

Latin American Shadow Financial Regulatory Committee
Comité Latino Americano de Asuntos Financieros
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros

Declaración No. 17

Setiembre 10 , 2007
Copenhague, Dinamarca

Lecciones de la reciente turbulencia financiera

Resumen ejecutivo

Era inevitable que los desequilibrios globales finalmente exigieran una corrección alcista en el precio del riesgo. Al ocurrir esto, fue igualmente inevitable que los prestatarios más débiles se vieran imposibilitados de pagar algunas de sus obligaciones de deuda.

En esta declaración los Comités de Asuntos Financieros de Asia, Australia-Nueva Zelanda, Europa, Japón, Latinoamérica y los Estados Unidos destacan algunas debilidades importantes en la infraestructura financiera y hacen las siguientes recomendaciones:

1. Una debilidad clave en el período actual de la turbulencia financiera es el vínculo – ya sea mediante garantías explícitas o implícitas – entre los *conduits* o vehículos de titulización especial y los bancos de inversión y bancos comerciales patrocinantes. Las actividades de estos *conduits* y vehículos son extremadamente complicadas y poco claras.

2. En muchas nuevas formas de préstamo, la responsabilidad de analizar y calcular los precios del riesgo del préstamo se pasó a los programas de calificación de riesgo crediticio y se tercerizó a las agencias de calificación crediticia. Sin embargo, estas agencias no comparten las pérdidas debido a cálculos erróneos. Para restablecer la confianza de los inversores en el proceso de titulización, los emisores de préstamos deben rastrear el rendimiento a largo plazo de su personal de suscripción y establecer sistemas de compensación diferida que hagan que los directores de préstamos compartan las pérdidas generadas por los incumplimientos de los prestatarios. Los Comités instan a los reguladores y a los grupos de estudio de la industria a tratar de inmediato los problemas de incentivos causados por la tercerización de la evaluación del riesgo.

3. La turbulencia actual en los mercados financieros hace surgir importantes preguntas con respecto a la implementación del marco de adecuación de capital Basilea II para los bancos. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea debe reevaluar la excesiva confianza en las calificaciones que ofrecen las agencias de calificación crediticia en el llamado enfoque estandarizado de Basilea II. Además, se debe volver a examinar el enfoque avanzado basado en calificaciones internas de Basilea II, que permite que los bancos grandes y sofisticados usen sus modelos internos de riesgo. La reciente turbulencia reveló que estos modelos tuvieron un rendimiento insuficiente y subestimaron el grado de exposición al riesgo. Los Comités instan al Comité de Basilea a que realice otro estudio del impacto cuantitativo (QIS) utilizando las observaciones de la turbulencia reciente.

Antecedentes de la reciente turbulencia

La turbulencia actual en los mercados financieros mundiales, provocada por los incumplimientos en las hipotecas de alto riesgo de los EE.UU., hace dudar acerca de la política macroeconómica, la estabilidad financiera y el diseño de la normativa financiera. La formulación de una respuesta apropiada de la política a la incertidumbre generada por la turbulencia actual exige una comprensión de los eventos que llevaron a la situación actual.

La economía global ha disfrutado de un largo período de tasas de interés relativamente bajas y de una amplia liquidez. Los factores subyacentes incluyen las altas tasas de ahorro de China y otras economías asiáticas, y las tasas de inflación bajas y estables de Europa, los Estados Unidos y Japón. Además, algunos países clave han mantenido tasas de interés inadecuadamente bajas y divisas infravaloradas. En este entorno macroeconómico, la memoria lejana de los períodos turbulentos anteriores y los esfuerzos por alcanzar rendimientos mayores permitieron que la prima del riesgo fuera relativamente baja para los créditos.

