

## Construyendo el consenso contracíclico en la regulación

### Resumen:

El comportamiento procíclico de los mercados bancarios y financieros ha sido nuevamente demostrado por la reciente crisis. La reforma regulatoria debe ser completa (incluyendo todos los sectores financieros) para evitar el arbitraje regulatorio y contracíclica para manejar los efectos de auge y caídas en los mercados financieros, y para compensar los sesgos procíclicos de la regulación financiera misma. El trabajo se basa en el consenso emergente entre reguladores sobre la necesidad de introducir elementos contracíclicos en la regulación financiera de capital, provisiones y liquidez. Discute diferentes instrumentos que podrían ser usados en paralelo, haciendo referencia al ejemplo exitoso establecido por el Banco de España, al introducir provisiones dinámicas contracíclicas. Se resaltan los argumentos a favor de implementar la regulación contracíclica a través de reglas más que en forma discreta, así como posibles *trade offs* entre regulación más fuerte y acceso al crédito.

### *Palabras clave:*

crisis financieras, contagio financiero, riesgo sistémico, regulación financiera, políticas regulatorias contracíclicas

### Abstract:

The pro-cyclical behavior inherent to banking and financial markets has been again demonstrated by the recent global crisis. Regulation reform needs to be comprehensive, to avoid regulatory arbitrage, and counter-cyclical, to manage the effects of boom-bust cycles in financial markets, and to compensate for pro-cyclical biases in regulation itself. The paper builds on the recent broader agreement amongst policy makers on the need for introducing counter-cyclical elements into financial regulation in capital, provisions, and liquidity requirements. It discusses different instruments

that could be used in parallel, referring to the successful example set by the Spanish Central Bank in using counter-cyclical dynamic provisioning. The arguments in favor of implementing counter-cyclical regulation through rules rather than discretion are highlighted, as well as the trade-offs between stronger regulation and access to credit.

*Key words:*

financial crises, financial contagion, financial shocks, systemic risk, financial regulation, counter-cyclical regulatory policies

## Construyendo el consenso contracíclico en la regulación

### I. Puntos a favor y propuestas tempranas de regulación prudencial contracíclica

La larga historia de los ciclos financieros, de los cuales la reciente crisis global es un ejemplo, muestra que la conducta procíclica es inherente al funcionamiento de los mercados financieros. La conducta procíclica está caracterizada por un exceso de toma de riesgos y actividad financiera, en tiempos de auge, seguida por una insuficiente actividad financiera en los de declinación. Durante el auge, la prima de riesgo desciende y la mayor competencia trae consigo una expansión del crédito, en un esfuerzo por compensar el descenso de ganancias derivado

de márgenes más bajos sobre la tasa de interés. Es un ciclo que se retroalimenta y en el cual la expansión del crédito se apoya, en gran medida, en colaterales cuyo valor aumenta con la expansión del crédito. Por otro lado, durante la caída, cuando la mora e impago de los créditos aumentan, los bancos enfrentan provisiones más elevadas y requisitos más exigentes al capital y los intermediarios financieros se tornan más conservadores y exigen estándares de crédito por encima de lo que las condiciones financieras garantizarían.

Existe una amplitud de explicaciones teóricas y evidencia empírica de este patrón de inestabilidad, inherente al funcionamiento de los mercados financieros, lo que ha sido

\* Directora del Financial Markets Program, Initiative for Policy Dialogue (IPD), Columbia University. Este trabajo se basa en un estudio en inglés preparado con José Antonio Ocampo, con la cooperación de Ariane Ortiz. Agradezco la valiosa ayuda de Carmen Seekatz.

enfaticado por Minsky (1982). La razón básica es que esas transacciones tienen resultados a futuro que no pueden ser proyectados con certeza. Por lo tanto, las opiniones y expectativas sobre el futuro, más que la información objetiva, dominan las decisiones del mercado. Éste es el componente de asimetría de información que caracteriza a los mercados financieros (Stiglitz, 2001). Los agentes financieros se basan, en gran medida, en las acciones de otros agentes del mercado, llevando a la interdependencia en su conducta, la cual se manifiesta, particularmente, en el fenómeno dual de contagio y efecto manada. El contagio de opiniones y expectativas, ambos positivos y negativos, son factores centrales de fases alternativas de euforia y pánico (Ocampo, 2008).

Además, tanto el efecto manada como la volatilidad son acentuados por el creciente uso de técnicas estadísticas y modelos similares (Persaud, 2003) y el predominio de gerentes de fondos de inversión que aspiran a beneficios a muy corto plazo, evaluados y pagados a intervalos de tiempo muy cortos (Griffith-Jones, 1998).

La naturaleza procíclica de las finanzas exige regulaciones que vayan “en contra de las corrientes de viento”. Después de la crisis asiática en 1998, algunos analistas comenzaron a proponer regulaciones anticíclicas, como parte de un esquema de políticas macroeconómicas contracíclicas. Sin embargo, en los años que precedieron a la crisis actual, el apoyo a este tipo de regulación fue muy limitado, y restringi-

do principalmente a pocos académicos e instituciones internacionales, particularmente a las Naciones Unidas. España fue el pionero en implantar la regulación contracíclica, indicando que era posible y efectiva.

En diciembre de 1999, las Naciones Unidas señalaron en su Informe “Hacia una Nueva Arquitectura Internacional” que era necesario tomar en cuenta la dificultad de predecir las variables claves, en el diseño y supervisión de regulaciones prudenciales. Se sugería, en particular, que los requerimientos de capital “deberían aumentarse durante períodos de euforia financiera, tomando en cuenta el creciente riesgo financiero en que los intermediarios incurren”. Por su parte, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) enfatizó muy poco tiempo después que, dependiendo del tipo de operación, debían requerirse capitales más elevados y colchones de liquidez complementarios, en una forma contracíclica. Adicionalmente, se deberían establecer límites, en proporción al valor de los activos que pueden ser utilizados, como colaterales a los préstamos, cuando los precios de los activos estén aumentando (CEPAL, 2000).

En la misma línea, en el Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements, BIS), Turner (1999 y 2000) comenzó a enfatizar la necesidad de introducir elementos contracíclicos específicos en la regulación bancaria. Adicionalmente, Borio, Furfine y Lowe (2001) sostienen que el carácter procíclico

deriva de una respuesta inapropiada por parte del sistema financiero a las variaciones del riesgo en el tiempo, ante lo cual proponen el uso de instrumentos de regulación y supervisión en una forma explícitamente contracíclica para limitar el desarrollo y las consecuencias de serios desequilibrios financieros. Los instrumentos propuestos deberían “reforzar el diseño de un colchón amortiguador en tiempos de auge que pudiesen desembolsarse en tiempos de caída”.

Adicionalmente, comenzó a surgir preocupación por el sesgo procíclico de instrumentos regulatorios tradicionales, incluyendo los estándares de Basilea (Goodhart, 2002). En efecto, en un sistema en el cual las provisiones préstamo-riesgo están atadas a la delincuencia de préstamos, las señales precaucionarias de la regulación resultan inefectivas durante los períodos de auge y no contrarrestan el crecimiento crediticio. Por otro lado, el importante aumento en la delincuencia de créditos durante las crisis reduce el capital de las instituciones financieras y, por tanto, su capacidad para otorgar créditos (Ocampo, 2003). Esto, en conjunto con una mayor percepción de riesgo, dispara la “restricción del crédito” que caracteriza tales períodos, reforzando la tendencia descendente de la economía.

