



LA CRISIS FINANCIERA Y LA REGULACIÓN

Xavier Vives *

Resumen

La crisis ha puesto de manifiesto debilidades muy importantes en la regulación y supervisión del sistema financiero y deja más preguntas e interrogantes que certezas sobre el camino adecuado a seguir. La regulación se enfrenta al reto de cómo hacer el sistema financiero más resistente y estable sin reprimir su desarrollo, protegiendo el interés público, la innovación, y preservando la globalización. Ello es crucial puesto que el sistema financiero es una pieza importante del crecimiento económico. A largo plazo no hay contradicción entre estabilidad del sistema financiero y crecimiento económico. El sector financiero se enfrenta al reto de recuperar la confianza y la reputación, y de adaptarse al nuevo entorno regulador más estricto, consecuencia de la visión de que el sector ha disfrutado de retornos excesivos debido a un asunción de riesgo también excesiva, debiéndose ajustar su tamaño a su contribución al desarrollo de la economía. Las consecuencias de los cambios regulatorios serán muy importantes en la definición del modelo de negocio y en la estrategia de internacionalización de los intermediarios financieros aunque, de momento, el grado de incertidumbre es elevado dada la falta de concreción de las reformas emprendidas. La dirección del proceso de reforma parece adecuada pero habrá que esperar a los detalles para poder evaluar su grado de efectividad.

Abstract

The crisis has revealed very important weaknesses in the regulation and supervision of the financial system, and it leaves more questions than answers about the right path to follow. Regulation is facing the challenge of how to make the financial system more resilient and stable without repressing its development whilst at the same time protecting public interest, innovation and preserving globalisation. That is crucial since the financial system is important for economic growth. In the long term, there is no contradiction between the stability of the financial system and economic growth. The financial sector is facing the challenge of regaining trust and rebuilding its reputation, as well as adapting to the new stricter regulatory context, resulting from the understanding that the sector has enjoyed excessive profits owing to equally excessive risk-taking, and adapting its size to its contribution to the development of the economy. The consequences of regulatory changes will be very important in terms of defining the business model and internationalisation strategy of financial intermediaries although, at the moment, the level of uncertainty is high given the lack of development of the reforms undertaken. The direction being taken in the reform process seems adequate, but we will have to wait for the details to emerge before their level of effectiveness can be evaluated.

1. Introducción

La severidad de la crisis financiera desatada a raíz de la explosión de la burbuja inmobiliaria en los EEUU y los préstamos *subprime* en 2007 ha sorprendido a los analistas más diversos y ha provocado una grave recesión económica. A pesar de que la crisis ha tenido aspectos comunes con crisis pasadas, su magnitud –la más grave desde los años treinta del siglo XX– debido a los canales amplificadores en un mercado globalizado, y las debilidades que ha mostrado en la regulación y supervisión de las entidades financieras, plantean la necesidad de la reforma de la regulación financiera y cambios en los modelos de negocio bancarios.

La crisis que empieza con las hipotecas *subprime* se vuelve sistémica tras la caída de Lehman Brothers, en septiembre del 2008, poniendo en peligro la estabilidad del sistema financiero internacional. Las pérdidas bancarias esperadas (desde 2007 hasta 2010) se estiman en más de \$1.500 millardos en los EEUU y en la UE, y la ayuda comprometida en rescatar al sector bancario ha llegado hasta un 30% del PIB.

* IESE Business School.

¿Por qué y en qué han fallado los mecanismos reguladores? ¿Han aparecido nuevos fallos de mercado o han sido similares a crisis anteriores? ¿Qué lecciones podemos extraer de la crisis? La respuesta a estas preguntas hará patentes cuáles son las cuestiones fundamentales para el diseño de una regulación adecuada y determinará si hay necesidad de una reformulación radical de la arquitectura reguladora.

En este artículo se pasa revista a las grandes tendencias antes de la crisis en la Sección 2; a los mecanismos de la crisis y los fallos regulatorios en la Sección 3; y al proceso de reforma regulatoria en marcha en la Sección 4. En la Sección 5 se evalúa este proceso, y la Sección 6 concluye.

