

# IMF Survey

## LAS LECCIONES DE LA CRISIS

### **El FMI insta a replantearse el control del riesgo sistémico mundial**

**Boletín del FMI en línea**  
**6 de marzo de 2009**

- Ni la disciplina del mercado ni la regulación financiera se mantuvieron a la par del avance de la innovación y del aumento del apalancamiento
- Las políticas macroeconómicas no lograron responder a la acumulación de riesgos sistémicos
- Se necesitan iniciativas internacionales para detectar y enfrentar el riesgo mundial sistémico

En el primer estudio exhaustivo de su tipo, el FMI hace un balance de las primeras lecciones extraídas de la crisis financiera mundial e insta a replantearse, a escala internacional, la manera de controlar el riesgo sistémico. “Más allá de quién haya tenido la culpa de la crisis, corresponde preguntarse por qué las autoridades no neutralizaron el peligro en ciernes”, puntualiza el informe. “Si hay un hecho común a todas estas lecciones es que nunca se resolvió la fragmentación”.

El estudio —solicitado originalmente por el Comité Monetario y Financiero Internacional, encargado de guiar las políticas del FMI— informará la labor del Grupo de los Veinte (G-20), a través del cual las principales economías buscan elaborar un programa para reformar la regulación financiera e imprimir más eficacia a instituciones financieras internacionales como el FMI y el Banco Mundial. Los líderes del G-20 se reunirán en Londres el 2 de abril próximo. Al debatir el análisis preparado por el personal técnico, el Directorio Ejecutivo del FMI hizo hincapié en “la necesidad de medidas correctivas en una amplia variedad de flancos y a muchos niveles, lo cual implicaría un programa de trabajo ambicioso por parte de las autoridades y una necesidad de acción coordinada”.

#### **Los orígenes de la crisis**

Para restablecer la estabilidad de la economía mundial, que atraviesa la peor recesión desde la segunda guerra mundial, es fundamental comprender qué ocurrió. “Una falla clave durante el *boom* fue la incapacidad de reconocer la amenaza que significaba para todo el sistema la formación de una burbuja de precios de los activos. Concentrada cada una en su parte del problema, las autoridades perdieron la visión de conjunto”, observó Reza Moghadam, jefe del Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

Según el análisis del FMI, se produjeron fallas en tres niveles distintos:

- Los reguladores del sector financiero no estaban equipados para detectar las concentraciones del riesgo ni los incentivos distorsionados detrás del auge de innovación

financiera. Ni la disciplina del mercado ni la regulación lograron contener los riesgos que se estaban acumulando desde hacía años, generados por la rápida innovación y un apalancamiento cada vez más pronunciado.

- Las autoridades no tuvieron en cuenta los crecientes desequilibrios macroeconómicos que contribuyeron a la acumulación de riesgos sistémicos en el sistema financiero y los mercados de la vivienda. Los bancos centrales se concentraron más que nada en la inflación, no en los riesgos vinculados al avance de los precios de los activos y al aumento del apalancamiento. Los supervisores financieros, por su parte, tenían la atención puesta en el sector bancario formal, no en los riesgos cada vez mayores del sistema financiero paralelo.
- Las instituciones financieras internacionales no lograron promover una cooperación firme a nivel internacional, lo cual dificultó aún más la detección de las crecientes vulnerabilidades y vinculaciones transfronterizas.

### **La regulación ligera no detectó el riesgo**

De acuerdo con el estudio del FMI sobre la regulación financiera, el sistema financiero se amplió vertiginosamente durante la década pasada y creó instrumentos que parecían ofrecer una rentabilidad más elevada con menos riesgo. Uno de los factores que promovió esa evolución fue la creencia generalizada en un régimen de regulación ligera, que partía de dos premisas: la disciplina del mercado coartaría un comportamiento irresponsable y la innovación financiera no concentraba el riesgo, sino que lo dispersaba.

Ambas premisas resultaron erradas, y la consecuencia fue una burbuja gigantesca de precios de los activos, especialmente en el sector de la vivienda, y una enorme acumulación de riesgos, tanto dentro como fuera del sistema bancario formal. “Lo que puso en claro la crisis fue la necesidad de ampliar el perímetro de regulación para incluir las instituciones y los mercados sistémicos que operaban fuera del campo de visión de los reguladores y los supervisores”, explicó Jaime Caruana, jefe del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI. “Lo que proponemos es un doble enfoque para ampliar la regulación: primero, extender la divulgación y suministrar a los supervisores suficientes datos para determinar qué instituciones, a causa de su tamaño o de sus vinculaciones, pueden generar un riesgo sistémico, y segundo, intensificar la regulación y supervisión funcional”.

