

## Tendencias en la regulación macroprudencial a raíz de la crisis financiera internacional

### Resumen:

El artículo discute el contenido, objetivos y tendencias de la regulación macroprudencial. Para ello considera, primero, la relación que ésta tiene con la estabilidad financiera y el margen de actuación de la política monetaria para reaccionar ante las burbujas en el precio de los activos. El núcleo del artículo se ocupa luego de las vías a través de las cuales la regulación prudencial puede incidir sobre los riesgos sistémicos, y se repasan las principales iniciativas a raíz de la crisis financiera internacional. El trabajo termina con la alusión a los problemas específicos de los países emergentes.

### *Palabras clave:*

regulación macroprudencial, crisis económica y financiera, política monetaria, regulación financiera, países emergentes

### Abstract:

The article debates the contents, goals and trends in macro prudential regulation. It deals first with the links between macro prudential regulation and financial stability, as well as the room for manoeuvre of monetary policies to react to bubbles in asset prices. The article deals next with the channels through which prudential regulations influence systemic risks and reviews the main initiatives as a result of the international financial crisis. The last part of the study touches on specific problems of emerging countries.

### *Key words:*

macro prudential regulation, international financial crisis, monetary policy, financial regulation, emerging countries



## Tendencias en la regulación macroprudencial a raíz de la crisis financiera internacional

### I. Regulación macroprudencial y estabilidad financiera

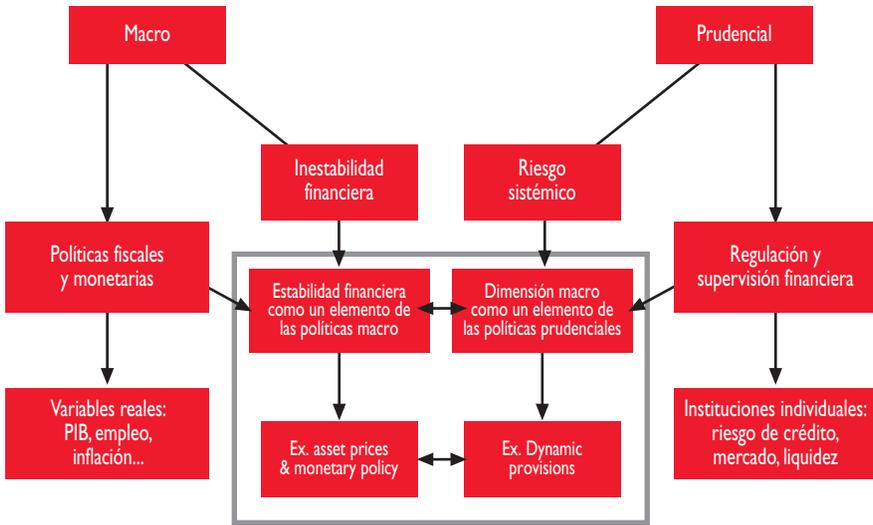
A raíz de la crisis financiera internacional iniciada en el verano de 2007 se ha generalizado el uso del término “macroprudencial”, aplicado bien a los análisis, bien a las políticas. El origen del término cabe situarlo en los debates entre banqueros centrales y reguladores dentro del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS, por sus siglas en inglés), donde el término se venía usando desde los años setenta y se recoge en ciertas publicaciones desde los ochenta. El término macroprudencial denota “una orientación sistémica (es decir, que afecta a todo el sistema) de los marcos de regulación y supervisión y su relación con la macroeconomía” (Borio, 2009).

En ocasiones se utiliza el término macroprudencial en un sentido próximo al de estabi-

lidad financiera. Sin embargo, mientras que el término macroprudencial denota una dimensión sistémica de las políticas prudenciales, el término estabilidad financiera indica una preocupación de las políticas macroeconómicas paralela, en cierto modo, a su tradicional enfoque hacia la estabilidad monetaria. El gráfico 1 intenta reflejar cómo, mientras la estabilidad financiera es un aspecto de las políticas macroeconómicas (uno de cuyos objetivos es, explícita o implícitamente, evitar la inestabilidad financiera), el análisis o las políticas macroprudenciales constituyen un aspecto de las políticas prudenciales, cuando éstas persiguen objetivos agregados (sistémicos), en contraposición con sus objetivos tradicionales, centrados en la solvencia de entidades individuales. Así, la preocupación por la estabilidad financiera llevaría a las políticas monetarias a prestar atención, por ejemplo, al precio de los activos

Gráfico 1

Estabilidad financiera y políticas macroprudenciales



Fuente: Elaboración propia.

(un asunto sobre el que existe en estos momentos un interesante debate, que se aborda en la sección II), en tanto que la preocupación macroprudencial llevaría a los reguladores del sector financiero a intentar implementar herramientas que atenúen la prociclicidad del sistema, como las provisiones dinámicas (que se abordan en la sección III). El cuadro 1 compara las perspectivas macro y microprudenciales.

El enfoque macroprudencial exige adoptar una perspectiva de los efectos sistémicos de las regulaciones microprudenciales, más allá de su impacto inmediato sobre la solven-

cia individual de las entidades. Hay regulaciones, como por ejemplo los requisitos de capital (Basilea II), que si bien fueron inicialmente concebidas para asegurar que la dotación de capital de cada entidad financiera sea adecuada para hacer frente a sus riesgos, tienen una dimensión diferente desde una perspectiva agregada. Por ejemplo, en los buenos tiempos la percepción del riesgo es baja, la valoración de los activos elevada, la morosidad se sitúa en niveles mínimos (y lo mismo sucede con las provisiones) y los requisitos de capital, por tanto, se relajan, lo que