En el año 2003, Ocampo (2003), y también Ocampo y Chiappe (2003), sustentaron la importancia de la regulación contracíclica para manejar los efectos *boom-bust* de los ciclos de negocios. Tal regulación debería incluir: 1) provisiones, para riesgos latentes en nuevos prés-

tamos –el sistema que España ha introducido–; 2) regulaciones estrictas, asociadas a los desajustes de monedas y vencimientos, particularmente en el primer caso, relativas a los sectores no transables de los países en desarrollo; 3) requerimientos de liquidez para manejar desequilibrios en los vencimientos, de activos y pasivos, en las hojas de balance de los bancos; y 4) límites a la relación de préstamos colaterales y reglas para ajustar los valores de colaterales de manera que reflejen las tendencias a largo plazo del mercado, en valores de activos más que las variaciones cíclicas.

Las propuestas de incluir elementos contracíclicos en el Nuevo Acuerdo de Basilea, con la finalidad de contrarrestar el carácter procíclico inherente al enfoque IRB, fueron sugeridas en el año 2002 (Griffith-Jones, Spratt y Segoviano, 2002; Griffith-Jones y Ocampo, 2003; Ocampo, 2003). Tales propuestas sugerían la incorporación de instrumentos contracíclicos, tales como las provisiones al estilo español, en forma simultánea a Basilea II, para compensar la naturaleza procíclica de dicho Acuerdo (véase también Banco de España, 2005).

## II. La experiencia de España con el aprovisionamiento dinámico<sup>1</sup>

El Banco Central de España fue el primero en adoptar una herramienta para enfrentar la conducta procíclica del sector financiero (Banco de

España, 2000). Esta reforma temprana fue una respuesta a la evidencia de que un rápido incremento en la cartera de préstamos, durante el período de euforia financiera, está asociado positivamente con un aumento posterior en la tasa de incumplimiento de préstamos. Los créditos durante períodos de auge tienen una mayor probabilidad de incumplimiento que los préstamos durante períodos de lento crecimiento de los créditos (Fernández de Lis *et al.*, 2000; Jiménez y Saurina, 2006).

En particular, el Banco de España introdujo provisiones dinámicas en julio de 2002 para enfrentar aumentos en el riesgo de crédito de los bancos españoles, después de un importante crecimiento del crédito. Una intensa competencia condujo a la subestimación del riesgo y a la reducción de provisiones específicas, a lo que siguió un significativo descenso en el incumplimiento de los préstamos a finales de 1990. España fue el país de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (Organization for Economic Countries Development-OECD) con la tasa más baja de provisiones para pérdidas de préstamos en 1999.

La provisión dinámica complementó las provisiones general y específica que ya habían sido establecidas. Estas provisiones “estadísticas” se hicieron para reflejar el riesgo “latente” en categorías homogéneas de activos (préstamos, garantías, inversiones de cartera interbancarias o renta fija) de acuerdo a la

posible pérdida esperada de un activo promedio ubicado en esa categoría, en un ciclo total de negocios. Estas provisiones estadísticas se acumularon en un fondo conjuntamente con provisiones especiales y de recuperación de activos de dudosa recuperación. El Fondo podría ser utilizado para cubrir pérdidas crediticias si los recursos estuviesen disponibles en montos adecuados. Como estaban ligados al aumento de activos de diferentes clases, mientras más distante fuese la conducta del banco de la del sistema –en términos de crecimiento del crédito–, más grande sería el impacto de esas provisiones (Fernández de Lis *et al.*, 2000; Jiménez y Saurina, 2006).

Una interpretación del sistema español que Ocampo (2003 y 2008) y otros impulsaron es que el sistema español identifica correctamente que se incurre en el riesgo crediticio cuando el préstamo es desembolsado, no cuando se vence y vuelve (o se espera que se vuelva) delincente, que es la regla seguida por las normas tradicionales de provisionamiento. Como se indicó, el sistema construye un colchón, durante un auge, que puede ser desembolsado en un desplome, para cubrir las pérdidas por incumplimiento de pago de préstamos, generando así un efecto contracíclico.

Dado que el riesgo crediticio de las Carteras de créditos no es homogéneo, el riesgo latente discrepa según el tipo de activos. El Banco de España ofreció a los bancos un modelo estándar para calcular el riesgo latente,

con parámetros fijos, de acuerdo a los diferentes componentes de la cartera. El Banco de España también permitió a los bancos utilizar modelos internos –por ejemplo, su propia información sobre posibilidades de incumplimiento y pérdidas, dado un incumplimiento, a través del ciclo de negocios– para calcular el riesgo latente. Sin embargo, solamente unos pocos bancos sofisticados disponían de esa detallada información.

En 2004, la adopción por parte de la Unión Europea de los estándares del Directorio de Estándares Internacionales de Contabilidad-DEIA (International Accounting Standards Board-IASB) obligó al Banco de España, el cual está autorizado por el Ministerio de Economía a establecer las reglas contables para las instituciones de crédito, a eliminar las Provisiones Estadísticas que se habían establecido. Ello revirtió en un sistema de dos tipos de provisiones para pérdidas de préstamos: específicas y generales.

Las nuevas reglas contables mantuvieron la naturaleza macroprudencial del marco previo, mientras que cumplían con los estándares del Directorio de Estándares Internacionales de Contabilidad (DEIA). De acuerdo al modelo de simulación del ciclo de préstamos del Banco de España (véase Griffith-Jones y Ocampo, 2009), al pico de una recesión, las provisiones para pérdidas de préstamos serían un 40% más bajas que las provisiones tradicionales, mientras que en los buenos períodos, antes

y después de la recesión, las provisiones serían más altas.

Para evitar un exceso de aprovisionamiento hay un tope (el 125% de la pérdida latente) que evita que ese crecimiento de las provisiones produzca niveles poco realistas durante un período demasiado extenso de tiempo.

Las provisiones dinámicas constituían en promedio el 10% de los ingresos netos de operación de los bancos, durante los años que precedieron a la crisis actual. Al final de 2007, el total de provisiones acumuladas cubrió el 1,3% del total de activos consolidados de los depósitos de instituciones españolas, mientras el capital y las reservas representaron el 5,8% de esos activos. España, de esta forma, acumuló un monto que ha comenzado a desembolsar, en la medida en que las pérdidas individuales de créditos comenzaron a aumentar, en el marco del deterioro de las condiciones económicas. Aunque, dada la profundidad de la crisis, no se garantiza que los montos previstos sean suficientes para cubrir las pérdidas asociadas al incumplimiento de préstamos que los bancos están enfrentando, las provisiones dinámicas permitieron a los bancos españoles manejar la crisis en una mejor forma comparados con bancos de otros países.

Los reguladores españoles acordaron varios puntos relativos al establecimiento de una provisión dinámica: reglas contables y requerimiento de datos. Con respecto al primer punto, los críticos con el esquema

español han sustentado que no es compatible con los sistemas internacionales de contabilidad y con los estándares de los reportes financieros, dado que permitiría a los bancos arreglar los beneficios. Sin embargo, esta crítica no está bien avalada ya que los bancos deben publicar el monto de sus provisiones generales de forma transparente, permitiendo a los inversionistas y analistas aislar el impacto de las provisiones dinámicas. El carácter, basado en reglas de la estructura, y el tope de las provisiones hicieron difícil para los bancos el uso impropio de la cuenta de provisiones. Por el contrario, los reguladores españoles consideraron que los estándares contables deberían tener como finalidad el proveer una información certera sobre la condición financiera de la firma. Un sistema de provisiones que reconoce pérdidas crediticias relativas a créditos específicos no individualmente identificados, en la medida en que son incurridos a lo largo del ciclo de crédito, provee mejor información sobre condiciones financieras que uno que no los reconoce, lo cual efectivamente subestima los riesgos contraídos por la institución financiera y sobrestima los beneficios durante el auge.

