



Salarios, inflación y la política monetaria actual¹

Edson Roger Ortiz Cardona²

Una serie de acontecimientos han ocurrido a partir del último verano cuando inicié votando por un incremento en 25 puntos básicos en la tasa de interés de referencia, en agosto de 2015. Hace aproximadamente 3 meses decidí cambiar mi voto en el sentido de no modificarla. El día de hoy me gustaría dar cierto fundamento de cómo mi pensamiento acerca de la economía ha evolucionado y, en particular, de cómo ciertos desarrollos económicos recientes en el Reino Unido me convencieron de que un incremento inmediato en la tasa de referencia no es requerida en el presente. En mi revisión de la evolución internacional y doméstica señalaré los factores que han sido importantes en mi decisión de reservar mi voto y exponer mi evaluación de las condiciones que deberían prevalecer para garantizar una restricción en la política monetaria.

A mi parecer dos amplios temas han emergido desde el último verano. En el frente internacional, los miedos acerca del panorama de la economía global, dirigidos por la preocupación acerca del panorama de ciertos mercados emergentes (MEs) conjuntamente con una caída de los precios del petróleo, han golpeado los mercados financieros y han causado una considerable volatilidad en el precio de los activos riesgosos, mientras que se empuja hacia la baja las tasas de inflación total alrededor del mundo. Por su parte, en el Reino Unido, aunque el crecimiento se ha ralentizado discretamente y la recuperación ha sido estacionaria, esta se ha acompañado por un decepcionante débil crecimiento en los salarios nominales y otros precios domésticos.



Los mercados financieros y la economía global

Iniciaré con el entorno internacional, el cual ha acaparado los titulares desde el inicio de este año y ha generado una considerable fuente de incertidumbre.

Más notables han sido los giros observados en los mercados financieros: la volatilidad aumentada y las caídas pronunciadas en el precio de las acciones, así como una ampliación en los márgenes sobre los bonos corporativos hasta principios de febrero, seguido por un rebote correctivo en el precio de los activos riesgosos más reciente. Inicialmente, la caída en el precio de los activos riesgosos reflejó cambios en las fortunas de las compañías energéticas, dado la caída del 23% en el precio del petróleo que tomó lugar durante la primera mitad de enero. No obstante, durante febrero, la caída se amplió, caracterizada por un incremento en la aversión al riesgo entre los inversionistas. Esta caída pronunciada en la aversión al riesgo fue un reflejo de ciertos factores como: una modesta degradación del panorama central para la economía mundial, miedos exacerbados de una caída mayor, particularmente centrados sobre la estabilidad económica y financiera de un número clave de mercados emergentes, incremento en la incertidumbre acerca de la estrategia de política, particularmente en China y la Zona Euro, así como

¹ Resumen y traducción libre del documento "Wages, inflation and current monetary policy". Ian McCafferty (2016).

² Analista III de la Sección de Modelos Macroeconómicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

Contenido

1. Salarios, inflación y la política monetaria actual p. 1
2. Terminando con el "Too big to fail": Haciendo el trabajo p. 5

la preocupación respecto del impacto potencial de tasas de interés negativas sobre las ganancias de los bancos.

La competencia por el precio de los activos que inició a finales de febrero es consistente con una mejora en el apetito por riesgo, sugiriendo que los riesgos iniciales fueron exagerados. Los datos más recientes de la economía mundial sugieren que, mientras los riesgos a la baja permanecen latentes, el crecimiento se ha mantenido, en línea con el panorama señalado en el Banco de Inglaterra en su Reporte de Inflación (RI).

Evolución de las condiciones económicas internas

Estas consideraciones globales se encuentran relacionadas con la política del Reino Unido, pero para mí los cambios que inciden en la inflación desde el último verano han sido mucho más importantes en influenciar mi decisión de política.

