori los inversionistas globales pueden sentirse atraídos por ciertos tipos de activos con fines de diversificación, a posteriori sus precios pueden presentar mayor correlación de lo esperado con los precios de los demás activos financieros.

Esta mayor diversificación, con nuevos productos y participantes, ha aumentado la capacidad del sistema financiero para asumir riesgos. Tampoco es de sorprender que estos cambios hayan provocado al mismo tiempo una reducción de las primas por riesgo y un aumento de la asunción de riesgo efectiva en una serie de mercados, todo ello acentuado por la caída de las tasas de interés a largo plazo tanto en términos nominales como reales a mediados de los años 90, hasta alcanzar niveles históricamente bajos en los últimos años, sobre todo con relación a las tasas de crecimiento del PIB efectivo.

Financiación de la vivienda

Un mercado donde estas fuerzas se han unido para acrecentar la toma de riesgo ha sido el de la financiación de la vivienda. La disponibilidad de crédito hipotecario ha mejorado en todo el mundo, el préstamo de los hogares ha crecido de forma sustancial y los precios de la vivienda han aumentado, lo cual ha acrecentado la exposición del sistema financiero al sector inmobiliario. Esta evolución parece obedecer en gran medida a la reacción de los hogares ante el descenso de las tasas de interés, aumentando su demanda de vivienda y crédito hipotecario. Aunque los pagos por intereses han permanecido hasta ahora relativamente estables con relación a los ingresos, el mayor apalancamiento hace que los hogares sean más sensibles a fluctuaciones de las tasas de interés y de la renta. A estos mayores riesgos macroeconómicos se ha sumado el aumento de los riesgos derivados de la complejidad propia de los nuevos instrumentos financieros. Siguiendo con el ejemplo del mercado de la vivienda, se han introducido créditos hipotecarios cada vez más complejos. Estas modalidades suelen mantener baja la amortización de intereses durante los primeros años de la hipoteca a expensas de incrementarlas posteriores, ya sea porque se utilizan tasas “tentadoras” o simplemente porque las tasas aplicadas son variables y suelen ser bajas cuando el nivel de las tasas de interés generales de la economía también lo son.

Como resultado de todas estas innovaciones, hogares que antes no se consideraban aptos para acceder a un crédito han logrado obtener financiamiento de forma creciente, algo que podría considerarse positivo de no ser por que el conjunto de prestatarios puede haberse vuelto más riesgoso a medida que ha crecido la proporción de deudores de rentas más bajas con poca solidez financiera. Salta a la vista que la combinación de prestatarios potencialmente más riesgosos y préstamos hipotecarios con mayor riesgo de tasa de interés puede generar preocupación por la estabilidad financiera.

Financiación apalancada

La bajada de las tasas de interés y el descenso de su volatilidad también pueden explicar el aumento generalizado del apalancamiento y la mayor toma de riesgo en el sector financiero. Todo ello ha ido acompañado de una rápida expansión de los mercados de activos complejos y de riesgo (incluyendo préstamos apalancados¹, los derivados del crédito y diversos productos estructurados), donde los *hedge funds* han ido ganando relevancia como proveedores de liquidez. El favorable entorno crediticio y los excelentes beneficios empresariales tanto efectivos como previstos también han dado pábulo a la actividad con

¹ Los préstamos apalancados los define el FMI como “préstamos bancarios con calificación inferior al grado de inversión (BB+ e inferior por S&P o Fitch, y Baa1 o inferior por Moody’s) para empresas con una proporción significativa de deuda con respecto al EBITDA, o bien que se negocian con un amplio margen sobre el LIBOR (por ejemplo, 150 puntos básicos o más)”.



capital inversión y a las fusiones y adquisiciones. Y mientras todo ello sucedía, los diferenciales de los préstamos apalancados se han comprimido en más de 100 puntos básicos en los últimos dos años.