Finalmente, los datos que el Banco de España ha acumulado sobre delincuencia de créditos han sido importantes para la construcción de un certero sistema de provisiones. Sin embargo, los reguladores españoles

sugieren que la ausencia de un registro de créditos no justifica el no utilizar la provisión dinámica. Los reguladores podrían usar muchas fuentes diferentes de información para aplicar un sistema similar. En particular, podrían usar un directorio de créditos privados o provisiones totales para pérdidas de créditos sobre el ciclo económico.

Dado que las provisiones dinámicas son diseñadas usualmente usando información sobre la insolvencia de ciclos previos de préstamos, no hay garantía de que el sistema sea capaz de enfrentar todas las insolvencias de créditos en un cambio de tendencia a la baja. Además, el sistema de aprovisionamiento español no pudo parar el crecimiento del crédito en el reciente auge. Como los reguladores españoles expresan, el rápido crecimiento del valor de los colaterales, vinculados al auge de las propiedades, probablemente prevaleció sobre el aumento de sus costos crediticios derivados del aprovisionamiento dinámico. Por tanto, el sistema debería ser complementado con restricciones a las tasas de préstamo, valores de colaterales, que podrían ser absolutas o más restrictivas cuando los valores de las propiedades están creciendo rápidamente. En este sentido, desde el denominado Reporte de Ginebra, Brunnermeier *et al.* (2009), se ha argumentado que el efecto cuantitativo que el mecanismo español tuvo en la moderación del ciclo del crédito no fue suficiente, porque puso más peso sobre el crecimiento del crédito,

mientras que el mecanismo que ellos sugieren actuaría sobre niveles de apalancamiento y vencimiento de los desajustes.

En cualquier caso, el esquema español de aprovisionamiento dinámico fue el único instrumento macroprudencial establecido antes de la crisis actual que cumplió dos importantes criterios: está basado en reglas (lo cual es importante, porque la discreción será dura de usar en períodos de auge/euforia), y es variable (en el tiempo, aumentando en la medida en que las amenazas sistémicas se construyen), en otras palabras, es contracíclico.

### III. Temas a considerar y políticas complementarias

#### Intervenciones:

#### reglas *versus* discreción

Respecto a los amortiguadores contracíclicos (capital o provisiones) se plantea escoger entre dos opciones: si deben ser diseñados, como un instrumento discrecional o, más bien, como una regla guiada por fórmulas. Como indica el Informe Turner:

1. Bajo un sistema discrecional, los reguladores de bancos necesitarían juzgar el nivel apropiado de capital requerido, a la luz tanto del análisis del ciclo macroeconómico como de consideraciones macroprudenciales. Dicho enfoque podría ser construido sobre la

base del sistema Basel II Pilar 2 que da discreción a los reguladores de banca para incrementar el capital requerido, de la banca, a niveles que superan lo indicado por los cálculos del Pilar I, aunque éste no fue diseñado originalmente para servir a propósitos contracíclicos. El sistema discrecional tendría la ventaja de permitir un análisis del espectro de las condiciones macroeconómicas y macroprudenciales para la toma de decisiones, pero dependería crucialmente de la calidad e independencia de los juicios hechos.

2. Bajo un sistema guiado por fórmulas el nivel requerido de capital varía según alguna medida, como la del crecimiento de la hoja de balance. Ello proveerá una disciplina preestablecida con anterioridad, que no dependería del juicio ni –particularmente importante– estaría sujeta a la influencia de *lobbying* ni a los ciclos de optimismo y pesimismo, que afectan también a los reguladores. En efecto, el sistema español, que está basado en una fórmula fijada con antelación que define provisiones generales, prueba en la práctica que las reglas definidas *ex ante* pueden funcionar bien y proveer, por tanto, un modelo del cual puede aprender la comunidad internacional.
3. El Informe de Turner y otros (por ejemplo Ginebra) creen que hay razones suficientes

para que, en términos significativos, el régimen sea conducido por fórmulas. Ello podría combinarse con una discrecionalidad regulatoria a fin de añadir requisitos adicionales al factor determinado por vía de fórmula, de acuerdo a lo sugerido por un análisis macroprudencial, si ello es apropiado. Esto fue también el enfoque sugerido por Ocampo (2003), quien recomendó mezclar las reglas de provisión españolas con reglas discrecionales que se establecerían en el caso de que las autoridades considerasen excesivo el crecimiento del crédito, si hay un sesgo en la orientación de préstamos hacia sectores susceptibles a fuertes oscilaciones cíclicas (por ejemplo, bienes raíces), en cuyo caso los préstamos estarían sujetos a provisiones adicionales, y si el crecimiento de créditos por bancos individuales se expande respecto a un promedio. Es interesante indicar que, durante el auge reciente, aunque no se tratase de un mecanismo parecido al de España, algunos países establecieron provisiones adicionales para crédito en sectores específicos que experimentaron un crecimiento rápido (India con relación a bienes raíces, por ejemplo).

El tercer enfoque es probablemente el más apropiado. Es importante, sin duda, establecer reglas contracíclicas razonablemente simples que no pueden ser ignoradas durante

los buenos tiempos, cuando los argumentos del estilo de “esta vez es diferente” tratan de minar criterios regulatorios. La regla o fórmula podría hacerse más estricta mediante la imposición de requerimientos adicionales si hubiese un gran y largo auge que amenazase la estabilidad financiera y macroeconómica, o si los préstamos a ciertos sectores crecieran muy rápidamente.

Además, las innovaciones financieras, algunas de las cuales hubieran podido ser diseñadas precisamente para arbitrar regulaciones, podrían también requerir reglas contracíclicas adicionales más estrictas si los reguladores consideran que las mismas pueden incrementar el riesgo sistémico (D’Arista y Griffith-Jones, 2009b; U. K. Treasury, 2009). En un sentido más amplio, resulta esencial que las regulaciones sean similares para tipos similares de instituciones financieras, bien sea que estén emprendidas por el sistema bancario o los mercados de capital. En efecto, una de las limitaciones de las provisiones para pérdidas de préstamos es que se aplican solamente a los libros bancarios, y no a los bancos de inversión. Adicionalmente, estos últimos están evaluados a precios de mercado, un hecho que, en ausencia de cualquier sistema de corrección de los movimientos procíclicos de precios de activos, introduce otro factor procíclico al sistema. Entonces, como argumentaremos más adelante, la emisión de títulos en los mercados de capital –que es el equivalente a préstamos

de la banca– y derivados, también deberían estar sujetos a regulaciones contracíclicas (por ejemplo, sobre requerimientos de colateral y de margen o, alternativamente, requerimientos de reservas basados en activos).

Adicionalmente, las innovaciones financieras se incrementan durante los auges, cuando se propagan instrumentos nuevos que no han sido probados y son difíciles de evaluar. Esto agrava el carácter procíclico porque tales instrumentos, muchas veces opacos y también complejos, esconden riesgo y su precio es inferior a lo que le correspondería según su riesgo. Los reguladores deben limitar o prohibir el uso de tales instrumentos o, por lo menos, hacer más estrictas las reglas contracíclicas para las instituciones financieras que los utilizan extensivamente.

Un enfoque más directo fue sugerido como opción por Joseph Stiglitz en su intervención ante el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes, en octubre de 2008. Este enfoque implicaría diseñar “límites de velocidad, restringiendo la tasa a la cual los bancos pueden expandir su cartera de préstamos”. Ésta es una alternativa interesante para la implementación de incentivos indirectos con el fin de conseguir el mismo objetivo. En efecto, en el pasado, países como Reino Unido y países en desarrollo, e inclusive Estados Unidos, siguieron tal enfoque con bastante efectividad, cuando fijaron límites al crecimiento total de los préstamos concedidos por bancos indivi-

duales y del sistema bancario. En el caso de que tales enfoques indirectos de regulación contracíclica resultaran insuficientes, quedaría establecido un argumento fuerte para el uso de un enfoque más directo, que también podría, quizás, aplicarse a través de la limitación de expansión de apalancamiento.

