

## Nota de prensa del capítulo 2:

### *LOS INVERSIONISTAS A LARGO PLAZO Y LA ASIGNACIÓN DE SUS ACTIVOS: ¿DÓNDE FUERON A PARAR?*

**Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial (*Global Financial Stability Report*),  
septiembre de 2011**

**Preparada por S. Erik Oppers (jefe del equipo), Ruchir Agarwal, Serkan Arslanalp,  
Ken Chikada, Pascal Farahmand, Gregorio Impavido, Peter Lindner, Yinqiu Lu,  
Tao Sun y Han van der Hoorn**

#### *Observaciones fundamentales*

- Las estrategias de asignación de activos de los inversionistas institucionales privados y públicos han sufrido cambios desde la crisis. Lo más importante es que ahora estos inversionistas son más conscientes del riesgo, incluido el riesgo de liquidez y el riesgo de crédito soberano.
- Hasta ahora, en el entorno de tasas de interés bajas, la mayoría de los inversionistas institucionales a largo plazo han optado por aceptar rendimientos más bajos en lugar de asumir más riesgos. Teniendo en cuenta los pagos fijos que deberán efectuar en el futuro o sus pasivos con rendimientos garantizados, la presión que sentirán estos inversionistas para invertir en activos más riesgosos aumentará cuanto más se prolongue el entorno de tasas de interés bajas.
- A medida que la mayor sensibilización frente al riesgo y las iniciativas regulatorias empujen a los inversionistas privados a invertir en activos “más seguros”, cabe la posibilidad de una retirada de un grupo de grandes inversionistas que ayuda a estabilizar los mercados financieros. Es posible que surja un espacio para que los administradores de activos soberanos puedan asumir algunos de los riesgos a más largo plazo que ahora los inversionistas privados están evitando.
- Los factores fundamentales que determinan las decisiones de asignación de activos de los inversionistas institucionales a largo plazo no apalancados son las buenas perspectivas de crecimiento, la disminución de los riesgos en los países receptores de las inversiones y un mayor apetito de riesgo a escala mundial. Los diferenciales de las tasas de interés entre los países cumplen un papel menos importante.
- La tendencia estructural de inversión en los mercados emergentes se aceleró después de la crisis, pero no puede descartarse el riesgo de un retroceso si se alteran los fundamentos económicos (como las perspectivas de crecimiento o el riesgo país o mundial). La magnitud de la reciente salida de inversiones de los fondos de acciones y bonos de mercados emergentes coincide con las conclusiones empíricas de este capítulo sobre los efectos de la mayor aversión al riesgo a escala mundial.

**En este capítulo se examinan los factores fundamentales que determinan las decisiones de asignación de activos a largo plazo de los inversionistas institucionales privados y públicos no apalancados que invierten a largo plazo.** Aparte de examinar las tendencias a largo plazo, se plantea también la pregunta de si la asignación de activos ha sufrido cambios a raíz de la crisis financiera mundial y el entorno de tasas de interés bajas.

**El punto de partida del capítulo son las decisiones individuales de asignación de activos de cada inversionista.** Estas decisiones son la base de los flujos financieros entre mercados, monedas y países. El capítulo difiere de estudios previos porque emplea datos desagregados de fondos comunes de inversión que aportan información sobre los flujos de inversión en acciones y bonos que recibe cada país, y no datos agregados de balanza de pagos que guardan menos relación con las decisiones de los inversionistas individuales.

**El análisis demuestra que la asignación de activos privados depende sobre todo de las perspectivas de crecimiento positivas y de la disminución de los riesgos en los países receptores; los diferenciales de las tasas de interés entre países cumplen un papel menos importante.** Sin embargo, esta última conclusión *no* significa que los flujos de capitales en general no responden a los diferenciales de tasas de interés, ya que dichos flujos pueden ser el resultado de decisiones tomadas por inversionistas a corto plazo que cuentan con apalancamiento (por ejemplo, los que realizan operaciones de arbitraje de tasas de interés entre divisas), y que no son objeto de estudio en este capítulo.

**La crisis financiera mundial y sus secuelas expusieron a los inversionistas a dos fuerzas opuestas.** Por un lado, la crisis hizo que los inversionistas a largo plazo tomen una mayor consciencia de los riesgos, sobre todo el riesgo de liquidez y el riesgo de crédito soberano, inclusive en el caso de las economías avanzadas. Por el otro lado, el entorno de tasas de interés bajas está presionando cada vez más a los inversionistas institucionales (en especial a las compañías de seguros que han vendido productos con retornos mínimos garantizados y a los fondos de pensiones con financiamiento insuficiente) a invertir en activos más riesgosos para mejorar los rendimientos de sus carteras.