No obstante, el apalancamiento que conllevan muchos de estos nuevos instrumentos financieros puede ser difícil de calcular al tiempo que complica la evaluación del riesgo de contraparte, pues hace más complicado determinar quién detenta en última instancia estos riesgos. Todos estos factores han incrementado la vulnerabilidad frente a las alteraciones del mercado. En el segmento de préstamos apalancados, las agencias de calificación ya han alertado sobre el deterioro general de los niveles de solvencia y sobre la laxitud de las condiciones de concesión de préstamos. Otra preocupación surge por el hecho de que la enorme expansión reciente de las operaciones financieras se basa en la capacidad de los propios mercados para funcionar con fluidez en momentos de tensión. Por tanto, la provisión de liquidez para superar cualquier perturbación es esencial para la gestión del riesgo.

No obstante, me gustaría destacar que, si bien es cierto que los riesgos han crecido, la toma de riesgos es un elemento fundamental de la intermediación financiera. Además, no es el nivel de riesgo *per se* el que preocupa, sino el hecho de que, en la favorable coyuntura actual, algunas categorías de riesgo pueden no comprenderse, valorarse o gestionarse de forma adecuada.

2. Cómo pueden materializarse los riesgos financieros

Para valorar correctamente los riesgos que amenazan al sistema financiero internacional, es necesario distinguir entre los síntomas observables y sus causas subyacentes. Si bien las tasas de interés en términos reales han generado incentivos para que los agentes económicos asuman más riesgo, y por tanto han influido de forma determinante en la evolución reciente de los mercados, lo cierto es que todavía no se sabe a ciencia cierta por qué estas tasas han permanecido tan bajas.

Muchos defienden que el firme compromiso de los bancos centrales de todo el mundo para mantener la estabilidad de precios ha reducido las tasas de interés nominales y puede haber contribuido a comprimir las primas por riesgo. También es probable que otros cambios en la política monetaria, como la mejor comunicación de los objetivos por parte de las autoridades y la mayor transparencia, hayan participado de algún modo en la reducción de los rendimientos ajustados por la inflación. Desde este punto de vista, el principal riesgo sería un endurecimiento sustancial e inesperado de la política monetaria, tal vez en respuesta a un marcado repunte en la inflación.

También hay razones para creer que la política monetaria ha influido bastante en las favorables condiciones observadas recientemente en los mercados financieros. En concreto, el prolongado periodo de acomodación monetaria en numerosas economías puede haber propiciado las bajas tasas de interés a largo plazo en términos reales y las presiones al alza sobre los precios de distintos activos. Además, han surgido inquietudes sobre las consecuencias de las bajas tasas de interés oficiales en casi todo el mundo y la actividad asociada a los "*carry trade*", que consiste en tomar prestado en monedas de baja rentabilidad para invertir en otras más rentables pero también en países donde se esperan aumentos de los precios de los activos o del valor de la moneda. Sin embargo, numerosos bancos centrales, sobre todo la Reserva Federal, ya han subido sus tasas de interés oficiales en repetidas ocasiones sin provocar con ello fuertes correcciones en el mercado, lo que sugiere que los factores de política monetaria no han sido los únicos en juego.

Otra hipótesis está relacionada con el surgimiento de un desequilibrio global entre el ahorro y la inversión, ya que el deseo de ahorrar es alto mientras que la inversión prevista en



capital fijo es baja. Como Raghuram Rajan ha mencionado antes, esto puede haber provocado una escasez de nuevos títulos de deuda². Por esta razón, los rendimientos han caído y los inversionistas se han visto forzados a elegir "nuevas" clases de activos, aumentando con ello sus precios, reduciendo las primas por riesgo y diversificando en mucha mayor medida sus carteras.

Y por supuesto otro factor, relacionado en parte con lo anterior, ha sido el marcado aumento de las reservas de divisas observado en los últimos años en todo el mundo. Las intervenciones esterilizadas a gran escala han contribuido a mantener muy laxas las condiciones monetarias, especialmente en Asia. Además, conforme se han ido invirtiendo las reservas acumuladas, éstas se han sumado a la amplia liquidez ya existente en los mercados financieros mundiales.