Cuadro 1

Comparación de las perspectivas macro y microprudencial

	<b>Macroprudencial</b>	<b>Microprudencial</b>
<b>Objetivo inmediato</b>	Limitar la insolvencia financiera sistémica	Limitar la insolvencia financiera individual
<b>Objetivo último</b>	Evitar costes (PIB)	Protección del consumidor (inversor y depositante)
<b>Características del riesgo</b>	Se considera dependiente del comportamiento colectivo (endógeno)	Se considera independiente del comportamiento individual de cada agente (exógeno)
<b>Correlaciones y exposiciones comunes de todas las instituciones</b>	Importantes	Irrelevantes
<b>Calibración de los controles prudenciales</b>	En términos de riesgo sistémico; de arriba abajo	En términos de riesgos institucionales; de abajo arriba

Fuente: Borio (2009).

realimenta el dinamismo del crédito; por el contrario, en la fase baja del ciclo se eleva la aversión al riesgo, se reduce la valoración de los activos a medida que cae su precio de mercado, aumentan la morosidad y las provisiones, y con ellas los requisitos de capital, lo que agudiza la contracción del crédito. Este mecanismo de “acelerador financiero”, descrito inicialmente por Minsky (1982), acentúa los ciclos económicos y tiene elevados costes sociales, como se ha puesto dramáticamente de manifiesto en la actual crisis financiera. Si bien, desde una perspectiva microprudencial, los requisitos de capital de cada institución individual pueden ser adecuados a sus riesgos a lo largo del ciclo, resulta claro que, cuando se adopta un enfoque macroprudencial, es

necesario endurecer la regulación en la fase alcista y suavizarla en la fase bajista, de manera anticíclica, como ha reconocido por ejemplo el Comité de Basilea en sus recientes informes (Basel Committee on Banking Supervision, 2009).

El marco conceptual del análisis macroprudencial carece aún de la formalización de otras ramas de la teoría económica, aunque recientemente se ha realizado contribuciones destacadas en ese sentido (véase, por ejemplo, Dale y Malone, 2008). Algo más formalizado se encuentra el análisis de estabilidad financiera (véase, por ejemplo, Schinasi, 2006).

En este artículo se aborda el análisis de las tendencias en la regulación macroprudencial a raíz de la crisis. En la sección II se

plantea el estado del debate sobre el papel de la política monetaria en relación con las burbujas en el precio de los activos; en la sección III se apuntan las tendencias actuales en el ámbito de la regulación financiera; en la sección IV se presentan algunas reflexiones sobre los problemas particulares de los países emergentes, y la sección final recoge algunas conclusiones.

## II. La política monetaria: el debate sobre las burbujas y cómo desinflarlas

Antes de que estallara la crisis financiera parecía existir un consenso amplio sobre los objetivos de la política monetaria, más allá de diferencias formales en su formulación entre los principales bancos centrales: alcanzar y mantener la estabilidad de precios a largo plazo, mediante objetivos de inflación formulados de una u otra manera. De acuerdo con este consenso, la política monetaria no debe reaccionar a los precios de los activos financieros –ni a los objetivos de estabilidad financiera– más allá del impacto de estos últimos sobre la tasa de inflación.

El debate académico sobre en qué medida la política monetaria debe reaccionar al precio de los activos ha sido muy rico en la última década. Entre los argumentos a favor cabe citar los siguientes:

- El banco central tiene la responsabilidad de preservar la estabilidad financiera, en riesgo como resultado de las burbujas. Por ejemplo, el artículo 3.3 del estatuto del Banco Central Europeo establece que “el Sistema Europeo de Bancos Centrales contribuirá a una buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero”. El rango de este objetivo se encuentra, en todo caso, claramente supeditado al de conseguir la estabilidad de precios.

- Los procesos de inflación del precio de los activos generan desajustes en la asignación de los recursos y amenazan la estabilidad macroeconómica.

- Si el banco central tiene que intervenir cuando se desinflan las burbujas para evitar un colapso del sistema financiero, debería también intervenir en la fase de auge para evitar que se genere la burbuja.

Las hipótesis implícitas en la defensa de este papel estabilizador son que las burbujas se pueden detectar suficientemente pronto y que el banco central puede actuar para desinflarlas (véase Cecchetti *et al.*, 2000). Los principales argumentos en contra son los siguientes:

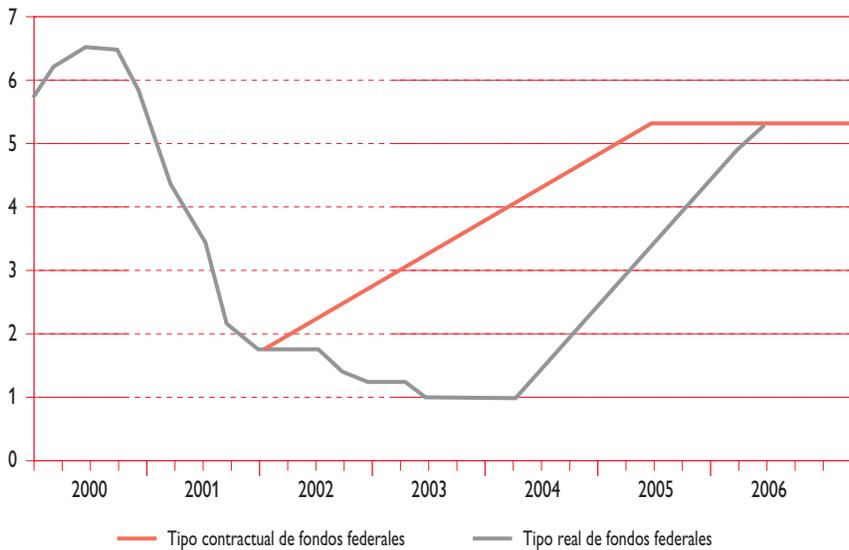
- Las burbujas sólo resultan obvias cuando han alcanzado una cierta magnitud, y los intentos de identificarlas antes probablemente producirán un buen número de “falsos positivos”.
- La política monetaria es más eficaz si se centra en un solo objetivo: la estabilidad de precios.
- El banco central no dispone de instrumentos adecuados para atajar una burbuja, incluso suponiendo que sea capaz de

identificarla. La restricción monetaria necesaria para desinflarla sería tan intensa que tendría un efecto devastador sobre la economía en su conjunto (véase Blinder, 2006).