En el supuesto de que sean utilizados instrumentos indirectos de política contracíclicos, una cuestión que resulta clave es saber cuáles son los mejores indicadores para determinar cuándo se deberían incrementar cargas de capital o provisiones, o desembolsarlas cuando lleguen malos tiempos. En su *Informe Anual* de 2009 el Banco Internacional de Pagos –BIP– (Bank for International Settlements, BIS) realiza un análisis del impacto de tres variables posibles sugeridas en la literatura: variaciones en la amplitud de los márgenes sobre la tasa del crédito (variable sugerida por Gordy, 2009); cambio en crédito real (sugerida por Goodhart y Persaud, 2008), y un indicador compuesto que combina la tasa crédito/PIB y precios reales de activos (sugerida por Borio y Drehmann, 2009). La conclusión a la cual llega es que parece posible identificar indicadores macroeconómicos que señalan correctamente cuándo deben incrementarse los amortiguadores, pero es más difícil decidir cuándo liberarlos, especialmente para la última variable. Por esta razón, ellos recomiendan más discreción, combinándolo con una regla que determine las condiciones para pronosticar y ayude a evitar la captura regulatoria durante el auge.

### La regulación de liquidez

El apoyo a la necesidad de regulación de liquidez es significativo en varios informes y declaraciones, incluyendo la introducción de un elemento contracíclico a esta regulación. Ello obedece a que la crisis reciente mostró que el perfil de riesgo de bancos e instituciones financieras, en general, depende críticamente de la forma en que fondean sus activos. Como sostiene el Informe del Tesoro de Estados Unidos de septiembre de 2009, el excesivo fondeo de activos de más largo plazo con pasivos de corto plazo (depósitos o deuda) por un banco podría contribuir tanto, o más, a su fracaso como la insuficiencia de capital. Además, dicho informe afirma: “la liquidez es siempre, y en todas partes, un fenómeno altamente procíclico”. En efecto, puesto que el capital, aunque elevado, podría ser insuficiente para solventar problemas de liquidez en una crisis, los requerimientos de liquidez suficientemente independientes son también muy importantes.

En realidad, el que no estuviera presente prácticamente ninguna regulación de liquidez fue una gran y absurda omisión en el patrón previo a la crisis. Esto no ha sido siempre el caso. En 1951, los bancos estadounidenses tenían balances de reserva con la Reserva Federal en un nivel de más del 11% de los depósitos bancarios, dándoles un colchón muy confortable. A principios de los años 2000, este colchón había sido prácticamente obliterado con la contracción de balances de reserva al

0,2% de sus depósitos (D’Arista y Griffith-Jones, 2009b). Actualmente existe un consenso creciente sobre la necesidad de establecer un patrón regulatorio fuerte que se enfocara, no solamente en salvaguardar las posiciones de liquidez de los bancos cuando confrontasen eventos específicos, sino que también ayudara a la preservación del fondeo de liquidez de bancos, si ocurriesen contracciones de liquidez en todo el sistema.

A nivel internacional parece que ha habido menos discusión específica –en torno al mejor método de asegurar suficiente liquidez, y posiblemente hacerlo en una forma contracíclica– que sobre la cuestión de la solvencia relacionada con requerimientos de capital y provisión. Un enfoque posible consistiría en la valoración de requerimientos de liquidez, estimados sobre la base de la madurez residual de los pasivos de las instituciones financieras, generando así un incentivo directo para que el sistema financiero mantenga un patrón de pasivos apropiado. La calidad de los activos con la cual se cumple el requerimiento de liquidez es también crucial (Ocampo y Chiappe, 2003). Una alternativa derivada del patrón de requerimientos de reserva, típica de prácticas pasadas –como fue resumido en el párrafo previo– sería el establecimiento de un régimen que facilitara a los bancos centrales incrementar y reducir la liquidez de instituciones financieras, a través de variaciones en alguna forma de requerimientos de reserva (D’Arista y Griffith-Jones, 2009a).

La regulación de la liquidez tiene que ser complementaria con la de la solvencia. En este sentido, el Informe del Tesoro de los Estados Unidos de septiembre de 2009, sostiene, en forma correcta, que si bien el régimen regulatorio de liquidez debe ser independiente del de capital, es igualmente importante reconocer que son altamente complementarios. En efecto, este Informe considera que hay méritos para que los requerimientos regulatorios de capital sean una función del riesgo de liquidez de firmas bancarias. Sin embargo, aunque tener un nivel de capital claramente más alto no garantiza, totalmente, prevenir una corrida del crédito (pánico bancario), podría ser consistente con metas macroprudenciales requerir a aquellos bancos con desajustes estructurales más grandes, o que confíen en fuentes de financiamiento volátiles a corto plazo, retener más capital. Esto forzaría a los bancos a internalizar los costos que su mayor riesgo de liquidez impone sobre el sistema financiero, estimulándoles, de esta manera, a buscar fondeo de más largo plazo.

Los Informes de Ginebra y Warwick van más lejos recomendando que los reguladores incrementen los requerimientos de capital existentes por dos múltiplos, uno vinculado al crecimiento del crédito, y el otro al desajuste de plazos de vencimiento. El primer múltiplo, relativo a requerimientos de capital, sería una función del crecimiento de préstamos. Los reguladores se reunirían con los oficiales de la política monetaria (en el caso de que estén separados) en un

comité de estabilidad financiera. Esto produciría un pronóstico del crecimiento, de agregados activos bancarios, consistente con la meta del banco central para la inflación y el crecimiento estimado a largo plazo. El pronóstico tendría una banda razonable reflejando incertidumbre. Si los activos de un banco crecen menos que el límite inferior de la banda, podría tener un múltiplo más bajo.

Un ejemplo, dado en el Informe Warwick, supone que el Comité de Estabilidad Financiera concluyera que el crecimiento en activos bancarios agregados de entre 7,5 y 12,5% fue consistente con su meta de inflación del 3%. El crecimiento muy alto en los activos de un banco, del 25% o el doble del rango superior, podría conducir a doblar el nivel mínimo de suficiencia de capital de un 8 a un 16% de activos ponderados, por el riesgo.

Un segundo múltiplo para requerimientos de capital relacionaría al desajuste en el vencimiento de activos y pasivos bancarios. Una lección significativa de la crisis es que el riesgo de un activo puede estar determinado en gran parte por el vencimiento de sus fondos. Northern Rock, así como otros bancos, bien podrían haber sobrevivido con los mismos activos si el vencimiento promedio de sus fondos hubiera sido más largo.

Un múltiplo de liquidez se añade a los requerimientos de suficiencia de capital, para disuadir a los bancos de atenerse a las fuentes inapropiadamente riesgosas de fondos. Se

supone que los activos contra los cuales no se puede girar liquidez en el banco central tienen un vencimiento mínimo de dos años o más. Si un conglomerado de tales activos fuera financiado por depósitos a un plazo de dos años, no habría ningún riesgo ni carga de liquidez. Pero si el vencimiento del conglomerado de fondos fuese de un mes –y por tanto tendría que ser renovado mensualmente–, el múltiplo de liquidez sobre la base de la carga de capital estaría cerca de su máximo, digamos dos. De esta forma el requerimiento mínimo, de suficiencia de capital, subiría del 8 al 16%.