2. Las grandes tendencias hasta la crisis

Es posible distinguir dos periodos en la historia reciente del sector financiero. Una regulación estricta, intervencionismo y estabilidad desde los años cuarenta hasta los setenta, seguido de un periodo de liberalización y mayor inestabilidad. En el primer periodo la competencia entre las instituciones financieras estuvo severamente limitada por la regulación de los tipos, actividades e inversiones, la separación entre la banca comercial, las compañías de seguros y la banca de inversión (*Glass-Steagall Act* de 1933 en los EEUU), las restricciones sobre la actividad de las cajas de ahorros, y la segmentación geográfica (en los EEUU)¹. La banca universal se mantuvo en algunos países europeos. Se estableció el seguro de depósito, y el banco central actuó como prestamista de última instancia para el sistema financiero.

78

La estabilidad de este período contrasta con el aumento considerable del número de quiebras y crisis en el período posterior, en el cual el sector fue liberalizado². La liberalización consistió en el levantamiento de controles sobre tipos y actividades de la banca de inversión, así como de las restricciones geográficas (con el *Riegle-Neal Act* en los EEUU en 1994), la eliminación de coeficientes de inversión obligatorios, y la convergencia entre las actividades de instituciones de varios tipos (por ejemplo, entre cajas de ahorros y bancos, entre banca comercial y banca de inversiones, entre banca y seguro hasta cierto punto)³. En esta liberalización acompañada de una inadecuada regulación está el origen del aumento de la inestabilidad como muestran las crisis en los EEUU (S&Ls), Japón y Escandinavia⁴. A pesar de estos episodios de crisis, la liberalización financiera ha contribuido al desarrollo financiero general, y por lo tanto al crecimiento de la economía.

¹ El *Glass-Steagall Act* prohibió actuar a cualquier institución como una combinación de un banco de inversión, banco comercial y/o compañía aseguradora.

² Véase, por ejemplo, Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998 y 2001).

³ La derogación definitiva del *Glass-Steagall Act* sucede con el *Financial Services Modernization Act* en 1999.

⁴ Véanse Reinhart y Rogoff (2009); Dewatripont y Tirole (1994); Hoshi y Kayshap (2000) y Honkapohja (2009) (y Caminal, Gual y Vives (1990) para el caso español).



En la base del proceso de liberalización y desregulación hay avances en las tecnologías de la información, en el procesamiento de transacciones (cajeros automáticos, banca telefónica y electrónica), y en la capacidad computacional, así como en técnicas de cobertura de riesgo (por ejemplo con innovaciones como el uso de instrumentos derivados y técnicas de titulización). Estos desarrollos aumentan la productividad, y generan economías de escala en las actividades internas así como la necesidad de capital humano muy cualificado y especializado. Una parte integral del proceso es la liberalización de movimientos internacionales de capitales y la reducción general de los costes de transporte y barreras para el comercio; en suma, la globalización financiera. A ello se añaden los cambios demográficos en los países desarrollados con una población en proceso de envejecimiento y crisis en la financiación del estado de bienestar (afectando a la gestión de activos y a la banca privada con una demanda por sistemas de pensiones en alza), y un movimiento hacia el “valor para el accionista” (afectando al mercado del control corporativo de bancos y empresas) que presiona a los bancos a obtener rentabilidades elevadas.

El proceso de liberalización ha resultado en una tremenda expansión de la intermediación financiera, con un fuerte aumento de los activos financieros de los intermediarios como porcentaje del PIB (en los EEUU el porcentaje va del 98% en 1950 a un pico del 306% en 2007). Los porcentajes de los activos financieros de los intermediarios correspondientes para la Eurozona son de 277% en 1995 y 507% en 2008, y para España de 218% en 1995 y 430% en 2008.