En nuestro pronóstico del RI, el panorama de crecimiento económico en el Reino Unido se mantiene invariante. El crecimiento del producto se ha reducido levemente desde mediados del 2014 y ha sido un poco más débil de lo que pronosticamos hace ocho meses, no obstante, la demanda doméstica se ha mantenido alta.

El consumo de los hogares ha sido robusto, apoyado por un fuerte crecimiento del ingreso real (en parte como reflejo de la caída en los precios de la energía), condiciones crediticias favorables, confianza robusta y una reducción en las tasas de ahorro. Esto ha sido, a pesar de la resistencia de la consolidación fiscal que se encuentra en marcha. Y a pesar de una caída en el cuarto trimestre de 2015, la inversión ha hecho una marcada contribución en la actividad económica, creciendo más rápido que sus promedios precrisis, reflejando condiciones financieras favorables y un crecimiento robusto de la demanda y a pesar de la caída en el sector de extracción de petróleo.

Recientemente ha habido algunas señales que incrementaron la incertidumbre ligado al resultado del referéndum de la EU que se sostuvo el 23 de junio, lo cual podría tener un peso en los meses siguientes, que podría verse reflejado en la tasa de crecimiento del PIB en el verano, pero nuestra proyección central de crecimiento de la demanda es estable.

Ahora, nuestra evaluación del balance entre el panorama por la demanda y la oferta –la cual en conjunto determinan el grado de holgura de la economía– nos permite estimar las presiones inflacionarias subyacentes en la economía. Ha habido incertidumbres clave acerca de cómo la oferta ha venido desarrollándose. Pero nuestra última evaluación es que la cantidad de holgura remanente en la economía es ahora muy pequeña, al mismo tiempo que el incremento de la productividad se ha mantenido baja.

En el mercado laboral variables clave son estimadas a sus valores cercanos a sus niveles de equilibrio, teniendo en cuenta el margen de error respecto a estas estimaciones: la tasa de participación se ha mantenido estable en años recientes, reflejando ampliamente las tendencias compensatorias de la edad de la población y el incremento en la participación de personas mayores; a pesar de cierta alza, las horas promedio de trabajo han registrado una tendencia decreciente desde finales de 2014, lo cual juzgo ha reflejado una reducción en el número de horas-hombre que desean trabajar, dada la recuperación en los salarios reales; y, por su parte, la tasa de desempleo se encuentra ahora en 5.1% cerca de su nivel de equilibrio de largo plazo.

Las tasas de crecimiento de la productividad se han recuperado de las debilidades resultantes de las secuelas de la crisis financiera, aunque la brecha relativa a su tendencia precrisis se mantiene. A pesar de la caída en 2015Q4, se espera que se incremente de manera modesta en el corto plazo.

Con una mínima holgura remanente, se habría esperado ver una mayor recuperación en la tasa de crecimiento de los salarios. Hasta el momento, esto ha sido incierto. Claramente, después de un incremento en la primera mitad del año pasado, la tasa de crecimiento de los salarios nominales registró una reducción en el segundo. Y aunque el crecimiento ha empezado a recuperarse, este todavía permanece débil. El último verano, al momento de votar por un incremento en la tasa de interés de política, yo había esperado que la estrechez de holgura conduciría a un incremento en los salarios a lo largo de 2016, en la medida que las firmas compitieron por una creciente escasez de oferta de trabajo. Pero ahora parecería que los factores

| | |
|--------------------------|---|
| Director | Producción |
| Johny Rubelcy Gramajo M. | Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q. |
| Consejeros | |
| Edgar Rolando Lemus R. | Edición |
| | Juan Francisco Sagúí Argueta |
| Coordinador | |
| Ivar Ernesto Romero Ch. | Arte y Diagramación |
| | Pedro Santa Cruz |

NOTAS MONETARIAS es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, estas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

opuestos están actuando en mantener bajas las tasas de variación de los salarios, por mucho más tiempo del que se había pensado. Tres de estos factores han sido bien enumerados en los comunicados externos del Comité de Política Monetaria (CPM) y han sido observados por algún tiempo.