Por ejemplo, en un período de auge en el cual el primer múltiplo contracíclico también es dos, el requerimiento final de capital sería del 32% de activos ponderados por su riesgo (8 representa  $x2 \times 2$ ). Claramente esto es un número extremo que sería aplicado solamente cuando tanto el crédito está creciendo muy rápido como los desajustes de vencimiento son muy elevados. Los múltiplos de liquidez darían a los bancos un incentivo para conseguir fondos de más largo plazo, y cuando no lo pueden hacer, para tener un amortiguador de liquidez o reserva de liquidez que podría ser desembolsado en tiempos de tensión difíciles y que daría tiempo para que las instituciones pudiesen arreglar un problema de liquidez.

### Reglas contables

Es importante que la construcción de amortiguadores contracíclicos, tal como los requiere

la estabilidad financiera, se corresponda con la integridad y transparencia de los balances financieros. Una cuestión importante, como hemos señalado, es el diseño de reglas de contabilidad que permitan la construcción de provisiones para pérdidas latentes de préstamos, durante períodos de crecimiento del crédito. Esto es, adecuándose en la medida de lo posible a un sistema en el cual se hacen provisiones cuando el crédito es desembolsado, como implica el sistema español. Hay razones para creer que los encargados de establecer estándares de contabilidad modificarán los estándares para incluir regulación macroprudencial. El Foro de Estabilidad Financiera/Directorio de Estabilidad Financiera FEF/DEF (Financial Stability Forum/Financial Stability Board FSF/FSB), junto con los líderes del G-20 en la Cumbre de Londres en abril de 2009, impulsaron la cooperación entre los que fijan estándares de contabilidad y los reguladores, con el fin de mejorar los estándares de valoración y provisión.

El Informe Turner ha sugerido un enfoque que implicaría el uso de las reglas de contabilidad actuales para determinar ganancias y pérdidas, reflejando un enfoque de valor justo –ajustado al valor de mercado– para el libro de transacciones e información conocida sobre el actual servicio de préstamos y pérdidas incurridas. Esto sería complementado con la creación de una Reserva de Ciclo Económico no-distributable que acumularía ganancias en buenos

años para anticipar pérdidas probables en el futuro. Como se ha señalado antes, esta propuesta es exactamente equivalente al sistema español. Esta Reserva de Ciclo Económico también aparecería en la cuenta de ganancias y pérdidas, permitiendo la estimación de ganancias y pérdidas por cada acción antes y después de la reserva. Entonces, podrían reportarse dos medidas de ganancia: el método de contabilidad “tradicional”, y otro calculado después de reservas contracíclicas.

### Regulaciones complementarias

Dado el rol que los préstamos denominados en moneda extranjera han jugado en las crisis financieras de los países emergentes y los países en desarrollo –como ocurrió en varios países de Europa Central y del Este, e Islandia durante la crisis actual–, la prevención de desajustes de moneda en las carteras debe ser un objetivo regulatorio importante en estos países. Un enfoque simple, que siguen algunos de ellos, es la prohibición de desajustes de moneda en los portafolios de instituciones financieras y la prohibición o desaliento de conceder préstamos, en monedas extranjeras, a agentes que no tienen ingresos en esas monedas. Por ejemplo, Uruguay incrementa requerimientos de capital en un 25% (del 8 al 10%) si hay tales desajustes de moneda.

Además de la regulación de desajustes de moneda y de vencimientos, es también importante –no solamente para las economías

emergentes y en desarrollo, sino para toda economía– limitar las relaciones préstamo-valor, especialmente para préstamos al financiamiento de bienes raíces y de títulos de acciones. También pueden ser utilizadas reglas para ajustar los valores colaterales a variaciones cíclicas de precio. Un mecanismo complementario, que parece funcionar bien, es el de establecer límites mínimos de depósitos para hipotecas, por prestamista, que pueden ser fijos (p. ej. Canadá) o variar con el ciclo (p. ej. China). Tales métodos también pueden ser aplicados a otros instrumentos muy cíclicos, como las tarjetas de crédito. Tailandia ha utilizado pagos mínimos para pagos de tarjetas de crédito como una herramienta contracíclica.

## IV. Regulación más estricta y la oferta de crédito

Hay algunos pros y contras que tienen que ser ponderados cuando las regulaciones, tanto de solvencia como de liquidez, se hacen más estrictas para contrarrestar lo procíclico. Las reglas tienen que considerar los beneficios económicos de los capitales bancarios más elevados, que reducen tanto la probabilidad de incumplimiento bancario (y crisis mayores) como el reducido peligro de que, en tiempos malos, la insuficiencia de capital conduzca a una carestía de crédito, con efectos negativos, sobre la economía real. Sin embargo, tiene que

considerarse también que el requerimiento más elevado a nivel generalizado de capital incrementará el costo de intermediación en tiempos de auge y tendrá unas consecuencias negativas sobre prestamistas, particularmente los de menor capacidad de crédito. Esto podría ser afectar muy seriamente a empresas pequeñas y medianas con acceso limitado a otras fuentes de fondos.

En todo caso, después de la mayor crisis financiera que empezó en 2007, el nivel óptimo de capital está reconocido que es significativamente más alto que el que los reguladores consideraron apropiado en el pasado. Esta nueva evaluación está basada en la escala masiva de pérdidas económicas y financieras sufridas en todo el mundo a causa de la crisis. Incrementando los requerimientos de capital se podrían subir los costos de intermediación financiera, pero los beneficios de una reducción en la probabilidad de fallas bancarias y de daños económicos ya son vistos como extremadamente altos y oscila el balance a favor de fijar requerimientos de capital más altos (Informe Turner)<sup>2</sup>.

## V. ¿Cuán completa debería ser la regulación contracíclica?

### A nivel nacional

El caso de regulaciones más estrictas y contracíclicas de bancos está siendo aceptado de

forma creciente. Sin embargo, regulaciones más fuertes y contracíclicas sólo para bancos animarían la emigración de las transacciones y los riesgos de los bancos a instituciones no bancarias. Los bancos estarían tentados de esconder sus propios préstamos en vehículos asociados fuera de balances, tales como conductos y vehículos especiales de inversión. Esto representaría nuevas amenazas a la estabilidad financiera (U. S. Treasury, 2009; Stiglitz, 2009, y otros).

Ello representa, por tanto, un caso muy claro para que se aplique a todos los mercados una regulación contracíclica y más equivalente, incluyendo transacciones fuera de la Bolsa (OTC) a todos los bancos e instituciones financieras no bancarias, tales como *Hedge Funds* –o usando la terminología europea más apropiada, fondos de inversión– y a todos los instrumentos, tales como los derivados. Además, las regulaciones equivalentes necesitan ser aplicadas a bancos y mercados de capitales (BIS, 2009; Stiglitz, 2009; D’Arista y Griffith-Jones, 2009a; Palley, 2004).

El principio de regulación completa contracíclica parece el más claro y transparente. Como expresa el Informe Anual 2009 del Banco Internacional de Pagos: “ninguna parte del sistema financiero debería escaparse de una apropiada regulación”. Esto reducirá la probabilidad de futuras crisis.