**La mayoría de los inversionistas institucionales hasta ahora se han conformado con aceptar rendimientos más bajos en lugar de asumir mayores riesgos.** En este capítulo se sostiene que esto bien puede ser evidencia de que el comportamiento de los inversionistas institucionales a largo plazo ha sufrido un cambio fundamental. Ese cambio estructural se ve reflejado en los datos: las regresiones del capítulo muestran descensos significativos de los flujos de inversión en todo el período posterior al comienzo de la crisis a mediados de 2007, debido a ajustes en los flujos de inversión de cartera basados en la nueva evaluación de los riesgos, y hasta el momento no hay indicaciones de que este efecto esté perdiendo intensidad. Sin embargo, si —como se prevé— las tasas de interés en las economías avanzadas permanecen en niveles bajos por un período prolongado, esos inversionistas sentirán una presión creciente para asumir mayores riesgos de inversión, a medida que su situación financiera se vaya deteriorando.

**La tendencia estructural de invertir en mercados emergentes se aceleró tras la crisis.** Sin embargo, dado que muchos inversionistas primerizos están aprovechando la evolución

relativamente más favorable de las economías de estos países, existe el riesgo de un cambio de sentido en el caso de que se alteren los fundamentos económicos. Si los shocks son más intensos, esos cambios de sentido podrían tener un efecto de igual magnitud que el de la salida de flujos registrada durante la crisis financiera. De hecho, la magnitud de los recientes retiros de inversiones de fondos de acciones y bonos de mercados emergentes (ocurridos después de la elaboración del capítulo) coincide con las conclusiones empíricas del capítulo.

**En el capítulo se plantea que la asignación de activos soberanos puede representar un contrapeso frente al cambio de comportamiento del sector privado.** Este capítulo sugiere que la mayor sensibilización frente al riesgo e iniciativas como Solvencia II en el caso de las compañías de seguro europeas pueden llevar a estas instituciones a dejar de lado su papel tradicional como inversionistas en activos riesgosos a largo plazo, lo cual podría atenuar el efecto positivo de un grupo de grandes inversionistas que están dispuestos a mantener activos ilíquidos durante las desaceleraciones del mercado. A medida que los inversionistas privados se sientan empujados a invertir en activos “más seguros”, es posible que surja un espacio para que los administradores de activos soberanos asuman algunos de los riesgos a más largo plazo que los inversionistas privados ahora están evitando.

**Nota de prensa del capítulo 3:**  
*Hacia la instrumentación de políticas macroprudenciales:*  
*¿En qué momento se debe actuar?*  
**Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial (*Global Financial Stability Report*),**  
**septiembre de 2011**

**Preparada por Srobona Mitra (jefa del equipo), Jaromír Beneš, Silvia Iorgova, Kasper Lund-Jensen, Christian Schmieder y Tiago Severo**

**Observaciones fundamentales**

- Para emplear las políticas macroprudenciales de forma correcta será necesario comprender mejor la fuente de los shocks que provocan la acumulación de riesgos sistémicos. Los buenos indicadores anticipados de acumulación de riesgos sistémicos deben ayudar a diferenciar los shocks positivos (como los aumentos de productividad) de los shocks negativos (como las burbujas de precios de los activos).
- El crecimiento del crédito, que se sitúa en el centro de la acumulación de riesgos sistémicos, tiene que estar acompañado de otros indicadores, como los aumentos de precios de los activos y los aumentos de los pasivos bancarios, así como las apreciaciones del tipo de cambio real, de tal manera que sea posible distinguir los dos tipos de shocks.
- Un buen indicador del crecimiento del crédito es la variación de la razón crédito/PIB. Utilizando una muestra de 36 países, nuestro modelo establece que cuando la razón crédito/PIB aumenta más de 5 puntos porcentuales al año y va acompañada de un aumento de los precios de las acciones de 15% o más, la probabilidad de que se produzca una crisis financiera en los dos años siguientes es de una en cinco.
- Los indicadores de alta frecuencia basados en el mercado son óptimos para señalar el momento en que el riesgo sistémico está próximo a materializarse en los próximos meses. Se observa que para esta tarea es útil un indicador basado en el diferencial LIBOR-OIS (es decir, entre la tasa LIBOR y la tasa de los swaps con un índice a un día) y en la curva de rendimientos.
- Las autoridades de política económica pueden recurrir a varias herramientas para reducir las probabilidades de una crisis financiera. En el capítulo se prueba una de esas herramientas, los requerimientos de capital contracíclicos, y se demuestra que puede ser útil para reducir la variabilidad de los ciclos económicos y la probabilidad de dificultades financieras.
- Las autoridades macroprudenciales y monetarias tienen que coordinar sus actividades en por lo menos dos ámbitos: la forma de comprender la fuente básica de los shocks y las políticas aplicadas en regímenes de tipo de cambio dirigido con abundante crédito denominado en moneda extranjera.