Primero, el crecimiento del salario semanal promedio podría estar subestimando la tasa de salarios efectivos en tanto los trabajadores han estado, en general, laborando un menor número de horas por semana. Cuando observamos al crecimiento del promedio de ingresos por hora, observamos un leve fortalecimiento respecto a su equivalente semanal. A pesar de ello, la tasa de variación de los salarios se ha desacelerado a partir del último verano.

Segundo, incluso cuando se consideran los salarios por hora, existe todavía un poco más de debilidad en la tasa de los salarios de lo que esperaríamos ver. Esto puede ser en parte, debido a la composición de la tasas de empleo, las cuales parecen haber estado empujando hacia la baja a la variación de los salarios. Tal como los miembros del CPM han explorado en una conferencia, estos efectos composicionales tienden a ser contracíclicos. Estos efectos ya se han desvanecido, y como estabilizadores del empleo alrededor de sus valores de equilibrio, deberían continuar disipando y mitigando las reducciones en los salarios.

Tercero, podría existir un efecto anticipado de los Salarios Mínimos Nacionales (SMN), los cuales se introdujeron de manera temprana, en este mes, donde los trabajadores de baja remuneración se han marginado de los incrementos en los salarios. Mientras solo una pequeña porción de la fuerza de trabajo sea directamente afectada, el efecto podría ser levemente mayor a aquellos cercanos a los incrementos en los salarios demandados, para mantener las diferencias. En la medida que observamos los datos de los salarios en el segundo trimestre del año, deberíamos tener una mejor idea acerca del impacto del SMN; un sorprendentemente grande incremento en los salarios podría implicar que esta hipótesis tenga cierta validez.

Pero es claro que aunque estos factores han actuado para deprimir el crecimiento reciente de los salarios, estos no son la historia completa. Un factor adicional parece estar involucrado.

Inflación baja y determinación de los salarios

Sobre estos tres factores ha sido claro para mí que el bajo nivel actual de la inflación total también está teniendo un impacto material en el ritmo de crecimiento de los salarios, y este es el factor que ha sido el primordial en el cambio de mi forma de pensar acerca del balance de riesgos respecto de los precios internos, y la postura de política más apropiada.

La determinación de los salarios es usualmente vista como resultante de una combinación del balance de la oferta y demanda en el mercado laboral, en la productividad laboral y en las expectativas de inflación. Pero en las actuales circunstancias parece que un factor adicional –inflación total reciente– está teniendo una influencia fuerte.

La importancia presente de la reciente inflación baja se ha reportado en el CPM mediante la Red de Agencias Bancarias y a mí personalmente durante conversaciones que he sostenido con grupos comerciales y empleados. Muchas de las firmas que han sido visitadas reciente me han indicado que ellos están usando la tasa de inflación actual como punto de partida para las negociaciones salariales con sus equipos de trabajo.

Ahora, existe un amplio espacio para que las firmas e industrias puedan incrementar los salarios, por ejemplo en la presencia de escasez en la oferta de trabajo. No obstante, se ha sido ampliamente claro que las negociaciones toman lugar en un entorno muy diferente que hace uno o dos años.

Las ecuaciones de salarios que usualmente consideran los economistas contienen las expectativas de inflación como variable explicativa, no únicamente la inflación. Pero las firmas nos indican que la situación inusual de inflación baja sostenible ha limitado su poder para influir en el cambio de precios y han señalado, por el contrario, que ellos mantienen un especial interés sobre los costos. Solo en la medida que condiciones específicas se verifiquen en el mercado trabajo, las firmas probablemente serán capaces de ofrecer significativos incrementos en los salarios. Para muchas firmas, el punto de partida para sus negociaciones salariales ha sido la inflación cercana a cero del año pasado.