Ello implicaría que todas las transacciones, fuera de la hoja de balance de los bancos,

deberían entrar en sus hojas de balance. Los títulos emitidos en mercados de capital también estarían sujetos a regulaciones equivalentes. El Informe del Foro de Estabilidad Financiera/ Directorio de Estabilidad Financiera FES/DEF del año 2009 (FSF/FSB, 2009), titulado “Consideraciones Sobre el Carácter Pro Cíclico del Sistema Financiero”, recomienda reforzar márgenes iniciales mínimos para instrumentos derivados que no cotizan en las bolsas de valores (OTC) y títulos, para reducir apalancamiento, mientras que requieran márgenes iniciales. Esto es positivo, ya que podría reducir la tendencia a la baja de márgenes y prácticas colaterales en tiempos de auge y crear efectos adversos en tiempos de estrés del mercado. Hacer requerimientos colaterales y de margen ciclo neutral, para que no declinen en caídas, como el FSF/FSB sugiere, podría ser positivo. Un tema para explorar es si tales requerimientos, tanto de colaterales como de margen (que son conceptualmente equivalentes a requerimientos capitales), no deberían ir más allá de esto y tener también elementos contracíclicos. Esto podría ser deseable cuando la emisión de títulos y derivados crece excesivamente (p. ej., por encima del promedio histórico); en ese caso los requerimientos de colaterales y capitales podrían ser incrementados.

Implantar un colateral de ciclo neutral o contracíclico y requerimientos de margen o de reserva de derivados y, más ampliamente, incorporar el control de muchos de los riesgos

sistémicos generados por derivados se facilitará mucho si los acuerdos bilaterales son reemplazados por contrapartes centrales (Central Counterparties-CCPs), donde los requerimientos serían comunes para todos los participantes.

De forma similar, toda institución financiera (incluyendo fondos de inversiones alternativas) debería tener regulaciones equivalentes, tanto de solvencia (especialmente sus apalancamientos) como de liquidez. Ello a fin de evitar la migración de actividades riesgosas a instituciones menos reguladas. Sobre esto, parece que está surgiendo un consenso retórico internacional, pero es esencial que tal amplitud de consenso se refleje en la puesta en práctica de una regulación suficientemente amplia y contracíclica. Esto inevitablemente será criticado por quienes se oponen a la regulación, motivados más por su deseo de maximizar ganancias, a corto plazo, que por el objetivo de la estabilidad financiera. La importancia de un claro compromiso por parte de las autoridades económicas con la estabilidad financiera es esencial en esta consideración.

Otra preocupación es el comprensible deseo de definir *ex ante* qué son instituciones sistémicamente importantes y regularlas más estrictamente. ¿Es esto posible? Puede que en realidad sea más simple regular todas las entidades que invierten o prestan, en representación de otras personas, usando su dinero, dándoles algún tipo de apalancamiento. Esto evitará arbitraje regulatorio y un incremento más rápido de riesgo en instituciones

reguladas en forma menos exigente. Como ya se señaló, este problema podría ser reducido parcialmente si la lista de instituciones sistémicamente importantes fuera revisada de forma regular.

### A un nivel internacional

Claramente, los riesgos financieros y la crisis son transmitidos de un país a otro a través del contagio. Sin embargo, dado que los ciclos tienen factores nacionales, hay un creciente consenso (p. ej. Informes de Ginebra, Comisión Stiglitz UN e Informe Warwick) en que las regulaciones, en general, y las políticas contracíclicas en particular, deberían ser implementadas principalmente a nivel nacional y, por el país receptor, cambiando por lo tanto parte del énfasis, de la regulación del país donde se originan a la del país receptor. Esto implicaría que las agencias o sucursales de bancos extranjeros habrían de convertirse en subsidiarias capitalizadas separadamente. Esto también está conectado al hecho de que la mayoría de los rescates son realizados por las autoridades nacionales receptoras, por lo que el país prestamista de última instancia también necesitaría ser regulador. En realidad, la autoridad económica que diseña las reglas contracíclicas, en el país receptor, debería probablemente ser el Banco Central, que se enfoca en lo macro y en la estabilidad financiera ampliamente definida.

Aunque las medidas contracíclicas deberían ser aplicadas nacionalmente, sería mejor

si el criterio se coordinara internacionalmente para evitar un arbitraje regulatorio. Ciertamente, a nivel de la Unión Europea, los países deberían coordinar medidas contracíclicas sobre una base regional más amplia, como lo sugiere el Informe de Larosière. De hecho, la Unión Europea tiene el instrumento preciso: la Directiva Capital de Adecuación (CAD) que implementa la regulación Basel dentro de la Unión Europea, la cual puede ser modificada para tal propósito. La creación de los organismos de regulación, a nivel de la Unión Europea, como sugiere el Informe de Larosière, podría facilitar un poco más la coordinación europea de regulación contracíclica nacional.

Hay fuertes motivos para ir más allá y establecer una coordinación internacional de regulaciones contracíclicas. Esto está relacionado, primero, con el hecho de que la economía internacional y, especialmente, los vínculos financieros han ido creciendo lentamente, mientras los mercados son cada vez más globalizados. Como señala White (2009), esta integración implica que los indicadores puramente domésticos de comportamiento procíclico subestimarán la amenaza de estabilidad financiera, hasta el punto de que otros países podrían ser expuestos a presiones similares. Por lo tanto, es necesario tomar en cuenta las presiones relevantes en países relacionados o globalmente.

En segundo lugar, una crisis en otro país importante (especialmente si es acreedor o

deudor, o un importante socio comercial) puede tener un efecto significativo en la estabilidad financiera o productiva, de países vinculados a él a través de fuertes nexos financieros o comerciales. Por lo tanto, una mayor integración implica que todos los países tienen una legítima inquietud de evitar que excesos procíclicos ocurran en otros países, especialmente en los grandes.

Tercero, por razones de competitividad a corto plazo, los países –y especialmente sus instituciones financieras– podrían estar más dispuestos a implantar regulaciones contracíclicas si saben que otros países también lo hacen. Una razón básica es, por supuesto, que si algunos países implantasen regulaciones contracíclicas, mientras que otros no, esto inevitablemente conduciría a un arbitraje regulatorio. Sin embargo, podría argumentarse que a largo plazo los centros financieros mejor regulados (incluyendo reglas contracíclicas) serán financieramente más estables, y por lo tanto se harían más competitivos.

Por todas estas razones, parece deseable que el criterio para el diseño de la regulación contracíclica sea acordado internacionalmente. Un importante asunto, que podría requerir más investigación, es calibrar hasta qué punto las regulaciones contracíclicas deberían examinar solamente las variables domésticas, o deberían tomarse en cuenta las tendencias internacionales, tales como el crédito global o el aumento del precio de los activos.

Esta regulación debería ser aplicada nacionalmente por parte de los países receptores. Los países podrían necesitar adaptarlas a los factores específicos de sus sistemas financieros y sus economías. Sin embargo, los crecientemente fortalecidos organismos regulatorios internacionales deberían animar a todos los países, especialmente a los grandes con un sistema financiero más internacionalizado, a aplicar regulaciones contracíclicas.

Un último punto se relaciona con el asunto del momento de la reforma regulatoria. Es importante que tales cambios se adopten pronto, mientras permanezca alto el apetito por las reformas regulatorias. Sin embargo, su introducción debería hacerse con un desfase, para evitar que los requerimientos de incremento de capital y liquidez presionen sobre los bancos débiles, extendiendo así la restricción crediticia.

## VII. Conclusiones

En la economía de mercado moderna la regulación es muy importante, ya que influye significativamente el nivel de crédito en momentos particulares, y su evolución a través del tiempo. Como Greenwald y Stiglitz (2003) han demostrado, el nivel de crédito es la variable crítica en la determinación de la producción y empleo. En efecto, la importancia del rol del crédito ha sido subestimada por

académicos y los diseñadores de políticas que suelen dar más énfasis a la política monetaria. En la medida en que el crédito es una importante variable macroeconómica, una regulación buena y efectiva se vuelve una herramienta esencial de política económica.