Aunque todos estos factores parecen haber influido en la reciente evolución económica, es difícil determinar cuál de ellos será el que determine la evolución futura del riesgo en los mercados financieros internacionales. Dado que los desequilibrios entre ahorro e inversión van avanzando lentamente, podría esperarse que los cambios observados en los rendimientos y los diferenciales se inviertan sólo de forma gradual. No obstante, si se prolongara la coyuntura de tasas de interés bajas y diferenciales estrechos que conlleva esta hipótesis de ahorro e inversión, se podría fomentar mayor apalancamiento en el corto y mediano plazo. Similares implicaciones podría tener la acumulación mundial de reservas de divisas. Esto sugiere que el episodio actual de abundancia de liquidez podría prolongarse, generando una acumulación sostenida de posiciones con un desenlace aún más incierto de lo que cabría esperarse.

Por el contrario, si la política monetaria ha sido el factor dominante, el repunte de la inflación observada recientemente en muchos países y la probabilidad de un mayor endurecimiento de las condiciones monetarias globales sugieren que el episodio actual de tasas de interés bajas y diferenciales estrechos podría terminar pronto. Ello podría impactar de forma negativa en aquellos sectores que son sensibles a las tasas de interés y producir un drenaje de liquidez precisamente en aquellos mercados que más se han beneficiado de las bajas tasas de interés.

3. Riesgos financieros en América Latina

Permítanme pasar ahora de esta discusión general sobre los riesgos financieros globales a preguntas más específicas sobre los riesgos financieros que potencialmente pueden afectar a la región latinoamericana. Salta a la vista que América Latina ha experimentado una notable expansión económica desde 2004. Hasta ahora, el repunte de la economía no ha venido acompañado de desequilibrios significativos, lo que supone todo un logro para una región en la que tradicionalmente los episodios de rápido crecimiento han estado acompañados de crecientes desequilibrios y, en último término, crisis económicas.

Por supuesto, América Latina ha disfrutado recientemente de favorables condiciones de financiación externa, fuerte crecimiento económico mundial y altos precios de las materias primas. Este entorno ha ayudado a los distintos países a fortalecer sus posiciones fiscales, reducir la carga de su deuda externa, optar por estructuras de deuda más estables y acumular grandes reservas de divisas. Todo ello, y en concreto la mejora de las políticas macroeconómicas, se ha visto reflejado en la pronunciada caída de los diferenciales de riesgo soberanos. Como ejemplo, citaré que el diferencial sobre los títulos valores incluidos en el índice EMBI+ para América Latina ha caído desde más de 1.000 puntos básicos a

² Véase Raghuram G. Rajan, "Is there a global shortage of fixed assets?", discurso en la reunión del G-30 en Nueva York, 1 de diciembre de 2006, disponible en www.imf.org.



finales de 2002 hasta cerca de 170 puntos básicos en mayo de 2007. Así pues, la región parece estar mejor posicionada que hace una década para hacer frente a posibles turbulencias financieras.

Riesgos potenciales relacionados con el entorno financiero global

Pese a todo, persisten ciertas vulnerabilidades derivadas de los factores globales antes mencionados. Aunque la amplia liquidez y los estrechos diferenciales han apuntalado el crecimiento del crédito en numerosos países del mundo, incluidos algunos latinoamericanos, las condiciones de los mercados financieros pueden cambiar de forma repentina. Así por ejemplo, un fuerte endurecimiento inesperado de las condiciones monetarias o una perturbación financiera podrían contraer la liquidez global. De hecho, los recientes episodios de volatilidad en los mercados mundiales nos recuerdan que las presiones pueden surgir de improviso. Por ejemplo, algunos analistas se han cuestionado si la compresión de las primas por riesgo en toda la región se justifica plenamente por los fundamentos económicos. Por lo tanto, un aspecto esencial para los países latinoamericanos es el grado en que estos fundamentos han mejorado durante el reciente episodio de bonanza económica. La respuesta no es sencilla, pero está claro que las economías de la región que gozan de mayor credibilidad para sus políticas macroeconómicas tienen menos probabilidad de verse afectadas por choques adversos.