El entorno favoreció la aparición de instrumentos financieros innovadores para la comercialización del riesgo crediticio. Los vehículos para las inversiones colectivas y los productos estructurados de titulización han permitido que el riesgo crediticio se adjudique globalmente a nuevos grupos de inversores. Además de crear mercados de instrumentos derivados, los bancos y bancos de inversión establecieron vehículos especiales de inversión (SIV), que mantienen instrumentos atípicos como las obligaciones de deuda colateralizada (CDO) y se autofinancian emitiendo papeles comerciales (CP) a inversores como fondos de cobertura. Los fondos de cobertura y *conduits* – una forma de SIV – han sido importantes compradores e intermediarios de los nuevos instrumentos. Su capacidad de absorber el riesgo de modo eficiente contribuyó al bajo costo del crédito y mejoró la capacidad de empresas y hogares de soportar una mayor deuda. En consecuencia, se ha visto un aumento en el apalancamiento de empresas y hogares a la vez que los precios de los activos, principalmente para bienes inmuebles residenciales, han aumentado bruscamente.

Era inevitable que los desequilibrios globales finalmente exigieran una corrección alcista en el precio del riesgo. Al ocurrir esto, fue igualmente inevitable que los prestatarios más débiles se vieran imposibilitados de pagar algunas de sus obligaciones de deuda. Los incumplimientos en los préstamos hipotecarios de alto riesgo en los EE.UU. se deben ver de este modo. En principio, la transferencia del riesgo crediticio inherente a los instrumentos vinculados al crédito debe amortiguar las consecuencias de los incumplimientos al diluirlos entre varios participantes.

Surge una amenaza a la estabilidad financiera si las fallas de los mercados financieros amplifican el impacto inicial, con consecuencias adversas para el crecimiento y el empleo. Ciertamente existen pruebas de dicha amplificación. Además, en una situación donde el 40 por ciento de los bonos respaldados por hipotecas de alto riesgo se mantenían fuera de los EE.UU., las consecuencias de los incumplimientos en las hipotecas de alto riesgo se sintieron en todo el mundo, en especial en Europa. A su paso, estos incumplimientos dejaron un número importante de fracasos en el mercado financiero. Esto incluye algunos SIV patrocinados por dos bancos alemanes. También algunos fondos de cobertura importantes han registrado grandes pérdidas.

Sería un error de los planificadores auxiliar de modo reflexivo a los bancos, inversores y prestatarios hipotecarios morosos. Las ayudas financieras aumentan la disposición de los beneficiarios a correr riesgos en el futuro. No sólo los contribuyentes tendrían que pagar la ayuda financiera, sino que la economía global estaría más proclive a una crisis.

Esta declaración identifica algunas debilidades importantes en la infraestructura financiera, y explica cómo han contribuido a la turbulencia que hemos visto. También analizamos las respuestas normativas apropiadas. Se tratan los siguientes puntos:

1. *Conduits* y vehículos especiales de inversión (SIV)
2. Tercerización de la evaluación del riesgo y de la debida diligencia a agencias de calificación y programas de calificación de riesgo crediticio
3. Las implicancias de la turbulencia reciente en los mercados financieros para Basilea II
4. La falta de liquidez del mercado interbancario en Europa en particular
5. El impacto en los mercados fuera de Europa occidental y los EE.UU.

1. *Conduits* y vehículos especiales de inversión (SIV)

Una debilidad clave en el período actual de la turbulencia financiera es el vínculo – ya sea mediante garantías explícitas o implícitas – entre los *conduits* o vehículos de titulización especial y los bancos de inversión y bancos comerciales patrocinantes. Las actividades de estos *conduits* y vehículos son extremadamente complicadas y poco claras, lo cual forma una gran parte del problema.

Durante algún tiempo, estos *conduits* funcionaron de manera efectiva como agrupaciones de inversión colateralizada que reunían grupos de hipotecas de alto riesgo u otros activos financieros

de riesgo (como préstamos a consorcios) y financiaron estas participaciones mediante la emisión de papeles comerciales a corto plazo. La división en tramos del flujo de caja de los títulos avalados por activos se realiza a través de bancos de inversión que utilizan las calificaciones de calidad que ofrecen las agencias de calificación basándose en modelos que no se pudieron probar con el tiempo debido a la existencia reciente de los instrumentos. Los *conduits* están en la mayoría de los casos muy apalancados. Colocar poco o ningún activo neto en un *conduit* es una forma de sortear los requisitos de opciones sobre acciones que se aplicarían a los bancos patrocinantes. Además, la financiación de la deuda de estas posiciones a menudo tuvo una duración menor que los activos. Este desfase crea un riesgo de refinanciación.