Esta última línea de razonamiento es la defendida por Greenspan (2008), según la estrategia de “limpiar después”, una vez que la burbuja haya estallado. Sin embargo, a raíz de la crisis *subprime* ha cambiado el centro del debate y del consenso. La experiencia reciente muestra que las burbujas pueden ser

Gráfico 2

Tipos de interés de la Reserva Federal



Fuente: Taylor (2008).

enormemente perturbadoras, sobre todo si la política monetaria reacciona frente a ellas de una manera asimétrica: bajando los tipos de interés de manera agresiva cuando estalla la burbuja, pero no subiéndolos en el período previo, cuando los precios de los activos se inflan artificialmente (véase Fernández de Lis y Ontiveros, 2009). Eso fue lo que ocurrió en 1998, tras la crisis de LTCM; en 2001, tras el estallido de la burbuja tecnológica, y en 2007, tras la crisis *subprime*. Esa asimetría es la fuente de la siguiente burbuja, lo que introduce elementos de inestabilidad en la economía mundial, contrariamente al supuesto papel estabilizador de las políticas económicas. El gráfico 2, tomado de Taylor (2008), muestra cómo la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo, lo que contribuyó a la inflación del precio de la vivienda que, en parte, generó la actual crisis financiera.

Una de las principales áreas de debate, de cara a los próximos años, en el terreno de la política monetaria, será cómo incorporar los precios de los activos (financieros y reales) a la función de reacción del banco central. De acuerdo con estudios recientes del BCE, una combinación de agregados monetarios, tipos de interés nominales a largo plazo, el ratio de inversión sobre PIB y el precio de la vivienda (o un indicador de cotizaciones bursátiles) proporciona un indicador idóneo para predecir un colapso del precio de los activos (Gerdesmeier

*et al.*, 2009). Desde el punto de vista del BCE, el uso de agregados monetarios como indicador adelantado de burbujas en el precio de los activos proporciona un apoyo a la estrategia de dos pilares, vigente desde el inicio de la unión monetaria, y criticada en el pasado por la falta de relevancia del pilar monetario. Para una reciente contribución al debate sobre el papel del precio de los activos en la política monetaria véase Assenmacher y Gerlach (2008).

### III. Regulación financiera

El debate sobre el uso de instrumentos microprudenciales con objetivos sistémicos (o de estabilidad financiera) es mucho más prometedor, sin embargo, que el debate, abordado en el punto anterior, sobre el uso de indicadores de estabilidad financiera en la política monetaria. En el caso de la política monetaria, la complicación de la función de reacción del banco central con objetivos de estabilidad financiera implica una pérdida de transparencia notable, por el uso de un instrumento (los tipos de interés) para dos objetivos (la estabilidad monetaria y financiera), no necesariamente compatibles en todas las circunstancias. Por el contrario, el uso de los instrumentos microprudenciales para alcanzar objetivos macroprudenciales es más natural; requiere añadir una dimensión sistémica, pero es coherente con la tradición de las políticas de regu-

lación financiera y con el papel del Estado es las redes de seguridad del sistema financiero.

Los debates recientes plantean una serie de líneas de reforma para reforzar la dimensión sistémica de la regulación prudencial, que se abordan brevemente a continuación.

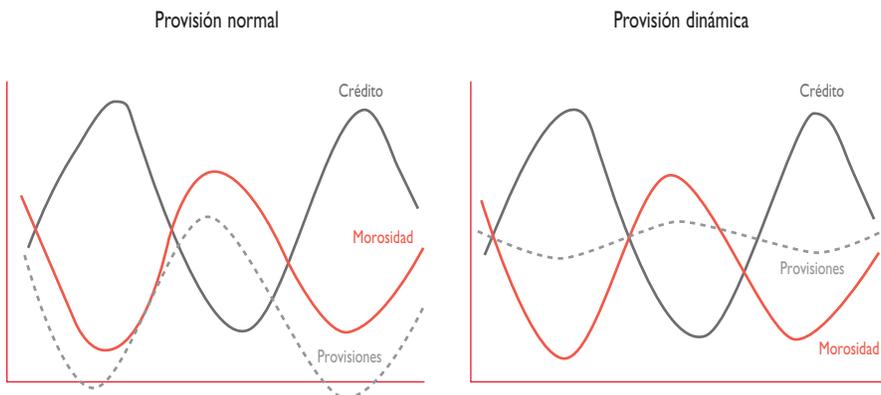
**Las provisiones dinámicas: el modelo español**

Las provisiones tradicionales dependen de la morosidad contemporánea: en los buenos tiempos, cuando el crédito crece, la morosidad es baja y las provisiones también, lo que realimenta el crecimiento del crédito y la burbuja en el precio de los activos; en los tiempos malos ocurre lo contrario. Este efecto procíclico fue lo que llevó al Banco de España a implantar las llamadas provisiones “dinámicas” (o estadísticas o anticíclicas) en 2000 (véase Fernández de Lis, Martínez y Saurina, 2001).

Como puede observarse en el gráfico 3, las provisiones dinámicas suavizan este esfuerzo a lo largo del ciclo, con el consiguiente efecto estabilizador. Se trata, en este sentido, de una política típicamente macroprudencial, porque utiliza una herramienta microprudencial para conseguir objetivos sistémicos.

