Atreverse a saber en tiempos de incertidumbre y cambios estructurales



Martes 24 de enero

Conferencia del Instituto de Derecho y Finanzas

Discurso de Klaas Knot,

Presidente del Consejo de Estabilidad Financiera1 y presidente del De Nederlandsche Bank

Hola a todos.

Este hermoso grabado en madera2 representa una escena en 1794. Puedes ver a cuatro hombres bien vestidos, sentados en un floreciente jardín en Jena, una ciudad a pocas horas al este de Frankfurt.

Los cuatro hombres están sentados alrededor de una mesa, llenos de vino y uvas, y parecen estar involucrados en una discusión civilizada.

Los cuatro hombres en el dibujo son los hermanos Wilhelm y Alexander von Humboldt, respectivamente estadista y explorador, el poeta Friedrich von Schiller y, por supuesto, el científico, escritor y poeta, Johan Wolfgang von Goethe.

Los cuatro de ellos eran los cuatro intelectuales fabulosos de finales del siglo 18 Alemania.

Creían firmemente en los poderes de la razón, en oposición a los decretos reales o los dogmas religiosos.

Creían firmemente que los individuos debían ser iluminados, a través de la ciencia, el arte y la literatura.

Creían firmemente en "sapere aude", en atreverse a saber.

Hoy me han pedido que hable sobre los riesgos sistémicos. Más precisamente, sobre de dónde podría venir la próxima crisis financiera sistémica. Y la verdad sea dicha, esto es difícil de decir. No podemos predecir eso con ninguna fiabilidad. Solo hay que recordar la forma en que la pandemia de covid nos golpeó para saber que una crisis puede surgir inesperadamente. Esta es exactamente la razón por la que predecir la próxima crisis no es lo que pretendemos hacer en el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF). En lugar de predecir, nuestro objetivo es abordar la estabilidad financiera con una forma diferente de pensar. La estabilidad financiera es la capacidad del sistema financiero mundial para resistir shocks, al contener el riesgo de interrupciones en el proceso de intermediación financiera que serían lo suficientemente graves como para afectar negativamente a la economía real.

En resumen: nuestro trabajo consiste en mejorar la resiliencia del sistema financiero mundial. De modo que, cuando se materialice la próxima crisis, el sistema en su conjunto pueda hacerle frente.

Para aumentar esa resiliencia, tratamos de saber lo más posible sobre las vulnerabilidades de nuestro sistema financiero. Y lo hacemos confiando en los poderes de la razón, la lógica, la cooperación y los datos. En otras palabras, siguiendo a los hermanos von Humboldt, Friedrich von Schiller y Johan Wolfgang von Goethe in sapere aude.

\*\*\*

Entonces, ¿cómo lo hacemos?

Para aumentar la resiliencia del sistema financiero mundial y mejorar la estabilidad financiera, nos basamos en el Marco de Supervisión de la Estabilidad Financiera del CEF.3 Permítanme comenzar guiándolos a través de este marco, y luego ilustraré cómo lo aplicamos.

El marco de supervisión de la estabilidad financiera del CEF se basa en cuatro principios rectores.

En primer lugar, debemos identificar las vulnerabilidades que pueden amenazar la estabilidad financiera mundial. Digo "vulnerabilidades" en lugar de "shocks" o "riesgos". Eso es intencional.

La pandemia es un shock. La guerra en Ucrania es un shock. Un cambio rápido en las condiciones del mercado financiero sería un shock. Los shocks son, por definición, impredecibles, por lo que no ofrecen un punto de partida sólido para la política de estabilidad financiera. El riesgo, es decir, el riesgo de un shock lo suficientemente grande como para tener un impacto en la estabilidad financiera, es igualmente muy difícil de evaluar.

Las vulnerabilidades, por otro lado, generalmente se pueden medir, al menos hasta cierto punto. Piense, por ejemplo, en la acumulación de desequilibrios, como un aumento en el apalancamiento durante un auge crediticio. Y, por lo tanto, ofrecen un punto de partida para la política de estabilidad financiera, una política que tiene como objetivo reducir estas vulnerabilidades. A través de este enfoque, podemos mitigar la posible disrupción sistémica, una vez que un shock golpea nuestro sistema financiero global y altamente interconectado.

Y así, en el espíritu de Alexander von Humboldt, quien midió y mapeó grandes partes del mundo, nosotros, a su vez, tratamos de mapear y medir las vulnerabilidades globales, en lugar de los choques que pueden o no materializarse.