La deuda de los *conduits* se distribuía habitualmente entre los inversores, incluso fondos de pensión, compañías de seguros y fondos de cobertura. El vínculo entre un banco patrocinante y el *conduit* se establecía mediante el uso de opciones de venta, garantías u otros mecanismos que transfieren los riesgos residuales del *conduit* de vuelta al banco comercial o de inversión si y cuando el valor de los activos disminuye significativamente.

Los estándares normativos y contables actuales, como Basilea I, no logran reconocer de modo suficiente el grado de riesgo de los titulares del riesgo residual. La incertidumbre acerca del valor de los activos en los *conduits* ha dejado sin liquidez temporal y permanentemente a las fuentes de financiación de los *conduits*. En Europa, donde se han colocado proporciones sustanciales de los títulos estructurados en bancos comerciales, el valor en descenso de las hipotecas de alto riesgo generó incertidumbre sobre la calidad de los activos bancarios y contribuyó a los problemas en el mercado crediticio interbancario.

Esto sugiere que los reguladores y supervisores deben preocuparse no sólo por la calidad y transparencia de los activos en los *conduits*, sino además por la naturaleza de las obligaciones y los riesgos que los *conduits* traspasan a los bancos y sistemas bancarios. En particular, deben asegurarse de que los gerentes de banco y miembros de las juntas se responsabilicen por tener implementado un sistema confiable de administración del riesgo.

2. Tercerización de la evaluación del riesgo y de la debida diligencia a agencias de calificación y programas de calificación de riesgo crediticio

En los préstamos tradicionales, la capacidad de los directores de préstamos individuales de analizar y fijar el precio del riesgo está bajo la supervisión de un gerente ejecutivo y está sujeta a las disciplinas profesionales y de reputación. Se invita a los directores que otorguen un número desproporcionado de préstamos incobrables a abandonar el negocio bancario.

En muchas nuevas formas de préstamo, la responsabilidad de analizar y calcular los precios del riesgo del préstamo se pasó a los programas de calificación de riesgo crediticio y se tercerizó a las agencias de calificación crediticia. Debido a que los datos sobre los incumplimientos de los

préstamos tardan en presentarse, los directores de préstamos reciben recompensas más por la cantidad que por la calidad de los préstamos que otorgan. Esta estructura de recompensas es en especial inapropiada para los préstamos de baja calidad, como las hipotecas de alto riesgo. El modo en que la tercerización de la debida diligencia desalinea los incentivos de los prestamistas en la etapa de emisión del préstamo explica muchos de los problemas que están surgiendo en las titulaciones estructuradas. Excepto en casos poco frecuentes en los que el incumplimiento emerge temprano en la vida de un préstamo, son los inversores y no los emisores quienes absorben las pérdidas generadas por los errores en la suscripción.

Para restablecer la confianza y disciplina de los inversores en el proceso de titulación, los emisores de préstamos deben aceptar la responsabilidad de rastrear el rendimiento a largo plazo de su personal de suscripción y establecer sistemas de compensación diferida que hagan que los directores de préstamos compartan las pérdidas generadas por los incumplimientos de los prestatarios. El Comité insta a los reguladores y grupos de estudio de la industria a tratar el problema de la realineación de los incentivos de inmediato.

3. Las implicancias de los Acuerdos de Capital de Basilea

Basilea II entra en vigencia en muchos países industrializados en 2007-2008. Basilea II intenta atender las debilidades en el marco de adecuación de capital Basilea I para los bancos al incorporar una calibración más detallada del riesgo crediticio y al exigir la fijación de precios para otras formas de riesgo. Asigna más responsabilidad a los banqueros al implementar una correcta administración del riesgo.