Antes de la crisis de 2007 la banca fue evolucionando desde el negocio tradicional de recibir depósitos y conceder (y supervisar) préstamos hacia la provisión de servicios a inversores (gestión de fondos de inversión/activos, asesoría y seguros) y empresas (consultoría, seguros, fusiones y adquisiciones, colocación de acciones y emisión de deuda, titulización, gestión de riesgo), y la realización de inversiones con fondos propios. En un conglomerado financiero podemos identificar un banco minorista, un banco de inversión o corporativo, la gestión de activos, inversiones con fondos propios, y seguros. El ahora infame modelo bancario de “originar y distribuir” es un buen ejemplo del proceso evolutivo de la banca. Al mismo tiempo, aunque los bancos crearon vehículos fuera del balance (SIV, ABCP *conduits*) éstos fueron asegurados con líneas de liquidez. En cualquier caso, el margen financiero perdió importancia en relación a los ingresos por comisiones y se pasó de la inversión en infraestructura en las sucursales a la inversión en redes de comunicación, tecnología de la información y capital humano especializado. Pasada la crisis, el margen financiero ha ganado otra vez importancia y el peso de los activos financieros bancarios tiende al alza. El retorno a la banca tradicional se aprecia en los EEUU, donde recientemente el volumen de activos de la banca comercial en términos reales crece más que el del total de intermediarios financieros.

3. La crisis y los fallos en la regulación

En el sector financiero se dan todos los fallos de mercado clásicos. En primer lugar las importantes externalidades que se producen cuando quiebra una institución bancaria, en particular si tiene carácter sistémico, tanto para el resto del sector financiero como para la economía real. La fragilidad, el contagio y los problemas de coordinación de los inversores son ubicuos en el sistema financiero. En segundo lugar, las asimetrías de información en los mercados financieros que dejan desprotegido al pequeño inversor y pueden hacer que el mercado se colapse. Al mismo tiempo los problemas de agencia (conflicto de intereses) entre accionistas y depositantes inducen una asunción excesiva de riesgo que se ve acrecentada por los mecanismos de garantía y de ayuda a las entidades sistémicas para evitar su quiebra. El riesgo moral y la selección adversa son fenómenos recurrentes en el sector. Los conflictos de interés son generalizados. En tercer lugar, el poder de mercado de las entidades dado que muchos sectores bancarios tienden a estar concentrados y existen barreras a la entrada. Finalmente, la racionalidad limitada de los agentes económicos agudiza los ciclos financieros y alimenta las burbujas.

La regulación ha intentado paliar los fallos de mercado con los mecanismos de seguro de depósito, el banco central como prestamista en última instancia, y requisitos prudenciales y de supervisión. El proceso de liberalización en la banca ha estado acompañado por requisitos prudenciales, permitiendo a los bancos confiar en sus propios modelos internos para valorar y controlar el riesgo, e incluyendo exigencias de divulgación de información para las instituciones financieras a fin de aumentar la transparencia y fomentar la disciplina de mercado. Esta visión flexible de las exigencias de capital, supervisión, y disciplina de mercado son los pilares del marco de *Basilea II*. La intención de este marco fue proporcionar a las exigencias de capital una mayor sensibilidad frente al riesgo.

Todo el esquema regulatorio se ha puesto en cuestión debido a la crisis. En efecto, la crisis financiera ha puesto de manifiesto debilidades del sistema financiero que desembocaron en una crisis de liquidez, con la paralización del mercado interbancario, que se convirtió en sistémica en otoño de 2008, y que ha provocado quiebras y ha dejado los balances de muchas entidades con graves problemas.

En el centro de los problemas está el modelo de originar y distribuir y la pirámide invertida de productos derivados complejos basados en las hipotecas *subprime*. En el modelo de originar y distribuir los bancos tratan de deshacerse del riesgo crediticio originando préstamos hipotecarios y titulizándolos rápidamente en una cadena de productos estructurados crecientemente complejos. El problema del modelo es que deja la supervisión de las hipotecas en un limbo, es opaco y, dada la complejidad de los productos, lleva a una subvaloración del riesgo. Además, el riesgo hipotecario vuelve al balance de los bancos cuando los vehículos de inversión estructurados (SIV) tienen problemas de liquidez debido a los compromisos explícitos e implícitos que mantienen las entidades. La subvaloración del riesgo se ve agravada por el uso de modelos estadísticos basados en series cortas y correlaciones históricas (y distribuciones



con poco peso en los extremos) sin tener en cuenta el riesgo sistémico generado por los nuevos productos y los altos niveles de apalancamiento. Se ha abusado de modelos mecánicos de valoración del riesgo que funcionan solamente en un rango de parámetros muy limitados. Además, el aumento de la financiación mayorista a corto plazo se ha manifestado como una debilidad crucial en el balance de las entidades financieras como muestran los casos de Northern Rock y Lehman Brothers⁵.