En segundo lugar, una vez mapeadas y medidas, monitoreamos estas vulnerabilidades, teniendo en cuenta las posibles interacciones entre ellas. También desplegamos una perspectiva prospectiva, considerando las vulnerabilidades emergentes además de las actuales. Es mejor evitar que las vulnerabilidades crezcan en primer lugar, en lugar de tener que reducirlas una vez que ya representan una amenaza global.

Nuestro tercer principio rector es que reconocemos las diferencias entre los países. La membresía del FSB refleja la diversidad de nuestro sistema financiero global, con miembros tanto de economías de mercados emergentes como avanzadas. Y estas diferencias se reflejan en nuestra evaluación de las vulnerabilidades. Reconocemos plenamente que algunas vulnerabilidades pueden ser más relevantes para las economías de mercados emergentes y otras para las economías avanzadas, o para diferentes conjuntos de jurisdicciones.

Por ejemplo, la urgencia que los responsables políticos atribuyen a algunos de los riesgos relacionados con los criptoactivos y los criptomercados difiere de un país a otro. En algunas economías, la preocupación más apremiante es la posible pérdida de soberanía monetaria. En otras economías, los riesgos de lavado de dinero y fraude se perciben como más urgentes.

El cuarto y último principio rector es que el FSB aprovecha esta diversidad de sus miembros. Hay una tremenda fuerza en esa diversidad. Los miembros del FSB no solo provienen de diferentes tipos de economías, sino que también están representados por diferentes tipos de autoridades: ministerios de finanzas, bancos centrales y autoridades de valores y mercados. Nuestros miembros también incluyen organismos normativos globales y organizaciones internacionales. Muchos de esos miembros llevan a cabo y publican evaluaciones de estabilidad financiera. Por lo tanto, la evaluación de vulnerabilidades del FSB se basa en esos análisis.

Con estos cuatro principios rectores, les he dado un breve y principalmente teórico resumen del marco de supervisión de la estabilidad financiera del CEF. Espero que este enfoque, esta forma de pensar sobre cómo mejorar la resiliencia del sistema financiero mundial, les proporcione algún estímulo para los debates de hoy.

Pero, ¿cómo se ve cuando realmente aplicamos este marco? Para ilustrar esto, permítanme tocar varias de las prioridades clave del FSB que también están en su agenda de hoy.

\*\*\*

En primer lugar, me centraré en las vulnerabilidades cíclicas que surgen de las perspectivas actuales. La combinación del aumento de la inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras y las consecuencias de la invasión rusa de Ucrania ha llevado a una desaceleración sincronizada de la actividad económica mundial. Esto ocurre en un contexto de altos niveles de deuda de los hogares, las empresas no financieras y los soberanos. Esto último implica que algunos gobiernos tienen un espacio fiscal limitado para proporcionar apoyo adicional específico en materia de políticas. Y dados los aumentos de la inflación, los bancos centrales también tienen menos espacio de políticas para reaccionar a los shocks de estabilidad financiera.

Aunque esta perspectiva es desafiante, hasta ahora el sistema bancario mundial ha demostrado ser resistente. Los mercados financieros mundiales se han enfrentado en gran medida de manera ordenada, con un apoyo limitado y temporal cuando ha sido necesario. Y las instituciones financieras sistémicas han demostrado resistencia a las tensiones del mercado, en gran parte debido a las reformas financieras, tras la crisis financiera mundial de 2008, que se coordinaron a través del CEF.

Sin embargo, no hay lugar para la complacencia. Las instituciones financieras y los participantes del mercado no han experimentado un fuerte aumento de las tasas de interés durante mucho tiempo. Las tasas de interés muy bajas pueden haberse integrado en los modelos de negocio, lo que hace que el ajuste a un mundo de tasas más altas sea un desafío. Las empresas y los hogares que han pedido dinero prestado también tendrán que adaptarse a los pagos de intereses más altos, y los problemas pueden materializarse solo con un retraso.

Por lo tanto, tenemos que permanecer vigilantes. Todavía puede producirse un deterioro de la calidad de los activos de los bancos, y otras vulnerabilidades, como las que figuran en la agenda de hoy, deben ser monitoreadas de cerca. Es posible que algunas de estas vulnerabilidades hayan sido evitadas previamente por las medidas de apoyo a la COVID-19 de las autoridades. Pero ahora estas medidas se están levantando. Por lo tanto, es importante abordar los problemas de sobreendeudamiento de las empresas no financieras y responder a los posibles problemas de falta de inversión debido al endeudamiento excesivo o la mala asignación de recursos a empresas inviables.