Ahora bien, si la lógica de las provisiones dinámicas es tan clara, ¿cómo es posible que sólo se hayan adoptado en España –y, muy recientemente y con un esquema bastante diferente, en algunos países latinoamericanos, como Perú y Colombia–? La explicación hay que buscarla en la regulación contable internacional, que ha mantenido hasta hace poco una posición muy contraria a cualquier práctica que pudiera entrañar suavización de beneficios. España ha sido una excepción, porque coinciden en una misma autoridad (el Banco de España) la supervisión del sistema financiero y

Gráfico 3



la autoridad contable para el sistema bancario, situación bastante singular. De hecho, entre la implantación de las provisiones dinámicas en España en 2000 y el estallido de la crisis financiera en 2007 fueron frecuentes las discusiones entre el Banco de España y los organismos contables internacionales, que obligaron incluso a una reforma del sistema español en 2004, en un sentido menos anticíclico, para hacer frente a algunas de estas críticas.

A raíz de la crisis, sin embargo, el consenso se movió rápidamente en sentido contrario. El modelo español fue visto con gran interés, y los organismos encargados de los estándares contables internacionales recibieron numerosas críticas por haber exacerbado la burbuja (y su estallido) con una aplicación excesivamente mecanicista de la valoración a precio de mercado. La agenda de reformas de la regulación financiera internacional anunciada por el G-20 y por el Financial Stability Board (FSB) incluye el establecimiento de mecanismos de contabilización basados en la pérdida esperada (y no exclusivamente en la pérdida registrada), coherentes con las provisiones dinámicas (véanse FSB, 2009 y Basel Committee, 2009).

La experiencia española plantea algunas cuestiones interesantes de cara a una implantación más amplia de este mecanismo:

- Reglas frente a discrecionalidad: lo ideal es establecer un mecanismo que suavice el

esfuerzo de provisiones a lo largo del ciclo y basado en reglas, en analogía con los “estabilizadores automáticos” en el caso de la política fiscal. Sin embargo, ello requiere una gran capacidad, por parte de las autoridades, de calibrar el ciclo económico *ex ante*, algo que en la práctica es muy difícil, especialmente en economías emergentes, donde la disponibilidad de series estadísticas largas y fiables es muy limitada. La experiencia de España y de otros países enseña que es inevitable que los reguladores y supervisores retengan cierta discrecionalidad (véase Fernández de Lis y García Herrero, 2010).

- Cómo evitar el reparto de beneficios en la fase baja del ciclo. Un aspecto potencialmente controvertido de las provisiones dinámicas es que, al igual que evitan la distribución de dividendos en la fase alta, permiten su distribución en la fase baja del ciclo. Sin embargo, si la crisis es suficientemente profunda, el supervisor será normalmente bastante reticente a una minoración de la base de capital. La utilización del capital con fines anticíclicos no tropieza con estos problemas, especialmente si se complementa con mecanismos de “conservación del capital” (véase la siguiente sección). Para una propuesta dirigida a superar estos problemas véase Restoy y Roldán (2009).

### Capital anticíclico

Una de las conclusiones de la crisis es que el nivel de capital de las entidades –de acuerdo con los estándares de Basilea I ó II, según los países– era excesivamente reducido, lo que aumentó la asunción de riesgos y la vulnerabilidad del sistema. Una de las principales líneas de reforma actuales, por tanto, consiste en aumentar significativamente la base de capital, en cantidad y en calidad (es decir, reduciendo la dependencia de productos híbridos). En la primera mitad de 2010 el Comité de Basilea ha anunciado que trabajará en la calibración de los nuevos requisitos de capital.

Parte de los problemas de insuficiencia de capital son estructurales y parte cíclicos. En relación con estos últimos, la adecuación de los nuevos estándares de capital a unos niveles más elevados debe realizarse teniendo en cuenta el requisito anticíclico: de ahí la conveniencia de un período de adaptación a niveles más exigentes, ya que, en caso contrario, se agudizaría la contracción del crédito que actualmente padecen numerosos sistemas financieros.

Se pretende que este carácter anticíclico se convierta en una característica permanente del sistema, para lo cual el Comité de Basilea está trabajando en torno a dos ideas: una basada en la probabilidad de default (PD) media más elevada para cada categoría de riesgo, como aproximación a una PD en la fase baja del ciclo, y otra basada en la media de las PD históricas

para cada categoría de riesgo (Basel Committee, 2009). Para una discusión más académica de los debates sobre cómo suavizar los requisitos de capital véase Repullo *et al.* (2009).

Otra idea sobre la que se está trabajando es la llamada “conservación del capital”: cómo evitar su dilución en un momento de tensión o de crisis. Los diversos foros internacionales están estudiando mecanismos que permitan limitar la distribución de dividendos, las compensaciones a los empleados (bonus) o las operaciones *share buy-back* en situaciones de crisis, que habrá que definir. En la medida en que el sistema bancario, en estas situaciones de crisis, depende en gran medida de la garantía implícita del gobierno, estos mecanismos permiten limitar el riesgo para los contribuyentes.

Una idea complementaria que parece contar con un apoyo amplio es el establecimiento de una ratio de apalancamiento, complementaria a los requisitos de capital. Frente a las críticas sobre la redundancia de ambas regulaciones, los responsables de los organismos internacionales han respondido que “se necesita un cinturón y unos tirantes” (Caruana, 2010). En cierto modo se trataría de combinar elementos de Basilea I y de Basilea II, a la vista de la escasa capacidad de los supervisores de algunos países de imponer requisitos de capital razonables a los activos ponderados por el riesgo. La intención anunciada es, en todo caso, incorporar esta ratio al primer pilar de Basilea II en el futuro.