**La política macroprudencial busca reducir el riesgo de una perturbación grave de los servicios financieros en todo el sistema (“riesgo sistémico”), que podría tener un considerable impacto negativo en la economía real.** La instrumentación de las políticas macroprudenciales es una tarea que se lleva cabo en varios frentes, y el análisis que se efectúa en este capítulo presenta avances concretos hacia tal objetivo a lo largo de distintos trayectos. A partir de un modelo de vinculaciones macroeconómicas y financieras se estudia el comportamiento de diferentes indicadores en respuesta a varias fuentes de shocks en la economía. Los ejercicios empíricos destacan las ventajas de disponer de los tipos de información adicional que alertan de la acumulación de riesgo. Además, el análisis propone un conjunto de indicadores de alta frecuencia que podrían alertar a las autoridades sobre la inminencia de dificultades financieras. A partir de observaciones analíticas basadas en un modelo, determinamos que una herramienta macroprudencial de uso común —los requisitos de capital anticíclicos— funcionaría en distintos regímenes cambiarios.

**El monitoreo eficaz del riesgo sistémico y las respuestas eficaces mediante políticas dependen en forma crucial de que se determinen con exactitud las fuentes de los shocks que afectan a la economía.** Se observa que las fuentes de los shocks provocan el movimiento de ciertos datos económicos que están vinculados a la acumulación de riesgo sistémico. Las características propias de la estructura de una economía hacen variar la magnitud de los efectos de los shocks pero no su dirección, de manera que las enseñanzas que se extraen tienen un ámbito de aplicación muy amplio. Las autoridades deben dedicar recursos y coordinar tareas entre sí para comprender mejor las fuentes de los shocks, en especial los de carácter transfronterizo.

**Entre los indicadores rezagados de la acumulación de riesgo, la información agregada sobre el crédito es útil pero debe complementarse con otros indicadores.** Si bien el crédito aumenta gracias a un shock positivo (un estímulo saludable a la economía real mediante aumentos de productividad) y un shock negativo (como una escalada de precios de los activos y el relajamiento de las normas crediticias aplicadas por los bancos), el aumento del crédito y la persistencia de ese aumento y la reducción del índice de capitalización de los bancos son bastante más pronunciados en el caso de los shocks negativos. Otros indicadores que acompañan al crecimiento del crédito transmiten señales poderosas. Si el crédito crece más de 5 puntos porcentuales del PIB y va acompañado de un aumento de precios de las acciones de 15% o más, la probabilidad de una crisis aumenta a 20% en un plazo de dos años. La señal es más fuerte si se usa un indicador más amplio del crédito, como los préstamos bancarios y los préstamos transfronterizos directos al sector privado. En el contexto de las economías emergentes, la apreciación del tipo de cambio real parece ser un factor especialmente pertinente.

**Las autoridades también deben analizar indicadores de alta frecuencia con el fin de prepararse para la potencial materialización de una crisis a corto plazo y para utilizar las reservas acumuladas a fin de aplicar medidas anticíclicas.** En este caso, en el capítulo se señala que un indicador basado en el diferencial LIBOR-OIS y en la curva de

rendimientos podría anunciar adecuadamente la potencial materialización de tensiones. Sin embargo, los indicadores que contienen información sobre el grado de interdependencia entre las instituciones financieras no dieron buenos resultados a la hora de vaticinar la quiebra de Bear Stearns y Lehman, lo que hace pensar que las autoridades quizá tenga que recurrir a datos efectivamente observados sobre las exposiciones institucionales para evaluar el posible efecto dominó en el caso de que se materializara una crisis.

**Se observa que un conjunto similar de instrumentos macroprudenciales puede ser eficaz en distintos tipos de economías, lo cual debería facilitar la coordinación de las políticas a escala internacional.** Sin embargo, la *calibración* de los instrumentos de política —en especial los basados en umbrales para los distintos indicadores— depende de las circunstancias específicas de cada país. Por ejemplo, los tipos de cambio dirigidos y el uso de préstamos denominados en moneda extranjera amplifican los efectos de todos los shocks. Por lo tanto, la coordinación estrecha de las políticas cambiarias, monetarias y macroprudenciales es esencial para lograr un sector financiero y una economía real más estables en estas situaciones.