La inflación total ha fallado por mucho como medida de las expectativas de inflación, las cuales permanecen bien ancladas y marginalmente afectadas por reducciones en la inflación total, tanto por encuestas como por medidas de los mercados financieros. Cuando las expectativas se encuentren desancladas, tendríamos que preocuparnos no solo acerca de la reducción en la variación de los salarios nominales sino también por los otros cambios deflacionarios potenciales. Pero mucho del período post-2008, en el cual la inflación se encontraba arriba de la meta, esta no trajo consigo una desviación considerable de las expectativas, de la misma forma, la baja inflación actual ha tenido una pequeña huella similar.

La importancia de la gradualidad

Mucho de mi visión sobre la dinámica de la temporalidad de la inflación ha cambiado mientras mi percepción fundamental sobre la economía se ha mantenido invariante, yo he

cambiado mi voto por un incremento inmediato en la tasa de interés de política sin abandonar mi preferencia por una gradualidad en la normalización de la política.

Aunque el tiempo apropiado para iniciar el proceso de normalización de la política ha sido postergado, los beneficios de un incremento gradual en las tasas de interés empiezan a parecer convincentes. La economía podría desarrollar tales medidas de tal forma que la regla de política monetaria óptima sugiriera que las tasas de interés deberían incrementarse lentamente, pero esta sería combinada con un incremento gradual en las tasas de interés con una política de gradualidad, la cual tiene beneficios más allá de los sugeridos por una función de reacción *standard*.

Los beneficios de la gradualidad traen consigo dos consideraciones clave. Primero, las estimaciones usuales del CPM para el rezago con la cual la política monetaria tendría su impacto más fuerte sobre la inflación son alrededor de 18-24 meses. Segundo, la tasa de interés del Banco Central se ha mantenido en 0.50% desde el 2009 y no necesariamente deberíamos asumir que algún cambio en esta tendrá el mismo efecto del que habría tenido previo a la crisis financiera.

Implementar una ruta gradual para la normalización de la tasa de interés permite a los agentes en la economía obtener el máximo aprendizaje posible en el proceso de ajuste. Nosotros, como hacedores de política monetaria, tenemos dificultad en separar el impacto de cambios a la política monetaria de aquellos de la evolución de la economía, pero será así en períodos cercanos futuros especialmente por las dificultades dadas por la incertidumbre acerca de cómo la economía se ha adaptado a un ambiente de tasas de interés bajo en los 8 años previos –una variante de la también llamada incertidumbre Brainard– y que la volatilidad aumentada en la economía global y en los mercados financieros podría no disiparse por algún tiempo. En consecuencia, la restricción gradual de la política monetaria brindaría al CPM una mayor oportunidad de observar el impacto de sus primeras acciones en la estabilización del ciclo económico. Los hacedores de política dispondrán del conjunto completo de información que a ellos les gustaría, pero teniendo una mejor visión completa del impacto de nuestras acciones probablemente los llevará a mejorar la formulación de la política.

Aún más, una ruta gradual de incremento en las tasas de interés debería ayudar a minimizar el riesgo de una ruptura al consumo y la inversión. En la medida que la estabilización del ciclo económico sea más lenta, menor será el riesgo de inestabilidad económica como resultado de la reacción de la economía a cambios en el precio del crédito vía cambios en el consumo, inversión o la volatilidad del mercado inmobiliario. Es importante señalar que las encuestas del Banco

de Inglaterra sugieren que los hogares ya se encuentran en una mejor posición de asimilar un pequeño incremento en las tasas de interés que hace un tiempo atrás.

¿Qué podría dirigir mi voto hacia un incremento en las tasas de interés?

Debería estar claro que por mi visión sobre el panorama y la estrategia de política monetaria es completamente posible que la revisión de mi voto de no cambiar la tasa de interés de referencia podría tener un tiempo corto de vida. Pero qué podría modificar esta decisión.