Otras ideas que se han avanzado son: i) el establecimiento de instrumentos de capital contingente, mediante títulos que representan una deuda en momentos normales, que se transforma en capital en momentos de crisis (los llamados Co-Cos, contingent convertible notes, emitidos recientemente por Lloyds en el Reino Unido) y ii) fijar un recargo a los requisitos de capital en caso de que el crédito crezca por encima de un cierto umbral, herramienta también típicamente macroprudencial.

### El riesgo sistémico y las entidades “demasiado grandes para caer”

Los mercados financieros habían descontado tradicionalmente un cierto apoyo público a las entidades de mayor tamaño, cuya caída –se pensaba– podía arrastrar a otras. Si el coste de dejar caer a una entidad supera el coste de rescatarla es lógico que los mercados descuenten esa garantía implícita del gobierno. Las autoridades, por su parte, habían evitado comprometerse *ex ante* con una política de rescate determinada, en la creencia de que eso aumentaría el llamado riesgo moral. Es la política que se etiquetó en su día como de “ambigüedad constructiva”, aunque a la vista de la crisis actual es dudoso que el adjetivo sea adecuado *ex post*.

En efecto, esta crisis ha extendido las redes de seguridad del sistema financiero mucho más allá de lo imaginable. Se ha rescatado a bancos de inversión, compañías de seguros,

titulizadoras en el mercado secundario de productos hipotecarios, y se ha extendido el seguro de depósitos hasta llegar a la garantía total en algunos países.

Es cierto que se ha ayudado con fondos públicos a entidades grandes, medianas y pequeñas. Pero las entidades grandes plantean problemas especialmente complejos. En la medida en que existe una percepción –correcta o no– de una garantía del gobierno para las entidades a partir de cierto tamaño, las autoridades deben evitar introducir incentivos para las ganancias de tamaño espurias, no relacionadas con la búsqueda de eficiencia o economías de escala, sino con la mera obtención de un seguro implícito del gobierno. Algunas de las ideas con las que están trabajando los foros y comités internacionales son las siguientes (véase Caruana, 2010):

- Un aumento de los requisitos de capital para las posiciones que supongan una exposición a las entidades financieras (en comparación con las no financieras), sobre todo aquellas de mayor tamaño.
- Un recargo en los requisitos de capital para las entidades sistémicas.
- Los llamados “testamentos en vida”, mediante los cuales las entidades grandes establecen *ex ante* planes de contingencia para su resolución (o desmembramiento),

especialmente en el caso de los bancos internacionales, cuyo entramado de relaciones es más complejo y con mayor potencial de contagio.

- Limitar la estructura de las entidades financieras y su gama de actividades (como por ejemplo ha hecho la Comisión Europea en el caso del banco holandés ING, en el contexto de la autorización de ayudas públicas en el mercado único de servicios financieros).
- Mejorar la infraestructura de los mercados financieros para limitar el riesgo de contagio. Se ha propuesto incentivar la negociación de derivados en mercados organizados, donde la existencia de una contrapartida central limita los riesgos, en detrimento de los derivados OTC.
- Establecer impuestos sobre las entidades demasiado grandes o demasiado interconectadas. Parte de las propuestas contenidas en la llamada “regla de Volcker” en Estados Unidos van en esta dirección (véase el siguiente epígrafe), aunque en este caso los impuestos tendrían un carácter en principio transitorio, en la medida en que están ligados a la devolución de las ayudas públicas recibidas.
- Finalmente, supervisar las entidades sistémicas de manera más minuciosa debe-

ría ser práctica habitual de todos los reguladores.

Estas propuestas (sobre todo las más preceptivas) han encontrado la oposición, lógicamente, de los grandes bancos internacionales, que argumentan que el problema no es el tamaño, sino la complejidad y el entramado de conexiones de cada institución, que es lo que determina su potencial de contagio.

#### Cómo evitar el arbitraje regulatorio

Se conoce como arbitraje regulatorio al mecanismo por el cual, en mercados sumamente integrados, los flujos financieros tienden a canalizarse hacia aquellas parcelas sometidas a una regulación más laxa. La crisis *subprime* en Estados Unidos fue, en parte, resultado de un proceso de esta naturaleza. En efecto, en el modelo bancario llamado de “originar para distribuir”, predominante en Estados Unidos, las entidades financieras que originaban los créditos *subprime* los transferían a vehículos fuera de balance, sometidos a una regulación menos estricta y a menores requisitos de capital. En este proceso, los bancos “ahorraban capital” y aumentaban el apalancamiento del sistema.

En general, estas entidades fuera de balance (el llamado “sistema bancario en la sombra”) no estaban formalmente respaldadas por la entidad bancaria que las originó. Sin embargo, al estallar la crisis se puso de

manifiesto que el riesgo reputacional asumido por los originadores era tal que éstos se vieron obligados a asumir los vehículos fuera de balance, con las consiguientes pérdidas y presiones hacia la contracción del crédito y el desapalancamiento. Como es bien sabido, en la mayoría de los países desarrollados el Estado (y en última instancia los contribuyentes) tuvo que respaldar a las entidades en crisis, lo que ha disparado los déficits y la deuda pública y, en algunos casos, ha suscitado incluso dudas sobre la solvencia soberana.

Los problemas generados tienen que ver, en parte, con una asunción de riesgos excesiva en las entidades captadoras de depósitos y, en parte, con un tratamiento regulatorio diferenciado que ha desplazado los riesgos hacia las parcelas más opacas del sistema. Según se ponga el énfasis en uno u otro aspecto las conclusiones sobre las reformas a adoptar pueden ser muy diferentes.