El estudio identifica cinco fallas críticas que es necesario solucionar:

- ***Primero, es necesario ampliar el perímetro —o sea, el alcance— de la regulación*** de modo que incluya todas las actividades que plantean riesgos para la economía en su conjunto. La regulación también debe conservar la flexibilidad para poder mantenerse al corriente de la innovación financiera, y debe concentrarse en actividades, no en instituciones. Se debe impedir la concentración de riesgos fuera del perímetro regulatorio. Un primer paso importante sería dejar en claro el mandato para la supervisión de la estabilidad sistémica.

- ***Segundo, es necesario fortalecer la disciplina del mercado.*** Muchos observadores criticaron las fallas de las calificadoras de riesgo a la hora de evaluar debidamente el riesgo, y ya se encuentran en marcha iniciativas para reducir los conflictos de interés y mejorar la diligencia debida brindada a los inversionistas. Además, convendría aligerar el vínculo entre las calificaciones y las reglas prudenciales, e instituir una escala diferenciada para los productos estructurados. Además, la resolución de bancos sistémicos debería incluir mecanismos que activen a tiempo la intervención y disposiciones más previsibles sobre la participación en las pérdidas.
- ***Tercero, es necesario moderar la prociclicidad de los regímenes regulatorios y contables.*** Al incrementar el nivel de capitalización que se les exige durante las expansiones, los bancos tendrían fondos a los cuales podrían recurrir durante una desaceleración. Se necesita un marco internacional para la constitución de reservas inspirado en las pérdidas previstas a lo largo del ciclo económico, no en las sufridas en el período precedente. Los supervisores también deben evaluar periódicamente los planes de remuneración y cerciorarse de que no incentiven una toma excesiva de riesgos. Por último, hay razones sólidas para afianzar las reglas contables reconociendo que la valoración incorrecta puede ocurrir tanto durante las buenas como las malas épocas.
- ***Cuarto, es necesario eliminar las lagunas en la información.*** Habrá que promover la transparencia de la valoración de instrumentos financieros complejos. Además, los reguladores podrán efectuar agregaciones y evaluaciones de los riesgos para el sistema en su conjunto si disponen de datos más fidedignos sobre las transacciones fuera de mercado y la exposición fuera del balance. Esas medidas también fomentarían la disciplina del mercado.
- ***Por último, los bancos centrales deben fortalecer los marcos de suministro de liquidez sistémica.*** Asimismo, debe reforzarse la infraestructura que sustenta los principales mercados de dinero.

#### **Las políticas macroeconómicas no tuvieron en cuenta los riesgos sistémicos**

La crisis estuvo precedida por un largo período de crecimiento mundial vigoroso y tasas de interés bajas. Eso alentó a los inversionistas a buscar rentabilidades más altas y estimuló la demanda de productos más riesgosos gracias a la innovación financiera. “El origen de la crisis fue un optimismo nacido de un largo período de prosperidad. Ese optimismo generó riesgos en la economía mundial que no se evaluaron con la atención debida”, afirmó Olivier Blanchard, Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI. “Sumada a las grandes fallas de la regulación y la supervisión, la situación estimuló un fuerte grado de apalancamiento y acumulación de activos riesgosos”.

Aunque ni la política fiscal ni la política monetaria desempeñaron un papel importante en el período anterior a la crisis, se pueden extraer varias lecciones a nivel macroeconómico.

- ***Primero, la política monetaria debe responder frente a la acumulación de riesgos sistémicos.*** Las autoridades deben concentrarse en la estabilidad macrofinanciera y prestar más atención a la acumulación de riesgos sistémicos. Obviamente, es difícil detectar una burbuja incipiente y luego decidir cómo reaccionar. En la mayoría de los casos, la política

monetaria es un instrumento demasiado tosco para lidiar con los *booms* de crédito y de precios de los activos; la solución radica principalmente en la regulación prudencial. Pero esa primera línea de defensa fracasó en otras ocasiones, y volvió a fracasar en esta crisis. Por ende, hay razones para ampliar el mandato de la política monetaria e incluir explícitamente la estabilidad macrofinanciera, no solo la estabilidad de precios.

- ***Segundo, la política fiscal debe ser más sólida en las épocas de prosperidad.*** Aunque la política fiscal no tuvo una influencia profunda en vísperas de la crisis, muchos países no recortaron ni la deuda pública ni los déficits durante las épocas de prosperidad. En consecuencia, ahora disponen de capacidad limitada para superar la crisis mediante el estímulo. La política tributaria también fomentó el financiamiento mediante endeudamiento en los últimos años. La modificación de esas reglas tributarias aportaría sus beneficios. El FMI elaboró un análisis minucioso del espacio final que tienen a su disposición algunas de las principales economías, la formulación de programas de estímulo eficaces y la manera de alcanzar la solvencia fiscal a mediano plazo, teniendo en cuenta el aumento de la deuda y los pasivos contingentes.
- ***Tercero, aunque los flujos de capital internacionales son beneficiosos en conjunto, es necesario corregir los desequilibrios mundiales.*** Las autoridades deben hacer uso de políticas macroeconómicas y estructurales para restablecer el equilibrio entre el ahorro y la inversión en sus propias economías. Asimismo, deben aprovechar la regulación para suavizar el riesgo sistémico derivado de los flujos de capital, por ejemplo imponiendo restricciones a la exposición en moneda extranjera de las instituciones financieras nacionales y otros prestatarios.