Fundamentalmente, en un esquema de metas explícitas de inflación, un incremento en el balance de riesgo de la inflación debería conducir a una reevaluación de la postura de política monetaria apropiada. La primera dirección para tal cambio sería probablemente la disipación de las fuerzas externas que mantiene baja la inflación total, o un renovado crecimiento de los salarios.

Si la inflación total fuese a aumentar, o si se tuviera firmeza de que tal incremento fuese inminente, la velocidad a la cual la variación de los salarios nominales respondiera sería la clave en la validación de mi diagnóstico y el panorama de la política monetaria.

Pero la dinámica de dicha variable no es la única a considerar, igualmente se debe prestar cercana atención a otros riesgos inflacionarios. En particular, el impacto de los movimientos del tipo de cambio será importante.

A la fecha actual, juzgando en la medida que los movimientos en el tipo de cambio muestren ser persistentes, es más difícil que usual, dada la temporalidad del referéndum en Europa. Pero una vez estas incertidumbres se esclarezcan, cualquier debilidad persistente en los tipos de cambio también requeriría tomar en cuenta el juicio de una postura de política apropiada, particularmente en la medida que su impacto sobre la inflación total tenga un efecto sobre la fijación de los salarios.

Conclusiones

Aunque el panorama de la economía permanezca sin cambios definidos, habría ciertos aspectos en términos de la evolución de las presiones inflacionarias subyacentes que han afectado mi voto sobre la política monetaria. Sigo con la expectativa de que el proceso de normalización en marcha continúe su rumbo y que la economía continúe su recuperación, así como la variación de los precios al consumidor se revierta a la meta del 2%. Pero el momento en el cual es probable que ocurran estos eventos se ha postergado. Este rezago, combinado con la dinámica actual entre la inflación actual y la determinación de los salarios, ha conducido a

suspender mi llamada para un inmediato incremento en la tasa de interés de referencia.

Sería ingenuo pretender que los hacedores de política pueden pronunciarse respecto de los pronósticos con firme certidumbre, pero espero que mis puntos de vista proyecten cierto destello sobre los problemas que nos conciernen en este momento. Sobre la base de nuestro actual escenario de la economía del Reino Unido, todavía anticiparía tener un retorno al voto de restringir la política monetaria en algún momento, aunque no podría ofrecer un fecha en la que esta podría ocurrir (la incertidumbre respecto a la evolución de la economía en los siguientes meses es particularmente agudo en este momento. Como resultado, la orientación de largo plazo del CPM sobre aumentar las tasas de interés de una forma gradual y limitada no es una promesa). La trayectoria actual de la política monetaria, desde luego, dependerá de la evolución de la economía. En mi caso, junto con otros espectadores de la economía del Reino Unido, estaré observando cómo la economía evoluciona en los siguientes meses con especial interés.

Referencias

Banco de Inglaterra (2015), *Reporte de Inflación*, agosto 2015, disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/inflationreport/2015/aug.aspx>

Banco de Inglaterra (2015). *Boletín trimestral*, 2015Q4, “El potencial impacto de incrementar las tasas de interés y una mayor consolidación fiscal: evidencia a partir de la Encuesta Consulting NMG”, disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2015/q404.pdf>

Brainard, W. (1967). “Incertidumbre y la efectividad de la política” *American Economic Review*, 57, pp 411-425.

Broadbent, B. (2015). “Compositional shifts in the labour market”, disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2015/842.aspx>

Carney, M. (2015). “From Lincoln to Lothbury: Magna Carta and the Bank of England”, disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2015/speech832.pdf>

McCafferty, I. (2015). “Oil price falls – what consequences for monetary policy?”, disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2015/806.aspx>

Obstfeld, M. et al (2016). “Oil prices and the global economy: It’s complicated”, 13 April, VOXeu, disponible en: <http://voxeu.org/article/why-cheap-oil-fails-boost-global-economy-imf-view>

Terminando con el “Too big to fail”: Haciendo el trabajo ¹

(Discurso, Andrew Gracie, Director Ejecutivo, Rescates, Banco de Inglaterra, Deloitte, Londres, 28 de mayo de 2016)