En efecto, si se piensa que el problema principal reside en el uso de instituciones captadoras de depósitos para actividades demasiado arriesgadas, lo lógico es restringir la actividad de estas últimas, así como el alcance de las redes de seguridad del sistema. Es lo que se conoce en Estados Unidos como legislación Glass-Steagall, vigente entre los años treinta y finales de los noventa, y a cuya eliminación algunos achacan una buena responsabilidad en la crisis actual. De ahí la propuesta de restablecer esta distinción entre banca

comercial y banca de inversión (la llamada regla de Volcker, por el antiguo presidente de la Reserva Federal). La propuesta –en vías de ser adoptada como legislación en Estados Unidos– contempla la prohibición, para las entidades que capten depósitos, de realizar actividades con Hedge Funds, Private Equity o por cuenta propia.

Por otro lado, los casos de Bear Stearns y Lehman pusieron de manifiesto precisamente que, si una entidad –sea banco comercial o de inversión– adquiere una importancia sistémica, existirá una presunción de que será rescatada con dinero público, puesto que el coste de dejarla caer superará al coste del rescate. ¿Qué credibilidad puede tener, en estas circunstancias, un compromiso de limitar las redes de seguridad del sistema financiero a las entidades que operen con determinado tipo de licencia, como por ejemplo aquella que autoriza la captación de depósitos?

Se trata de elegir entre: i) establecer barreras estrictas entre la actividad de captación de depósitos y la inversión más especulativa, limitando las redes de seguridad con dinero público a la primera o ii) evitar barreras regulatorias estrictas y difíciles de hacer cumplir, pero asegurarse de que los riesgos asumidos están adecuadamente cubiertos. El primer enfoque parece ser el preferido por los reguladores en Estados Unidos (y seguramente en otros países anglosajones), mientras que el segundo parece recabar más

apoyos en Europa continental. Quizá esta diversidad de preferencias revela, en el primer caso, desconfianza en la propia capacidad de regular y supervisar adecuadamente los riesgos y, en el segundo, desconfianza en la propia capacidad de imponer barreras en la actividad de instituciones financieras con tradición de banca universal.

Es evidente, en todo caso, que la ampliación de las redes de seguridad del sistema financiero que se ha producido en esta crisis no es sostenible, porque crea un riesgo moral que erosiona la disciplina de mercado y porque las arcas públicas no pueden respaldar indiscriminadamente los activos financieros del sistema sin comprometer seriamente la sostenibilidad fiscal. Pero, por otro lado, cualquier limitación de estas redes de seguridad debe hacerse de forma realista y creíble. El mero restablecimiento de límites regulatorios, cuyo cumplimiento resulta imposible de supervisar por las autoridades, puede exacerbar, nuevamente, los incentivos para que los flujos financieros discurren por los canales más opacos y donde el riesgo es mayor.

La dimensión internacional es sumamente relevante. Las regulaciones nacionales, en mercados financieros que funcionan como vasos comunicantes, pierden efectividad si no están mínimamente coordinadas. Cabe preguntarse si es posible mantener modelos diferentes en los principales países desarrollados, cuestión que se aborda en el siguiente epígrafe.

### **La coordinación internacional**

La rápida propagación de la crisis da una idea del grado de interconexión de los mercados financieros internacionales. La coordinación entre las autoridades es necesaria para evitar el propio arbitraje regulatorio y para asegurar un marco de competencia leal entre entidades. El grado de coordinación alcanzado en la respuesta inicial ante la crisis, en una situación de emergencia, puede calificarse de satisfactorio. En los momentos más dramáticos de la crisis, las sucesivas cumbres del G-20, en particular, transmitieron una respuesta coordinada muy necesaria para atajar el deterioro de los mercados financieros internacionales.

Pero, a medida que ha ido pasando el tiempo, se está introduciendo una heterogeneidad de respuestas que, aunque comprensible, tiene ciertos riesgos. Es comprensible porque: i) pasado el shock inicial, la evolución de las economías y los sistemas financieros ha ido presentando características diferenciales, que han exigido respuestas en parte también distintas; ii) las estrategias de salida de la crisis han ido también diferenciándose; y iii) en parte por presiones políticas internas, los países han necesitado reaccionar en ciertos frentes, sin tiempo para esperar a acuerdos en los foros internacionales que son difíciles de alcanzar, requieren consensos complicados y son lentos en su aplicación. Esto explica que, en tanto el Comité de Basilea y el Consejo de Estabilidad Financiera continúan sus discusiones

sobre el ambicioso programa de reforma financiera internacional, las autoridades del Reino Unido, por ejemplo, hayan adoptado medidas sobre regulación de la liquidez o impuestos sobre bonus bancarios, la administración norteamericana haya anunciado la adopción de la regla de Volcker y las autoridades de la UE y Japón hayan dado pasos hacia una regulación de las agencias de calificación crediticia.

Aunque estas discrepancias sean comprensibles, se corre el riesgo de que la heterogeneidad de las respuestas mine su eficacia. No obstante, se han alcanzado acuerdos en aspectos importantes, que refuerzan el alcance de la coordinación internacional:

- La creación de colegios de supervisores para entidades sistémicas con presencia internacional, donde se intercambie la información relevante y pueda, en su caso, coordinarse la respuesta ante eventuales crisis.
- La identificación de jurisdicciones no cooperativas, que ha introducido una considerable presión para que algunos de los centros *off-shore* cumplan los requisitos de transparencia establecidos.

En general, las tendencias a raíz de la crisis apuntan a un reforzamiento del modelo de filiales frente al de sucursales y (en coherencia

con ello) un mayor papel del supervisor de destino (*host*) frente al de origen (*home*). Ello se explica en parte por las dificultades de gestión de las crisis de sucursales de bancos extranjeros, protegidas teóricamente por el seguro de depósitos del país de origen, como en el caso de los bancos islandeses en el Reino Unido. La coordinación internacional tropieza, no obstante, con dificultades operativas, de garantía del cumplimiento de los acuerdos y, en última instancia, problemas de soberanía fiscal muy complejos de resolver.