Toda una cadena de incentivos alineados incorrectamente lleva a la catástrofe. Las agencias públicas en los EEUU impulsan las hipotecas *subprime* para que se den a familias con pocas posibilidades de devolver el préstamo, las agencias de calificación crediticia, alineadas con los emisores, compiten para dar las calificaciones más favorables a los productos más arriesgados, y la compensación cortoplacista de los gestores financieros induce a la toma de riesgos excesivos (esto vale tanto para los originadores y distribuidores de los productos complejos como para los compradores –pensemos en los incentivos de los gestores de un *Landesbank*, por ejemplo)–. Esta cadena se alimenta con tipos de interés muy bajos que financian la burbuja inmobiliaria. La política monetaria solamente apunta a la inflación sin preocuparse de las burbujas en los precios de los activos y de la situación del balance de las entidades financieras. De hecho, el modelo central de política monetaria usado por los bancos centrales, sorprendentemente, no asigna ningún papel a la intermediación financiera.

Se debate también hasta qué punto la presión para generar valor para el accionista y fallos en los mecanismos de gobierno corporativo han contribuido a la crisis. Aquí hay que destacar que la responsabilidad limitada de los accionistas en un contexto en donde hay seguros de depósito y políticas explícitas o implícitas de TBTF (*too big to fail*), hace que éstos demanden la asunción de riesgos elevados, puesto que los beneficios son privados y las pérdidas en caso de quiebra se socializan. Los accionistas diseñan entonces contratos de compensación con los ejecutivos que incentivan la toma de riesgo al hacer la remuneración insensible a la baja (con bonos garantizados, por ejemplo) pero sensible al alza. Hay evidencia reciente de que esto ha sucedido en el periodo antes de la crisis⁶. Puede existir además un problema adicional de agencia (conflicto de intereses) entre los accionistas y los ejecutivos, y entre los ejecutivos y los *traders* de los intermediarios.

La reputación de las entidades financieras se ha visto dañada por la crisis. En octubre de 2008 y durante los meses posteriores el porcentaje de la población que tenía confianza plena en los intermediarios financieros o los mercados de valores disminuyó drásticamente. De forma parecida, la confianza en los bancos y agentes financieros se quedó por debajo del

⁵ Por ejemplo, en junio de 2007 los fondos mayoristas representaban alrededor del 26% del pasivo de Northern Rock (Shin, 2009) y la financiación a corto plazo representaba un porcentaje extremadamente alto de los pasivos totales de Lehman Brothers antes de la crisis (Adrian y Shin, 2010). Washington Mutual se enfrentó a la retirada de US\$16.500 millones en grandes depósitos sólo en las dos semanas anteriores a su colapso (según la Office of Thrift Supervision).

⁶ Véanse Fahlenbrach y Stulz (2009); Cheng et al. (2010); Bebchuk y Spamann (2010) y Bebchuk, Cohen y Spamann (2010). En este sentido se puede interpretar también la afirmación de Chuck Prince, CEO of Citigroup (Financial Times, julio de 2007): “When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing”.

nivel de confianza que una persona tiene en otra aleatoriamente seleccionada. Este desplome en la confianza estuvo provocado en gran medida por la aparición de comportamientos oportunistas (como el emblemático fraude de Bernard Madoff) que salieron a la luz, gracias a la, por entonces, incipiente crisis y contribuyeron a ensombrecer a toda la industria financiera. De hecho, en los estados de los EEUU con un mayor número de víctimas del fraude de Madoff, el nivel de confianza en los intermediarios financieros ha caído más que en estados con una menor concentración de víctimas de este fraude⁷.