Cuando los líderes del G-20 definieron la agenda financiera poscrisis en Londres y Pittsburgh, la importancia de encontrarle una solución al “*Too big to fail*” (Muy grande para caer) era clara. Sin embargo, había cierto escepticismo sobre si el manejo de las quiebras de las instituciones sistemáticamente importantes podría funcionar alguna vez, sin el apoyo del dinero de los contribuyentes y sin arrastrar a todo el sistema financiero. El trabajo que se ha hecho desde entonces ha logrado este objetivo. Con la publicación final del estándar de Capacidad de Absorción Total de Pérdidas (TLAC, por

sus siglas en inglés) en noviembre de 2015 un gran objetivo fue alcanzado. Se ha trabajado mucho para hacer que los rescates de los bancos pertenecientes a la lista de bancos sistemáticamente importantes (G-SIB, por sus siglas en inglés), sea factible y creíble, y con la implementación de las medidas acordadas y atando los cabos sueltos, se completará la tarea.

Empezaré hablando de las atribuciones principales de los Regímenes de Rescate Efectivo para Instituciones Financieras, del Comité de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés). Dichas atribuciones son las bases sobre las cuales el resto del trabajo fue realizado:

a. Estas atribuciones definen los objetivos compartidos como autoridades, las cuales deben ser capaces de manejar la quiebra de un G-SIB sin impactos adversos sobre la estabilidad del sistema y sin recurrir a los fondos de los contribuyentes.

¹ Traducción libre y resumen de la publicación: “Ending too big to fail: Getting the job done”, *speech given by Andrew Gracie, Executive Director, Resolution, Bank of England, at Deloitte, London, 26 May 2016*. Este resumen fue elaborado por Mariano José Gutiérrez Morales, Analista II del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

- b. Estas listan un mínimo de elementos necesarios para que un Régimen de rescate sea efectivo. Mientras diferentes países han implementado estas atribuciones a nivel nacional, se ha podido tener marcos de trabajo convergentes para lograr regímenes de rescate internacionales.
- c. Finalmente, dichas atribuciones instituyeron un proceso de planificación de rescate para los bancos globales de importancia sistémica (G-SIB), por medio de grupos de gestión de crisis (CMG's, por sus siglas en inglés).

El *statu quo* precrisis estaba construido sobre la creencia de que el riesgo moral era mejor manejado por medio de una ambigüedad constructiva. Es justo decir que esto no funcionó para nada bien. El nuevo paradigma para las autoridades es tener claro, ex - ante, como funcionará el rescate, y asegurar que lo hará.

La planificación de los rescates será una constante desde ahora para las firmas y las autoridades. Los planes de rescate para los G-SIB fueron el centro de atención para los grupos de gestión de crisis (CMG). Los planes resultantes fueron aprobados por las autoridades y los grupos de gestión de crisis, en procesos de evaluación de rescates (RAP, *Resolvability Assesment Process*). En dichos procesos para cada firma, los planes fueron revisados, las barreras para el rescate identificadas y se llegaron a acuerdos en cuándo, cómo y en qué forma serían manejadas. De esta forma se logró el compromiso ex - ante de parte de todos en los grupos de gestión de crisis. Más importante aún, se formó una red de personas que han trabajado juntas para contestar estos cuestionamientos, generando cierto grado de confianza y dependencia que permitirá tener un resultado cooperativo, algo que frecuentemente ha fallado en el pasado.

Con el paso del tiempo se hizo evidente que para los G-SIB muchos de los elementos dentro de los planes eran similares, logrando identificar barreras genéricas. De hecho, las discusiones en los grupos de gestión de crisis para cada G-SIB, se tradujeron en requerimientos mínimos para el rescate a nivel del Comité de Estabilidad Financiera. La manera en la que se han removido las barreras, ha intentado proveer una plataforma para trabajo cooperativo, asegurando que los intereses locales y no locales estén alineados.