### **Las fallas de la cooperación internacional**

Pese al peligro creciente, ni el FMI ni otras instituciones alertaron con urgencia a las autoridades, ni promovieron una respuesta coordinada. Pero sería injusto omitir las advertencias que sí se lanzaron. Por ejemplo, el FMI, entre otros, advirtió sobre las concentraciones de riesgos en el sector financiero y en las perspectivas de un ajuste desordenado de los desequilibrios mundiales. Pero todas las advertencias pasaron inadvertidas, en parte porque no eran ni apremiantes ni específicas.

Las autoridades, por su parte, tampoco se comprometieron a actuar mancomunadamente frente a las amenazas mundiales. Por ejemplo, a medida que la crisis entró en curso, la primera reacción fue apresurarse a proteger los bancos locales, a riesgo de causar pánicos en otros países.

Los planes nacionales de garantía de los depósitos son apenas un ejemplo de las numerosas consecuencias imprevistas que ocurren cuando los países actúan unilateralmente, causando luego problemas en otros países y agravando el impacto del problema.

En resumidas cuentas, la crisis pone de relieve la necesidad de transmitir mensajes más claros a través de la adopción de políticas y de estrechar —y no diluir— la cooperación internacional en una serie de temas económicos y financieros. De acuerdo con el análisis del FMI, es necesario actuar en cuatro ámbitos.

- ***Primero, las advertencias sobre las políticas adoptadas deben ser más precisas y específicas.*** El FMI está colaborando con el Foro sobre Estabilidad Financiera (FEF) en una nueva prueba de alerta anticipada que nucleará las especializaciones macrofinancieras y se concentrará en las amenazas más serias. A nivel más general, basándose en distintas dimensiones macroeconómicas y financieras, esbozará un panorama general que también tenga en cuenta los efectos indirectos transfronterizos.
- ***Segundo, se necesita liderazgo para hacer frente a los riesgos mundiales sistémicos.*** Son varias las organizaciones que pueden reclamar para sí ese papel —el FMI, el G-7 y el G-20, el FEF, la OCDE— pero ninguna logró actuar con eficacia. El FMI tiene el mandato, cuenta entre sus miembros a prácticamente todos los países del mundo y posee una experiencia macroeconómica y financiera ideal para tomar la vanguardia frente a los riesgos mundiales, pero como consecuencia de las trabas burocráticas y de la rigidez de su estructura de gobierno el centro del debate se ha desplazado hacia grupos más pequeños y más flexibles, como el G-20 y el FEF. Sin embargo, estos grupos más pequeños tienen sus propios problemas de legitimidad y de capacidad de seguimiento. Una solución mundial satisfactoria conjugaría experiencia, legitimidad y eficacia, y serviría de foro para las autoridades máximas. El FMI puede ofrecer esa solución, pero para eso habría que reequilibrar mejor la voz y la representación entre los países miembros, de modo que los procesos decisorios reflejen con más fidelidad la realidad económica mundial de hoy.
- ***Tercero, se necesitan reglas para la resolución de instituciones financieras transfronterizas*** a fin de promover la colaboración, en lugar de soluciones que alivien la carga del contribuyente local a costa de perjudicar a otros países.
- ***Por último, se necesita un marco de liquidez mundial verosímil.*** El acceso a mecanismos de financiamiento o seguros a gran escala sigue siendo problemático para la mayor parte de los países de mercados emergentes. El FMI está reevaluando su marco crediticio para cerciorarse de que sea adecuado para las necesidades de los países miembros. Si no puede proporcionar los seguros necesarios, en el futuro los países podrían intentar recurrir al autoaseguro mediante la acumulación de superávits y reservas, con el consecuente riesgo de distorsionar durante años el comercio internacional.

### **De cara al futuro**

Poner en práctica estas recomendaciones será tarea ardua, desde el punto de vista tanto político como técnico. Sin embargo, la magnitud de la crisis pone claramente en evidencia la importancia de aprender de los errores cometidos. Tampoco cabe subestimar el ímpetu actual hacia acciones decisivas y soluciones duraderas. La cumbre que celebrarán los dirigentes del G-20 el 2 de abril próximo será la primera oportunidad para lograr verdaderos avances.

“El programa de reforma es enorme y la gente lo abordará desde perspectivas a veces muy diferentes, pero hay un verdadero deseo de encontrar soluciones mancomunadas. Confiamos en que los análisis realizados por el FMI contribuirán a consensuar la manera de resolver estos problemas comunes”, señaló Moghadam.