En este sentido cabe destacar que, pese a lo mucho que se ha avanzado en la reducción de la deuda pública en América Latina, numerosos países de la región todavía muestran tasas muy altas, superiores al 50% del PIB en muchos casos (como pueden ver en el Cuadro 1). Además, la proporción que representan las obligaciones a corto plazo o a interés variable sigue siendo alta (según muestra el Cuadro 2). Claro está, la sostenibilidad de la deuda podría verse afectada por un aumento de las tasas de interés a escala mundial, con consecuencias para el crecimiento en América Latina, de modo que los países de la región deben aprovechar la favorable coyuntura macroeconómica y financiera actual para hacer más sostenibles sus niveles de deuda. Por supuesto, este esfuerzo sería oneroso en el corto plazo, es decir, abandonar la deuda denominada en dólares o a corto plazo en favor de bonos en moneda local o a largo plazo que con frecuencia es más costosa, pero probablemente resultará ser una decisión certera de cara al futuro.

Por otra parte, el crédito doméstico está creciendo con rapidez en América Latina después de años de estancamiento, por la recuperación de los sistemas bancarios locales, pero también por el incremento de la inversión interna, el buen comportamiento de las exportaciones y los fuertes inlujos de capital. Aunque la profundización financiera es deseable, el reciente repunte del crédito interno en algunos países de la región se ha asociado a una intensificación de las presiones inflacionistas. Dado el elevado nivel de los precios de las materias primas y la reducción en las brechas del producto, asegurar la estabilidad de precios podría resultar más complicado de lo previsto. La historia demuestra que el rápido crecimiento del crédito también podría crear problemas más adelante si las actividades de préstamo no se gestionan y supervisan adecuadamente.

En los últimos años, las fuertes ganancias en los términos de intercambio han espoleado el crecimiento económico, ayudando con ello a los países latinoamericanos a llenar sus arcas públicas y a reponer sus reservas de divisas. No obstante, la región aún está muy expuesta al crecimiento mundial y a la evolución de los precios de las materias primas. El crecimiento potencial del producto continúa siendo bajo con respecto a los estándares internacionales, al tiempo que el esfuerzo para desarrollar las exportaciones de productos distintos de materias primas ha dado pocos frutos.

De ahí que las autoridades deben seguir aprovechando las favorables condiciones financieras actuales (en gran parte procedentes del exterior) para implementar un paquete de medidas adecuado (por ejemplo, mejor supervisión y regulación y mayor disciplina fiscal) que asegure la estabilidad macrofinanciera.



Mercados de deuda en moneda local

En este contexto, quisiera centrarme en un importante cambio estructural en América Latina que el BPI considera esencial para la mejora del marco macrofinanciero. Me refiero al desarrollo de mercados de deuda en moneda local, que se ha expandido con rapidez en la región gracias a una serie de políticas diseñadas para reducir la dependencia de los flujos de capitales externos y eliminar las vulnerabilidades asociadas a los descalces de divisas.

Estos mercados refuerzan la estabilidad financiera mejorando la eficiencia de la intermediación financiera, limitando los descalces de divisas y de vencimientos y reduciendo la concentración de los riesgos en el sistema bancario. Como no podría ser de otro modo, esta evolución también genera nuevos riesgos, algunos de los cuales resalto a continuación:

- La limitada liquidez del mercado podría generar riesgos financieros significativos en momentos de tensión, al disparar grandes cambios en los precios de los activos.
- El riesgo de divisas podría haber dado paso al riesgo de vencimientos en la medida en que el endeudamiento en moneda extranjera y a largo plazo se reemplace por endeudamiento en moneda local a más corto plazo.
- Una base reducida de inversionistas podría dar lugar a problemas sistémicos. En ciertos países, los bancos han acaparado gran parte de la deuda pública, lo que podría perjudicar al sistema bancario en caso de aumentar las tasas de interés.

Todos estos riesgos son especialmente relevantes en aquellos mercados de deuda interna que todavía se encuentran en una fase temprana de desarrollo y que aún no son capaces de hacer frente a periodos de tensión como lo pueden hacer los mercados más desarrollados. Desde este punto de vista, algunos objetivos de política monetaria resultan clave: primero, garantizar que los mercados de deuda interna cuentan con liquidez suficiente para que los participantes puedan reaccionar con rapidez sin alterar el funcionamiento del mercado; segundo, permitir una adecuada diversificación de riesgos entre sectores, preferiblemente fomentando la emisión por el sector privado y desarrollando la infraestructura del mercado necesaria (esquemas de compensación y liquidación, mercados e instrumentos para la transferencia del riesgo, un marco jurídico para el sistema financiero, etc.); y tercero, mejorar los marcos para el monitoreo de la exposición al riesgo.