#### IV. Los problemas específicos de los países emergentes

Aunque entre los países emergentes ha habido una natural diversidad en el impacto y la respuesta ante la crisis, en términos generales la buena noticia ha sido su gran capacidad de resistencia y lo limitado del contagio de los problemas de los países más desarrollados. Inicialmente, el efecto fue pequeño por la limitada exposición de sus sistemas financieros al mercado *subprime* americano, por su escaso grado de profundidad financiera y porque su mercado hipotecario era, en general, poco sofisticado. Pero a medida que la crisis se fue desarrollando la cadena de efectos fue más compleja: algunos países se vieron afectados por la recesión, especialmente los más abiertos (sobre todo en Asia), así como los más dependientes

de las remesas de emigrantes (por ejemplo México); en otros, que habían experimentado en los años anteriores altos crecimientos del crédito y burbujas en el sector inmobiliario (especialmente en Europa del Este), la corrección fue mayor, con contracciones del crédito, corrección del precio de los activos, aumentos de la morosidad, crisis de liquidez y, en algunos casos, crisis cambiarias y bancarias. La mayoría de los países emergentes, no obstante, experimentaron problemas relativamente contenidos y recuperaron tasas de crecimiento aceptables con rapidez.

Un reto particularmente destacable para los países emergentes es hacer compatibles, en los próximos años, el endurecimiento de la regulación financiera que se avecina con una continuación de los procesos de inclusión financiera que venían experimentando en los últimos años. En efecto, en muchos países de este grupo el sistema financiero es muy poco profundo y sólo acceden a servicios financieros formales las capas más altas de la población. Por ejemplo, en América Latina se estima que sólo en torno a un 40% de la población tiene acceso a servicios financieros formales (véase Honohan, 2007).

En la tarea de la reforma financiera internacional es crucial tener una visión clara de qué ha fallado en la regulación. En este sentido, es importante destacar que la crisis del segmento *subprime* del mercado hipotecario americano no fue un problema de inclusión financiera,

sino de incentivos inadecuados en la originación de créditos, dentro de un modelo concreto de banca (“originar para distribuir”) insuficiente e ineficientemente supervisado, todo ello amplificado por un complejo entramado de derivados de crédito y productos estructurados, bendecido por las agencias de “rating” y sobre el caldo de cultivo de unas políticas monetarias que toleraron un exceso de liquidez global durante demasiado tiempo.

No cabe, por tanto, responsabilizar de la crisis a los intentos de proporcionar servicios financieros (por ejemplo créditos hipotecarios) a población no atendida. Numerosas experiencias, sobre todo en países en desarrollo, atestiguan que es posible mejorar el acceso a la financiación manteniendo un adecuado control de los riesgos. No olvidemos que ésta es la crisis de un determinado modelo de banca, de aquellos países que habían avanzado más en la desregulación y la sofisticación financiera. Los sistemas financieros emergentes, gracias precisamente a su mayor simplicidad, han reaccionado mejor que los desarrollados. En concreto, el sector de las microfinanzas ha demostrado mayor estabilidad que otros subsectores del sistema financiero en los países donde tiene cierto arraigo.

En definitiva, esta crisis refuerza el modelo tradicional de banca. Los cambios en la regulación internacional deben partir de esta constatación. Para ello, la ampliación del Comité de Basilea y del Consejo de Estabilidad

Financiera a todos los países miembros del G-20 (más España) es una muy buena noticia, ya que permitirá que la nueva regulación sea desde su inicio más sensible a los intereses y las preocupaciones de los países en desarrollo y emergentes. Frente al antiguo esquema –según el cual, los países más desarrollados establecían primero los estándares según sus propias preocupaciones e intereses, y éstos se aplicaban luego a los emergentes, con poco margen para cambios profundos–, en este nuevo marco habrá una mayor diversidad de puntos de vista desde el principio. Cabe esperar que la nueva regulación de capital sea, por este motivo, más sensible a las preocupaciones de los emergentes.

## V. Conclusiones

- 1 La regulación macroprudencial –aquella que persigue alcanzar objetivos macro o sistémicos con instrumentos prudenciales, inicialmente concebidos para garantizar la solvencia de entidades individuales– ha visto enormemente reforzado su papel en esta crisis.
- 2 Los avances en la regulación macroprudencial deben ser paralelos a los que se produzcan en una mayor sensibilidad de las políticas monetarias a los objetivos de estabilidad financiera.
- 3 Parece más fácil avanzar en el primer aspecto que en el segundo, porque incorporar una dimensión sistémica a la regulación prudencial es más natural –no requiere por lo general ajustes contradictorios– que complicar la función de reacción de la política monetaria con objetivos que podrían entrar en colisión con la estabilidad de precios. Un problema macroprudencial termina tarde o temprano teniendo un impacto micro, en tanto que existe mucho más incertidumbre sobre cómo se transmite una burbuja de activos a la inflación de precios finales.
- 4 Existe consenso en corregir el enfoque de la regulación financiera hacia unas pautas más anticíclicas, de manera que se atenúen las burbujas y se suavice el impacto desestabilizador de su estallido. Ello se hará seguramente actuando tanto sobre las provisiones como sobre el capital, lo que exige reformas de cierta profundidad en las normas contables internacionales que están en proceso de discusión.
- 5 Uno de los principales retos de la regulación financiera internacional es el tratamiento del riesgo sistémico, derivado de la actuación de entidades demasiado grandes, demasiado complejas o demasiado interconectadas para caer. Se están barajando propuestas diversas, que van

desde impedir que las entidades superen cierto tamaño, introducir penalizaciones a la dimensión a partir de un determinado umbral (en forma de impuestos, o bien un recargo en los requisitos de capital, o ambas cosas), establecer para las entidades grandes la obligación de planes de contingencia en caso de dificultades (testamento en vida) o establecer una penalización a las posiciones frente a entidades sistémicas.