El estándar TLAC del Comité de Estabilidad Financiera es un buen ejemplo de cómo la dinámica de planificación en los grupos de gestión de crisis ha proveído de ímpetu a los cambios de políticas.

El trabajo desde los grupos de gestión de crisis ha confirmado que la transacción ideal es una fianza. Y, de cierta forma, estos es lo que el estándar TLAC representa, un acuerdo en-

tre las autoridades de que no es factible apartar a un G-SIB a un nivel básico operativo durante el momento del rescate. Más bien, las operaciones clave de las compañías deben ser recapitalizadas por medio de fianzas para continuar sus funciones económicas críticas, y para ganar tiempo para la subsecuente reorganización. Pero el punto central de todo plan de rescate es una transacción por medio de una fianza.

Si el estándar TLAC implica una fianza: ¿qué se requiere para que esta transacción funcione? Se cubren tres dimensiones: cantidad, calidad y distribución de los instrumentos a rescatar. Los principios que cubren la hoja de ruta proveen la mejor guía.

Con respecto a la cantidad, los principios proveen un estándar mínimo robusto global para que los G-SIB puedan quebrar sin poner en riesgo al resto del sistema financiero. Dichos principios requieren la resolución de las autoridades, para hacer supuestos prudentes sobre las pérdidas incurridas y la necesidad de la prudente valuación al momento del rescate. Estos principios se reflejan en la calibración final del TLAC: se trabajó bajo el supuesto de que el capital mínimo requerido se erosionaría al iniciar el rescate, y que los G-SIB necesitarían recapitalización a cierto nivel para mantener condiciones mínimas, para retener la confianza del mercado. El comité de estabilidad financiera acordó que un TLAC correspondiente al 18% de los activos ponderados por riesgo, o el 6.75% del apalancamiento, podría proveer un mínimo necesario para alcanzar estas metas, pero que esto podría variar dependiendo del caso.

Una vez acordado el punto mínimo para los TLAC, también se acordó una transición viable para que los G-SIB lo implementaran. Esto se refleja en el período de conformidad en dos etapas, bajo el cual los G-SIB deben cumplir con un TLAC del 16% de activos ponderados por riesgo y un 6% de apalancamiento para 2019, y al menos 18% y 6.75% para 2022.

En cuanto a la calidad del TLAC, los principios definen: La necesidad de que la fianza sea legalmente aplicable, la fianza no debiera aumentar el riesgo sistémico, los instrumentos utilizados deben ser estables y de largo plazo y que los titulares deben tener claridad sobre las pérdidas en que incurrirán.

En conjunto, estos principios develan la importancia de la subordinación del TLAC a los pasivos operativos. Esto proporciona claridad a los inversionistas y evita que la fianza sea complicada o detenida por reclamos de compensación.

Una de las innovaciones del TLAC es ir más allá de los acuerdos previos de capital, para abordar la distribución de

las pérdidas dentro de un grupo. Además es esencial generar confianza y consistencia temporal entre las autoridades de diferentes países. Las autoridades de cada país deben tener confianza en que la capacidad de recapitalización y de absorción de pérdidas es suficiente para las subsidiarias en su jurisdicción. El TLAC interno está diseñado para lograr esto, sin aumentar demasiado los requerimientos del grupo como un todo.

Los acuerdos sobre el estándar TLAC significan que las autoridades del Comité de Estabilidad Financiera han puesto en su lugar la última de las grandes piezas de la reforma financiera. Han acordado la capacidad de absorción de pérdidas que se necesita para equilibrar los requisitos de Basilea III. Además, también se ha dado el enfoque del rescate compartido mediante fianzas. En otras palabras, el objetivo final está a la vista.