Todas estas son lo que yo llamaría vulnerabilidades cíclicas.

Pero, más fundamentalmente, también debemos tener cuidado con las vulnerabilidades que se derivan de los cambios estructurales en el sistema financiero mundial.

Así que permítanme decir algunas palabras sobre tres cambios estructurales en los que el FSB se está enfocando actualmente, y las vulnerabilidades asociadas. Por supuesto, no es coincidencia que los temas de los paneles de hoy se superpongan con muchas de las prioridades del FSB.

\*\*\*

En primer lugar, el cambio estructural en la provisión de financiamiento de los bancos a las entidades no bancarias.

En nuestro Informe de seguimiento mundial de la intermediación financiera no bancaria4, de diciembre de 2022, destacamos que el sector de la intermediación financiera no bancaria alcanzó los 239,3 billones de dólares en 2021. Si un número en esa escala es difícil de poner en contexto, una cifra más reveladora es quizás que el sector NBFI aumentó su participación relativa en el total de activos financieros mundiales al 49% en 2021, en comparación con el 42% en 2008. Casi la mitad de todos los activos financieros mundiales están siendo intermediados por entidades no bancarias.

Si bien la diversificación de las fuentes de crédito puede hacer que la economía mundial sea más resistente, el crecimiento de las instituciones financieras no bancarias ha puesto de manifiesto importantes vulnerabilidades en el sector no bancario. Hemos visto los problemas que estas vulnerabilidades pueden causar varias veces en los últimos años: por ejemplo, el episodio de "correr por el efectivo" durante el inicio de la pandemia, las tensiones en los mercados de productos básicos el año pasado y, más recientemente, los desafíos que enfrentan los fondos de pensiones del Reino Unido. Afortunadamente, estas tensiones han demostrado ser temporales, pero solo después de que se implementaron intervenciones masivas en el sector oficial. Por lo tanto, estos ejemplos sirven como una advertencia para permanecer atentos a los temas recurrentes del apalancamiento, incluido el apalancamiento oculto, los desajustes de liquidez y las brechas de datos.

El programa de trabajo y las propuestas de políticas del FBN del FSB tienen como objetivo abordar estas vulnerabilidades.5 En 2023, continuaremos enfocándonos en algunas vulnerabilidades clave dentro del sector. Además de monitorear el riesgo sistémico en NBFI, revisaremos la efectividad de nuestras propuestas de política de fondos del mercado monetario a partir de 2021; revisar nuestras recomendaciones de 2017 sobre descalces de liquidez en los fondos abiertos; y realizar una labor de seguimiento sobre las prácticas de márgenes y el apalancamiento oculto en las instituciones financieras no bancarias.

\*\*\*

Un segundo cambio estructural que hemos presenciado es la digitalización de las finanzas. Esto viene en muchas formas, pero me centraré en el ecosistema de criptoactivos en rápido desarrollo. Los mercados y actividades de criptoactivos conllevan una multitud de riesgos y vulnerabilidades. Si bien la tecnología detrás de los criptoactivos a menudo se promueve como un cambio de juego, las vulnerabilidades asociadas con ellos son, de hecho, bastante similares a las que conocemos de las finanzas tradicionales.

Los desajustes de liquidez, el apalancamiento oculto y el riesgo de crédito de contraparte son ejemplos de riesgos financieros bien conocidos que también se han materializado en los mercados de criptoactivos en el último año. Las autoridades nacionales de reglamentación han reconocido que estas actividades son esencialmente actividades financieras y han comenzado a regularlas. Sin embargo, esto es un desafío para las autoridades nacionales, porque los mercados de criptoactivos tienen un alcance inherentemente global.

Por lo tanto, en presencia de vulnerabilidades estructurales y en ausencia de una regulación globalmente consistente, al FSB le preocupa que los mercados de criptoactivos pronto puedan plantear un desafío para la estabilidad financiera global.

Por lo tanto, el FSB concluyó que las actividades y los mercados de criptoactivos deben estar sujetos a una regulación y supervisión efectivas acordes con los riesgos que plantean, tanto a nivel nacional como internacional.

Con este fin, el FSB propuso un marco global integral para la regulación efectiva de las actividades de criptoactivos6 , incluidas las monedas estables, en octubre del año pasado. Este marco incorpora el principio de «misma actividad, mismo riesgo, misma regulación». Finalizar estas recomendaciones y monitorear su implementación efectiva en todas las jurisdicciones será una prioridad para el FSB en 2023.