- 6 En relación con lo anterior, un debate especialmente relevante es el de la limitación de las actividades de las entidades que captan depósitos y están, por tanto, cubiertas por las redes de seguridad públicas. Para aquellos que piensan que la crisis financiera se ha debido en buena medida a una asunción de riesgos excesiva en las entidades protegidas, es prioritario restaurar una barrera entre la “banca estrecha” y la “banca casino” (lo que en Estados Unidos se conoce como una vuelta a la legislación Glass Steagal); para los que piensan, por el contrario, que la crisis es imputable, sobre todo, a los incentivos perversos para canalizar los flujos financieros a través de los segmentos menos regulados (el sistema bancario en la sombra), y que existirá en todo caso una expectativa de rescate de las entidades sistémicas, independientemente del tipo de licencia con la

que operen, deben evitarse barreras regulatorias muy difíciles de hacer cumplir, y establecer una supervisión exigente de la asunción de riesgos de todos los intermediarios. La primera posición parece ser dominante en Estados Unidos y la segunda en Europa continental.

- 7 Para los países emergentes es especialmente importante, de cara a los próximos años, hacer compatible el endurecimiento de la regulación financiera que emana de los organismos internacionales con una continuación de los procesos de inclusión financiera, que resultan clave para sus estrategias de desarrollo.
- 8 El alto grado de conexión internacional de los sistemas financieros que ha quedado de manifiesto en esta crisis exige un diseño coordinado de la nueva regulación financiera. No obstante, esa deseable coordinación internacional requiere costosos y lentos procesos de creación de consenso en los foros internacionales, donde con frecuencia las soluciones responden a un denominador común que limita el alcance de las transformaciones. Por otro lado, en algunos países la necesidad de adoptar medidas con celeridad responde a la necesidad de satisfacer a una opinión pública que exige reformas que eviten una repetición de los errores cometidos. Todo lo

anterior explica que se esté avanzando en soluciones nacionales con más rapidez de la que es posible en los foros internacionales. Se corre el riesgo de que las reformas nacionales no sean compatibles entre sí, o pongan en marcha incentivos inadecuados en los mercados financieros.

- 9 El programa de reformas es ambicioso, como corresponde a una crisis de dimensiones inesperadas, que ha puesto de manifiesto fallos muy graves en aspectos básicos de la arquitectura financiera internacional. Los efectos de muchos de los cambios propuestos son bastante inciertos, y lo es mucho más su interacción. Se corre un cierto riesgo de que, ante la gravedad del estado del enfermo, se recete un cóctel de medicinas excesivo, cuyo efecto combinado puede ser nocivo. Es importante identificar las prioridades, calibrar los efectos combinados de las diversas medidas y plantear dosis y plazos de implementación razonables.

## Referencias bibliográficas

- Assenmacher K. y Gerlach, S. (2008): "Can Monetary Policy Really Be Used to Stabilise Asset Prices?", en [www.VoxEU.org](http://www.VoxEU.org).
- Basel Committee on Banking Supervision (2009): "Strengthening the Resilience of the Banking Sector", diciembre.
- Blinder, Alan (2006): "Monetary Policy Today: Sixteen Questions and about Ten Answers", en S. Fernández de Lis y F. Restoy (eds.), *Central Banks in the 21st Century*, Banco de España.
- Borio, Claudio (2009): "Implementación del enfoque macroprudencial en la regulación y la supervisión financieras", en Alonso, Fernández de Lis y Steinberg, *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, Ediciones Empresa Global, Madrid.
- Brunnermeier, Markus, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud y Hyun Shin (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, CEPR.
- Caruana, Jaime (2010): "Financial Stability: Ten Questions and about Seven Answers", speech at the 50<sup>th</sup> anniversary symposium of the Reserve Bank of Australia.
- Cecchetti S. et al. (2000): *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva Reports on the World Economy, vol. 2. International Center for Monetary and Banking Studies; Centre for Economic Policy Research (CEPR), Ginebra y Londres.
- Fernández de Lis, S., Martínez y Saurina (2001): "Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain", en *Bank for International Settlements: Marrying the macro and micro prudential dimensions of financial stability*, marzo.
- Fernández de Lis, S. y E. Ontiveros (2009): "Towards More Symmetric and Anti-cyclical Monetary and Financial Policies", <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3240>.
- Fernández de Lis, S. y García Herrero (2010): "Dynamic Provisioning: Some Lessons from Existing Experiences", Asian Development Bank Institute, pendiente de publicación.
- Financial Stability Board (2009): *Report on Addressing Procyclicality in the Financial System*, abril.
- Gerdemesmeier, Dieter, Hans-Eggert Reimers y Barbara Roffia (2009): "Asset Price Misalignments and the Role of Money and Credit", *ECB Working Paper Series*, nº 1068, julio.
- Gray, Dale y Samuel E. Malone (2008): *Macroeconomic Risk Analysis*, John Wiley and Sons.
- Greenspan, A. (2008): *La era de las turbulencias*, Ediciones B. T.
- Honohan (2007): *Cross-country Variation in Household Access to Financial Services*, The World Bank, Trinity College Dublin y CEPR.
- Minsky, H. (1982): "The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy", en C. Kindleberger (ed.), *Financial Crises*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Repullo, Saurina y Trucharte (2009): "Mitigating the Procyclicality of Basel II", *CEPR Discussion Paper*, nº 7382.
- Restoy, Fernando y José María Roldán (2009): *Towards Consensus on Dynamic Provisioning*, The Banker, agosto.
- Schinasi, Garry J. (2006): "Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice", International Monetary Fund.
- Taylor, John (2008): "Housing and Monetary Policy", paper presented at the Jackson Hole Conference, Federal Reserve Bank of Kansas City.