La clarificación de la implementación del TLAC a nivel nacional también proveerá la plataforma sobre la cual se construirá el TLAC interno. Hay cierta complejidad técnica en este sentido. Por ejemplo, como el TLAC interno deberá estar subordinado: ¿deberá ser siempre emitido por la entidad resolutoria?, ¿de qué maduración deberán ser los instrumentos utilizados y cómo se ajustarán al perfil de riesgo?

La implementación interna del TLAC también nos hace preguntarnos cómo se relaciona este con los requerimientos actuales de capital. Los grupos de manejo de crisis y las entidades reguladoras deberán proveer la configuración para tratar estos temas. ¿Cómo se ejecutará en la práctica la fianza? Parte de esto es asegurarse que los mecanismos adecuados estén en su lugar. Muchos de estos deberán construirse sobre la tecnología y convenios de mercado existentes, usados en gestión de pasivos y reestructuración de deuda soberana. La diferencia, tal vez, es que como reguladores debemos asegurarnos de que los umbrales de control de los accionistas se cumplan. Además, es importante el punto de cómo y cuándo se harán las valuaciones para la fianza, y cómo se cumplirá con los requerimientos durante el proceso.

¿Qué más se necesita para estabilizar una firma en rescate? Lo primero es asegurar la continuidad en los contratos financieros, en línea con los atributos clave. Entre los miembros del Comité de Estabilidad Financiera hemos tratado este tema en nuestras respectivas jurisdicciones, con poderes estatutarios para permanecer cerca. Esto nos deja con el riesgo a leyes locales y extranjeras sobre los contratos existentes. Esto podría resolverse si las autoridades locales tuvieran la capacidad de reconocer y apoyar los rescates en los países sede.

Lo siguiente es la continuidad operacional. El comité de estabilidad ha publicado guías sobre cómo los servicios tecnológicos compartidos y los procesos operacionales deben ser configurados para los G-SIB, para hacerlos rescatables. Relacionado a esto, se ha iniciado el trabajo para darle continuidad al acceso a las Infraestructuras e instituciones en los mercados financieros. Esto no es únicamente a nivel de dichas estructuras, sino también como los G-SIB se conectan a estas indirectamente a través de las agencias bancarias o bancos corresponsales. Por último, hay un peligro potencial que necesita tratarse. Siempre existe la tentación de incrementar los márgenes u obtener ganancias por medio de colaterales durante un rescate. Este comportamiento se dio mucho durante la crisis. Necesitamos un plan para evitar que esto se repita. Si es claro que un banco en rescate puede cumplir con sus obligaciones vencidas, entonces el incentivo para que las contrapartes eliminen pasivos o aseguren las garantías debe ser reducido.

El trabajo del Comité de Estabilidad Financiera a la fecha se ha concentrado en todo lo necesario para estabilizar a los G-SIB para el momento de un rescate, considerando cambios internos para hacerlos manejables (TLAC y continuidad operacional) y contratos o convenciones de mercado (protocolos ISDA o acceso a entidades financieras). Pero los rescates no son el final de la tarea, es el prelude para saber qué reorganización es necesaria para restaurar la entidad afectada o para cerrarla permanentemente. Estos rescates mediante fianza nos darán tiempo para que dicho proceso sea ordenado. La reestructuración posfianza corre como un hilo conductor a través de algunas de las otras iniciativas. Forma parte de los principios de continuidad operativa. Además, como parte del acceso a las entidades financieras, estamos trabajando para definir qué tan fácil será dismantelar las funciones financieras de la entidad bajo rescate.

En conclusión, hay mucho trabajo aún por delante para lograr que los rescates a los G-SIB funcionen. El estándar TLAC es un ejemplo del camino recorrido y representa un verdadero cambio en las reglas del juego. La planificación de estos rescates seguirá formando parte del trabajo de los grupos de gestión de riesgo, con el objetivo de refinar otras áreas que se han comentado (continuidad operacional, acceso a otras entidades financieras, reestructuración posrescate). Se debe seguir trabajando para hacer que estos rescates sean prácticos y puedan trabajarse entre fronteras.