La necesidad de que la regulación sea contracíclica fue inicialmente reconocida por un pequeño grupo aislado de académicos y algunas instituciones internacionales. Sin embargo, después de que la crisis global se agudizara, un compromiso internacional con el diseño de políticas contracíclicas se expandió ampliamente por parte de los hacedores de políticas.

La regulación contracíclica debe ser una parte importante de las estrategias económicas orientadas a estabilizar la economía por medio de la reducción del carácter procíclico de las finanzas y sus efectos en la economía real. Ello lo hace incorporando explícitamente el impacto de riesgos macroeconómicos y cambiando variables regulatorias cruciales en una forma contracíclica para desanimar auges de concesión de créditos y prevenir el crujido del crédito.

El acuerdo para implantar regulaciones contracíclicas es bastante amplio entre las autoridades económicas. También hay un creciente consenso en torno a que no resulta suficiente la reducción del carácter procíclico de las regulaciones existentes (como Basel II); asimismo es esencial también diseñar estrictas regulaciones contracíclicas para contrarrestar la

tendencia natural de la banca y de los mercados financieros hacia patrones de auge y caída. Las cuestiones claves son de carácter práctico: ¿cuál sería la mejor manera de implantar las regulaciones contracíclicas?

Inicialmente hubo un debate sobre cuáles serían los mejores instrumentos para lograr la regulación contracíclica, especialmente en lo que respecta a requerimientos de solvencia, pero también para la liquidez. Ahora hay un creciente acuerdo en torno a que deben usarse varios instrumentos en paralelo.

En el caso de la solvencia, esos instrumentos incluirían requerimientos de capital contracíclicos y provisión de préstamos o reservas no distribuibles, como también las proporciones de apalancamiento cíclicas y, tasas de préstamo-valor. Una alternativa para esto último son las reglas para ajustar los valores de los colaterales a las variaciones cíclicas de los precios, especialmente de los bienes reales.

El único problema en usar una gran selección de instrumentos puede ser su complejidad excesiva, lo que parcialmente refleja la complicación de problemas que enfrenta el sistema financiero. Un enfoque alternativo, más directo, sería que los reguladores limiten el crecimiento del crédito bancario. Esto podría ser relevante si los instrumentos de regulación contracíclicos más indirectos, discutidos previamente, no fueran lo suficientemente efectivos.

Las provisiones contracíclicas tienen la virtud de que ya han sido implementadas

exitosamente por las autoridades españolas durante un período de casi diez años. Ellas proveen un excelente precedente para otros países. Son muy valiosas especialmente para bancos en un período de fortalecimiento, aunque aparentemente menos efectivas para frenar expansiones excesivas de crédito. Un problema lo constituyen las tensiones entre la implantación de provisiones contracíclicas y las reglas de contabilidad, inicialmente moderadas en España porque el Banco de España diseña dichas reglas. Sin embargo, el diálogo entre organismos regulatorios internacionales y las asociaciones de contabilidad, desde la crisis global, está ayudando a facilitar el problema abiertamente. También es interesante señalar que, a pesar de que la disponibilidad de buenos datos por un largo período facilitó la implementación de provisiones contracíclicas en España, expertos españoles opinan que países que no tienen tan buenos datos podrían usar simulaciones.

Una decisión importante es optar por reglas o por una forma discrecional para implementar el carácter contracíclico. Parece haber una preferencia global por reglas ya predeterminadas que reducirán el riesgo de captura regulatoria, sea por intereses financieros o por el exceso de entusiasmo que caracteriza los períodos de auge. Las reglas podrían hacerse más estrictas, pero nunca más laxas, durante los períodos de auge. Indicadores apropiados (tal como el crecimiento del crédito y/o precios

de activos) necesitan ser seleccionados para asegurarse de que el colchón de capital contracíclico varíe efectivamente con el ciclo.

Asegurar suficiente capital, provisiones y reservas son la llave para la estabilidad financiera, como también lo es la liquidez, aunque esto último ha sido menos discutido. La regulación prudencial necesita asegurar niveles adecuados de liquidez para los intermediarios financieros. Una buena forma de hacerlo es establecer requerimientos de liquidez basados en el vencimiento residual de las obligaciones de las instituciones financieras.

Como la solvencia y la liquidez son complementarias, podría haber razones para tener requerimientos en forma conjunta, lo que implicaría requerir más capital en una forma contracíclica para instituciones con grandes desajustes de plazos de vencimiento. Sin embargo, dado que el capital nunca será suficiente para lidiar con serios problemas de liquidez, hay una clara razón para que el requerimiento de liquidez esté separado.

Respecto a las reglas de publicación de la contabilidad, éstas deberían satisfacer tanto la necesidad del inversionista como las de la estabilidad financiera. Una aproximación óptima podría fundamentarse en el enfoque de la doble publicación, según el cual las ganancias y pérdidas actuales se reportan, así como las que resultan, después de deducir las provisiones con perspectiva a futuro o reservas del ciclo económico no distribuibles que queden fuera

de las ganancias en buenos años, para posibles pérdidas en el futuro.

Hay algunas contradicciones importantes entre fuertes regulaciones contracíclicas y el acceso al crédito. Tales regulaciones resultarán en márgenes más elevados en la intermediación doméstica financiera. Podrían resultar en suministros de financiamiento por debajo del óptimo, especialmente en el crédito a largo plazo para pequeñas y medianas empresas (PYMES). Por lo tanto, podrían ser necesarios adicionales instrumentos para proveer suficiente crédito, particularmente para las PYMES. Mayores márgenes también podrían implicar que corporaciones con acceso directo a mercados de capital internacional pidiesen prestado del exterior, incrementando así la probabilidad de desajuste de monedas en las carteras de esos agentes. Por lo tanto, existe la necesidad de coordinación internacional de políticas regulatorias, como también de políticas específicas para lidiar con desajustes de moneda en carteras financieras.

Con la finalidad de evitar un arbitraje regulatorio es importante tener en cuenta la totalidad de la regulación contracíclica, tanto nacional como internacionalmente. Al respecto, la mejor aproximación parece la equivalente total regulación contracíclica para todas las instituciones, instrumentos y mercados. Esto incluiría también todas las instituciones no bancarias, tales como los fondos de inversión (los llamados “sistemas bancarios sombra”),

así como todos los instrumentos dentro de los bancos mediante la consolidación de todas las actividades dentro de la hoja de balance; ello debería incluir también el margen contracíclico y los requerimientos de colateral, sobre todos los títulos e instrumentos derivados.

La regulación contracíclica necesita ser implementada nacionalmente y, como los ciclos varían según el país, debería aplicarse en cada país receptor. Sin embargo, el criterio necesita ser definido a nivel nacional o regional (p. ej. dentro de la Unión Europea) aunque sea coordinado internacionalmente, debido a que los mercados son susceptibles de contagio. Así, una crisis en un país importante (especialmente si es un importante acreedor, deudor o socio de comercio) puede dañar seriamente la estabilidad financiera o la economía de otros países, a pesar de que ellos no hubiesen acumulado riesgo sistémico. Por lo tanto, en una economía globalizada, todos los países tienen una legítima preocupación por evitar el exceso procíclico en otros países.

Los argumentos en pro de una coordinación internacional que defina un amplio criterio para establecer regulaciones contracíclicas son, por tanto, fuertes. Esto parece requerir un considerable fortalecimiento de acuerdos regulatorios entre instituciones regionales y globales.