A pesar de estas intenciones y de la preparación meticulosa de más de una década, incluso una serie de estudios de impacto cuantitativo (QIS), los sucesos recientes presentan un desafío a la precisión y utilidad de elementos importantes de Basilea II. El enfoque estandarizado de calificaciones hace un uso abusivo de las calificaciones de deuda que asignan las agencias de calificación crediticia. Se pone en duda que sea acertado confiar en estas calificaciones debido a los varios retrasos que han mostrado las agencias de calificación crediticia al realizar las revisiones a la baja apropiadas en los últimos meses. En un marcado ejemplo de retraso, el tramo senior de un vehículo de titulación especial bajó de calificación 17 puestos de un día al siguiente desde una calificación de triple A cuando finalmente actuó la agencia de calificación crediticia que cubría el título. Dichos retrasos son coherentes con las pruebas de las investigaciones acerca de que los cambios en las calificaciones retardan los aumentos en las evaluaciones de riesgo de los mercados.

Utilizar las calificaciones crediticias de las agencias para los prestamistas para definir los requisitos normativos de capital para los bancos representa una tercerización de las responsabilidades de los supervisores bancarios. Como se dijo anteriormente, la tercerización de la debida diligencia traslada la tarea de evaluar los riesgos a los agentes que no tienen responsabilidad financiera para cubrir las pérdidas generadas por sus errores. Esto nos dice que el Comité de Basilea debería reevaluar la

excesiva confianza en las agencias de calificación crediticia según el enfoque estandarizado e insistir en que los supervisores introduzcan a consciencia sus propias evaluaciones complementarias en el proceso. También es importante que el Comité de Basilea y los supervisores reconozcan el conflicto de incentivos entre ellos y las agencias de calificación crediticia. La estructura actual de incentivos supone que el emisor de los títulos le paga a la agencia de calificación, lo que puede disminuir el entusiasmo de las agencias por resaltar las debilidades de la condición financiera del cliente.

La turbulencia también revela que los modelos internos de riesgo de muchos bancos tuvieron un desempeño insuficiente y subestimaron el grado de exposición al riesgo. Hasta cierto punto, esto refleja la imposibilidad de estimar estos modelos mediante observaciones de períodos de crisis anteriores y, por lo tanto, las dificultades de captar eventos de baja probabilidad en los modelos internos creados por los grandes bancos según Basilea II. En estas condiciones, el Comité insta al Comité de Basilea a que realice otro estudio del impacto cuantitativo utilizando las observaciones de la turbulencia reciente.

4. La falta de liquidez del mercado interbancario en Europa en particular

Se han producido problemas graves en el mercado interbancario en la zona euro y en el RU. Los diferenciales en los préstamos interbancarios aumentaron y son mayores que en los EE.UU., a pesar de las grandes inyecciones de liquidez por parte del BCE en particular. Además, se ha observado una restricción financiera.

Los motivos para las diferencias entre los EE.UU. y Europa aún son confusos. Una posible explicación es institucional. La presión de la liquidez se ha sentido en los EE.UU. mayormente en el mercado de papeles comerciales, mientras que en la zona euro ha afectado las tasas en el mercado interbancario. Las faltas de liquidez en los EE.UU. se centraron en los esfuerzos de los fondos de cobertura por refinanciar los papeles comerciales respaldados por activos en lugar de en los préstamos bancarios. Al 6 de septiembre de 2007, el mercado de papeles comerciales de los EE.UU. había caído 300 mil millones de dólares desde su máximo de 2,225 billones en julio. La mayor parte de esta disminución se dio en el segmento del mercado de papeles comerciales usados para financiar los *conduits* de hipotecas de alto riesgo. En la zona euro no están disponibles los datos sobre el impacto cuantitativo y las fuentes sustitutas de financiación, pero los diferenciales permanecieron persistentemente altos a pesar de la inyección de fondos significativos por parte del BCE.