4. Conclusiones

Para concluir mencionaré que la amplia liquidez a nivel mundial, los nuevos instrumentos financieros y participantes en el mercado, así como el pronunciado aumento de la diversificación de las carteras han mejorado la capacidad del sistema financiero para soportar riesgos y la disposición de los participantes del mercado para asumirlos. No obstante, el riesgo no se ha erradicado por completo, por lo que debe ser gestionado de cerca y de forma efectiva. Esto incumbe especialmente a América Latina, que goza ahora de una excelente coyuntura macroeconómica y ha progresado de forma sustancial e impresionante hacia la estabilidad financiera, si bien sus mercados financieros aún podrían tener que hacer frente a complicaciones si se deterioraran las condiciones globales.

El quinto Informe Anual del BPI, publicado en el año 1935, mencionaba la creación del *Banco Central de la República Argentina*. Leyendo este reporte con el beneficio que otorgan décadas de experiencia, parece que nuestros puntos de vista sobre los riesgos financieros no han cambiado tanto. Permítanme finalizar citando un capítulo de dicho informe (página 40): *“[e]xiste el deseo compartido... de que los prestatarios y prestamistas reflexionen con más atención sobre el propósito con el que se busca la financiación. Sin embargo, sería en vano pensar que los riesgos pueden eliminarse por completo; tanto en el financiamiento como en otras actividades humanas, no es posible avanzar sin aventurarse un poco”*. Muchas gracias.



Cuadro 1

Deuda pública en América Latina

En porcentaje del PIB

	Deuda pública doméstica		Deuda pública externa	
	2000	2006	2000	2006
Argentina	15,2	29,2	29,9	28,1
Brasil	40,3	50,6	14,3	7,1
Chile	28,1	8,4	8,0	7,4
Colombia	26,7	33,7	26,3	18,4
México	12,1	18,4	14,6	6,5
Perú	9,5	9,1	35,9	23,6
Venezuela	8,8	10,8	18,6	14,8
<i>América Latina</i>	<i>23,1</i>	<i>30,6</i>	<i>18,7</i>	<i>11,3</i>

Fuente: JPMorgan Chase (abril 2007).



Cuadro 2

Deuda doméstica en América Latina por tipo de instrumento

En porcentaje de los saldos totales en circulación

	2000				2005			
	<i>Interés variable</i>	<i>Interés fijo</i>	<i>Indexada a la inflación</i>	<i>Indexada a moneda extranjera</i>	<i>Interés variable</i>	<i>Interés fijo</i>	<i>Indexada a la inflación</i>	<i>Indexada a moneda extranjera</i>
Argentina	12,0	0,0	0,0	88,0	2,0	1,0	74,0	20,0
Brasil	58,0	15,0	6,0	21,0	60,0	21,0	16,0	3,0
Chile	0,0	0,0	92,0	8,0	0,0	18,0	64,0	18,0
Colombia	0,0	50,0	41,0	7,0	0,0	70,0	29,0	1,0
México	35,0	6,0	16,0	0,0	47,0	28,0	13,0	0,0
Perú	17,0	0,0	54,0	29,0	3,0	35,0	36,0	25,0
Venezuela	100,0	0,0	0,0	0,0	44,0	0,0	0,0	56,0
<i>América Latina</i>	<i>47,0</i>	<i>12,0</i>	<i>13,0</i>	<i>22,0</i>	<i>46,0</i>	<i>23,0</i>	<i>23,0</i>	<i>5,0</i>

Fuente: Grupo de Trabajo del CGFS sobre mercados de deuda en moneda local. Datos para bonos y pagarés, excluyendo los instrumentos del mercado monetario. Los totales regionales corresponden a la suma de los países del cuadro. Los totales no suman el 100% al excluirse los instrumentos híbridos.