Un punto final se relaciona con el tiempo apropiado para introducir regulaciones de carácter contracíclico y más fuertes. Es impor-

tante acordar tales regulaciones en el despertar de una crisis, cuando el apetito político de reformas regulatorias es elevado. Esto también ayudará a restaurar la confianza en el sistema financiero. Sin embargo, tales reglas deberían empezar a operar gradualmente y sólo después de que la economía se recupere y las instituciones financieras se hayan vuelto más fuertes. Esto prevendrá el indeseable efecto de regulaciones más estrictas que empeoran o prolongan el efecto de una restricción de crédito en las consecuencias inmediatas de la crisis.

## Referencias bibliográficas

- Banco de España (2005): *Financial Stability Report*. Madrid, mayo.
- Bank for International Settlements (BIS) (2009): *Annual Report*, Basel.
- Borio, Claudio, Craig Furfine y Philip Lowe (2001): "Pro-cyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options", en *Marrying the Macro –and Micro– Prudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Paper n° 1, marzo, Bank for International Settlements, Basel, pp. 1-57.
- Borio, Claudio y Mathias Drehmann (2009): "Assessing the Risk of Banking Crises-Revisited", *BIS Quarterly Review*, marzo, pp. 29-46.
- Brunnermeier, Markus; Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud y Hyun Shin (2009): *Fundamental Principles to Financial Regulation [Geneva Report]*, Centre for Economic Policy Research, Londres.
- Buiter, Willem (2009): "Forget Tobin Tax: There Is a Better Way to Curb Finance", *Financial Times*, 1 de septiembre, p. 20.
- CEPAL (2000): "A More Stable Macroeconomy", en *Equity, Development and Citizenship*, capítulo 8, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago.
- D'Arista, Jane y Stephany Griffith-Jones (2009a): "Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform", en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph Stiglitz (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Oxford University Press, Nueva York.
- D'Arista, Jane y Stephany Griffith-Jones (2009b): "Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform", en K. S. Jomo (ed.), *Reforming the International Financial System for Development: Lessons from the Current and Recent Crises in Developing Countries*, Washington, D.C. G-24.
- Fernández de Lis, Santiago; Jorge Martínez Pagés y Jesús Saurina (2000): "Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain", *Working Paper* 0018, Banco de España. Reproduced in *Marrying the Macro –and Micro– Prudential Dimensions of Financial Stability*, *BIS Papers*, n° 1, marzo 2001.
- Financial Stability Forum Report (2009): *Addressing Procyclicality in the Financial System*, abril.
- G-20 (2009a): *Working Group 1– Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency*, UK Treasury, Londres.
- G-20 (2009b): Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, *Declaration on Further Steps to Strengthen the Financial System*, Londres.
- Goodhart, Charles (2002): "Basel and Procyclicality", en Andrew Hilton (ed.), *Bumps on the Road to Basel*, Centre for the Study of Financial Innovation [CSFI], Londres.
- Goodhart, Charles y Avinash Persaud (2008): "A Party Pooper's Guide to Financial Stability", *Financial Times*, 4 de junio.
- Gordy, Michael B. (2009): "First, Do no Harm—A Hippocratic Approach to Procyclicality in Basel II", paper presentado a la *Conference Procyclicality in the Financial System*, organizada conjuntamente por el Netherlands Bank y el Bretton Woods Committee, febrero.
- Griffith-Jones, Stephany (1998): *Global Capital Flows: Should They be Regulated?* Macmillan y St. Martin's Press, Basingstoke, Reino Unido, y Nueva York.
- Griffith-Jones, Stephany y José Antonio Ocampo (2003): *What Progress on International Financial Reform? Why So Limited?* Almqvist & Wiksell International, Expert Group on Development Issues (EGDI), Estocolmo.
- Griffith-Jones, Stephany, Stephen Spratt y Miguel Segoviano (2002): *The Onward March of Basel II: Can the Interests of Developing Countries be Protected?*, Paper presented at the Enhancing Private Capital Flows to

- Developing Countries Conference organized by the Commonwealth Secretariat and the World Bank, Londres.
- Jiménez, Gabriel y Jesús Saurina (2006): "Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation", *International Journal of Central Banking*, nº 2 (2), pp. 65-98.
- Keynes, John Maynard (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, Londres.
- Larosière, Jacques y otros (2009): *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, [Larosière Report]*, Bruselas.
- Minsky, Hyman P. (1982): *Can It Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe, Armonk, Nueva York.
- Naciones Unidas, Executive Committee on Economic and Social Affairs (1999): *Towards a New International Financial Architecture*, CEPAL, Santiago.
- Ocampo, José Antonio (2003): "Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulation in Developing Countries", en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Palgrave Macmillan, Londres, pp. 217-244.
- Ocampo, José Antonio (2008): "A Broad View of Macroeconomic Stability", en Narcís Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, Oxford University Press, Nueva York.
- Ocampo, José Antonio y María Luisa Chiappe (2003): *Capital Account Regulations in Developing Countries*, Almqvist & Wiksell International, for Expert Group on Development Issues (EGDI), Estocolmo.
- Palley, Thomas I. (2004): "Asset-based Reserve Requirements: Reasserting Domestic Monetary Control in an Era of Financial Innovation and Instability", *Review of Political Economy*, vol. 16, nº 1, enero.
- Persaud, Avinash (2003): "Market Liquidity and Risk Management," en A. Persaud (ed.), *Liquidity Black Holes: Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk*, Risk Books, Londres.
- Saurina, Jesús (2009): *Dynamic Provisioning. The Experience of Spain*, The World Bank Group, Financial and Private Sector Development Vice-presidency, nº 7.
- Stiglitz, Joseph (2001): "Principles of Financial Regulation: A Dynamic Approach", *The World Bank Observer*, nº 16(1), pp. 1-18.
- Stiglitz, Joseph (2008): "Testimony on the Future of Financial Services Regulation", House Financial Services Committee, 21 de octubre, Washington, D.C.
- Stiglitz, Joseph (2009): *Report of the Commission of Experts of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System [UN Stiglitz Commission]*. Nueva York, septiembre.
- Turner, Philip (1999): "Can Bank Regulations Be Used to Prevent Systematic Financial Failure during Periods of Macroeconomic Stress?", Paper presentado en el *High Level Dialogue on Banking Regulation*, Asian Development Bank Institute, Tokio.
- Turner, Philip (2000): "Procyclicality of Regulatory Ratios", *CEPA Working Paper* nº 13, enero, [www.newschool.edu/cepa/workingpapers/index.htm](http://www.newschool.edu/cepa/workingpapers/index.htm).
- Turner Review (2009): *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, marzo, Financial Services Authority.
- U.K. Treasury Committee (2009): *Banking Crisis: Regulation and Supervision*, julio, House of Commons, Treasury Committee, Fourteenth Report of Session 2008-09, Londres.
- U. S. Treasury Department (2009a): *Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation [The White Paper]*, junio, U. S. Treasury Department, Washington, DC.

U. S. Treasury Department (2009b): *Principles for Reforming the U. S. and International Regulatory Capital Framework for Banking Firms*, 3 de septiembre de 2009, U. S. Treasury Department, Washington, DC.

Warwick Commission Report (2009): *International Financial Reform*, noviembre. [www2.warwick.ac.uk/research/warwickcommission/](http://www2.warwick.ac.uk/research/warwickcommission/).

White, William R. (2009): *Should Monetary Policy "Lean or Clean"?*, Globalization and Monetary Policy Institute, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper, n° 34.

## Notas

- <sup>1</sup> Para una excelente presentación del sistema español, véase Saurina (2009), a quien seguimos en esta sección.
- <sup>2</sup> Este argumento es parecido a aquel utilizado por los economistas que favorecen controles sobre flujos de capital excesivos hacia países en desarrollo en tiempos de boom. Aun reconociendo que hay ciertos costos micro-económicos ellos sostienen que el beneficio de menor riesgo de crisis futuras tiene más peso que dichos costos.