Una segunda explicación de las tasas interbancarias persistentemente altas es que los bancos europeos pueden tener buenos motivos para sospechar que alguno de ellos no están en buenas condiciones y se les debe cobrar primas correspondientemente más altas.

Una explicación relacionada es que los directores de las medidas de seguridad en la zona euro no tienen experiencia en resolver insolvencias bancarias transfronterizas. Es posible que se termine poniendo a prueba por primera vez su capacidad de manejar bancos problemáticos de modo justo y eficiente. La incertidumbre seguirá siendo alta hasta que no se aclare la condición de los bancos individuales, y las autoridades no definan las pautas políticas que seguirán.

EL BCE introdujo importantes inyecciones de liquidez, cerca de 100 mil millones de euros sólo el 9 de agosto, pero realizar préstamos indefinidamente a bancos potencialmente insolventes probablemente sea una fuente de problemas de riesgo moral en las operaciones transfronterizas en particular.

5. El impacto en los mercados fuera de Europa occidental y los EE.UU.

Si bien el impacto de la turbulencia reciente en los países fuera de los EE.UU. y Europa ha mostrado tener efectos reales limitados hasta la fecha, se espera que un aumento sostenido en las primas de riesgo globales afecte a los países cuya deuda se considera riesgosa. En otras crisis, los impactos globales han tenido repercusiones graves en estos países debido a las interrupciones sustanciales del flujo de capital. Si bien esto no ha ocurrido aún, se podría producir la detención repentina en el flujo de capital si persiste la falta de liquidez en Europa. Las autoridades deben reconocer esta posibilidad y esforzarse en reducir las posibles vulnerabilidades.

Específicamente, fuera de los EE.UU. y Europa, la incertidumbre en aumento ha llevado a una mayor tasa de cambio y a la volatilidad de la cotización de valores en muchos países, y los diferenciales de crédito han aumentado en general. Ha habido menos problemas que en Europa en los mercados interbancarios, si bien los Bancos Centrales han tenido que supervisar las condiciones y permanecer listos para atender la demanda creciente de liquidez a corto plazo que pueda surgir.

En los países en desarrollo, como Indonesia, existe el temor de que el impacto en el flujo de capital pueda desestabilizar los mercados de divisas y la deuda soberana, e indirectamente la producción y el empleo. Dicho impacto podría también retardar la liberalización de las cuentas de capital en estos países.

En Latinoamérica, los diferenciales en la deuda soberana han aumentado hasta 200-300 puntos básicos en Argentina y Venezuela, pero sustancialmente menos en México y Brasil. Por lo general, las mejores posiciones fiscales, los excedentes en las cuentas corrientes y las reservas oficiales internacionales acumuladas han ayudado a los mercados a ajustarse a esta mayor incertidumbre. Además, los sistemas bancarios nacionales han limitado la exposición a los mercados extranjeros afectados. Los riesgos de los productos estructurados y la exposición a instituciones sumamente apalancadas, como los fondos de cobertura y capital privado, son relativamente bajos.

En Japón, los mercados interbancarios y de papeles comerciales han operado sin problemas, lo que refleja la abundante liquidez del sistema bancario japonés. Sin embargo, el aumento general en la incertidumbre y el nerviosismo contribuyeron al desarrollo del *carry trade* del yen, y a la disminución significativa en las cotizaciones de títulos japoneses.

El desarrollo del *carry trade* del yen también contribuyó a la disminución significativa que se observó recientemente en los valores de las divisas de Australasia. Además, en Australia, donde la titulización, los productos estructurados y los fondos de cobertura son significativos, la incertidumbre acerca de la exposición y la mayor demanda de liquidez se han visto reflejadas en una presión ascendente en las tasas de interés en los mercados interbancarios. Varios bancos cambiaron los activos de *conduits* nuevamente al balance general. La inyección de liquidez por parte del Banco de la Reserva a través de sus acuerdos de recompra (y de la ampliación del rango de títulos elegibles) hasta ahora ha suavizado el proceso de ajuste en los mercados crediticios.