Por supuesto, el FSB no opera solo. Al igual que en el sector financiero tradicional, hay una gran cantidad de funciones que el ecosistema de activos criptográficos cubre o toca. Por lo tanto, es clave tener una cooperación sólida entre los diferentes organismos normativos, todos con sus diferentes mandatos.

\*\*\*

En tercer lugar, es imposible hablar de riesgo sistémico sin mencionar uno de los desafíos más fundamentales de nuestro tiempo: el cambio climático.

Este tercer cambio estructural no está en la agenda de hoy, pero los acontecimientos del año pasado han vuelto a poner de relieve la importancia de abordar estas vulnerabilidades. La volatilidad en los mercados energéticos, la exposición a riesgos físicos difíciles de predecir y los desafíos de la transición a cero emisiones netas son ejemplos de vulnerabilidades que tienen un impacto en el sector financiero.

Por lo tanto, abordar los riesgos financieros derivados del cambio climático es, y seguirá siendo, una prioridad en la agenda del FSB. Una forma en que estamos trabajando en esto es con nuestra hoja de ruta.7 Con esa hoja de ruta, estamos coordinando los esfuerzos internacionales para abordar las vulnerabilidades financieras relacionadas con el clima. Consta de cuatro elementos clave: divulgación, datos, análisis de vulnerabilidad y herramientas de supervisión y regulación.

Una de las principales prioridades es la fiabilidad y consistencia de los datos, porque con eso comienza una buena gestión de riesgos. Una prioridad clave para este año es la finalización e implementación de un estándar global de divulgación relacionada con el clima. Otras prioridades son analizar el uso de la planificación de la transición y la mejora de nuestro marco para monitorear las vulnerabilidades relacionadas con el clima.

\*\*\*

Permítanme concluir.

NBFI, cripto y riesgos financieros relacionados con el clima: estas son solo tres prioridades para el FSB y el sistema financiero global que quería tocar hoy.

Pero para cada riesgo o vulnerabilidad en la que nos enfocamos, ya sea cíclico o estructural, se aplica el mismo principio: el FSB mapea, mide y monitorea diligentemente todas las amenazas a la estabilidad de nuestro sistema financiero global.

Proporcionamos una perspectiva global, transfronteriza, intersectorial y prospectiva sobre las vulnerabilidades que identificamos. Y lo hacemos recurriendo a la perspectiva colectiva de la amplia membresía del FSB.

Y esta forma de trabajar, intrépida y en el espíritu de "sapere aude", no me permite predecir de dónde podría venir la próxima crisis sistémica, pero sí nos permite mejorar la resiliencia del sistema financiero global, a lo que se le presente.

En ese espíritu, el FSB decide dónde se requiere una acción coordinada, monitorea los efectos de sus acciones y evalúa dónde se necesitan más ajustes. O, como dijo Goethe: "Saber no es suficiente; Debemos aplicar. Querer no es suficiente; debemos hacerlo".

Los cuatro hombres en el grabado en madera (xilografía) de los que hablé al principio continúan siendo una inspiración hoy. Cada uno con sus propios méritos, y juntos, como un ejemplo de cómo la razón hace avanzar a la humanidad.

Después de la muerte de Friedrich von Schiller, y como introducción a la correspondencia entre los dos hombres, Wilhelm von Humboldt escribió un ensayo sobre su estrecha asociación con el famoso poeta. Y en ese ensayo, enfatiza la importancia que Schiller le dio a la conversación: a cómo la conversación, la expresión de ideas, el intercambio de puntos de vista, en última instancia conduce a una comprensión más profunda. A cómo la conversación, se podría decir, encarna "sapere aude". O en palabras de Schiller: "Erkühne dich, weise zu sein".

Y este es justo el tipo de conversación que espero que tengan hoy.

1. Las opiniones expresadas en estas observaciones son las del orador en su calidad de presidente del FSB y no reflejan necesariamente las del FSB o sus miembros.

2. "Schiller, Wilhelm y Alexander von Humboldt y Goethe en Jena" (Fecha del evento: 1794, fecha de la imagen: 1860). Grabado en madera (xilografía) según dibujo de Andreas Müller (1831-1901).

3. FSB (2021), Marco de Supervisión de la Estabilidad Financiera del FSB, septiembre.

4. FSB (2022), Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2022, diciembre.

5. Véase FSB (2022), Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report, noviembre.

6. FSB (2022), International Regulation of Crypto-asset Activities: A proposed framework – questions for consultation, octubre.

7. FSB (2022), FSB Roadmap for Addressing Financial Risks from Climate Change: 2022 progress report, julio.