Las crisis pasadas y la actual tienen en común desajustes en los vencimientos (excesiva transformación de plazos) en instituciones muy apalancadas, contagio a través de la exposición interbancaria, y problemas de coordinación de los inversores que inducen a los participantes en el mercado interbancario y en el mercado de papel comercial a no renovar sus créditos por miedo a que otros tampoco lo harán. El resultado es el colapso del mercado de papel comercial con garantía de activos (titulizaciones) y el colapso asociado del mercado interbancario. En la crisis actual el contagio se ha exacerbado por canales de mercado. La financiación mayorista ha acentuado la fragilidad. El apalancamiento se mueve de manera procíclica. Cuando los valores de los activos suben, con la contabilidad a valores de mercado, se fortalece el balance de las entidades permitiendo un mayor endeudamiento, y nuevas compras de activos alimentan el ciclo alcista de los precios y del apalancamiento. El proceso se invierte cuando se produce el desapalancamiento en la fase posterior de la crisis. La globalización del mercado financiero conduce potencialmente a una mayor diversificación, pero también a más posibilidades de contagio con efectos dominó entre entidades y contagios por problemas de información. Aquí desempeña un papel fundamental la opacidad de los nuevos instrumentos financieros derivados que conduce a la subestimación del enorme riesgo sistémico acumulado en el sistema así como un problema muy severo de selección adversa al no saberse exactamente ni la magnitud ni la distribución de las exposiciones a los productos tóxicos derivados de las hipotecas *subprime*. Este problema de información asimétrica paraliza los mercados interbancarios y los hace ilíquidos.

La crisis ha puesto de manifiesto importantes fallos regulatorios. Una primera constatación es que la regulación no parece haber ido acompañada con la aceleración del proceso de liberalización y de globalización del sector financiero que empezó en la década de los años setenta en los EEUU. La innovación financiera en productos derivados y titulizaciones, alimentada por una política monetaria laxa, ha generado una burbuja en la oferta de crédito y el mercado de la vivienda. Históricamente cambios tecnológicos importantes, como el ferrocarril, el automóvil o Internet, han ido asociados a burbujas especulativas en un contexto de gran asimetría informativa y de sesgos en las predicciones. La innovación financiera en los derivados no ha sido una excepción. Al mismo tiempo la innovación financiera ha sido acusada de desestabilizar al sector bancario y a los mercados financieros y de ayudar a los operadores a soslayar los requisitos de la regulación.

⁷ Véase EEAG (2010), cap. 2.



Una segunda constatación es el enorme desarrollo del sector financiero, y en particular de la banca de inversión en los EEUU, antes de la crisis, que logra tasas de rendimiento extraordinariamente elevadas de forma sostenida y cuyos beneficios son compartidos con los trabajadores de la industria en forma de altos salarios y compensaciones. El sector financiero captura un porcentaje muy elevado y creciente del valor añadido de la economía⁸. La pregunta de fondo es cuál es la causa de estos rendimientos extraordinarios sistemáticos. La asunción de riesgos excesivos⁹ (que se concreta en grandes beneficios en la fase alcista y pérdidas limitadas por los mecanismos aseguradores en la fase bajista) o un grado de competencia insuficiente son las causas próximas a examinar, y corregir en su caso.

Una regulación inadecuada ha permitido y agravado la crisis. En primer lugar, una regulación dual que permite el arbitraje regulatorio entre el sector regulado de las entidades de depósito y el sistema bancario paralelo de los vehículos estructurados y la banca de inversión. En segundo lugar, unos niveles de requisitos de capital insuficientes en cantidad y calidad, y falta de atención a las necesidades de liquidez. A los bajos niveles de capital se añaden bajos niveles de liquidez que introducen una mayor fragilidad en el sistema. El apalancamiento ha tendido al alza. A ello se añade que las ratios de capital en lugar de modular el ciclo lo acentúan al ser fijos durante el ciclo. Además, en el ciclo del apalancamiento la contabilidad según valor de mercado tiene propiedades procíclicas. La regulación no ha tenido en cuenta el riesgo sistémico, ni el regulador ha tenido la necesaria información sobre el mismo, ni las instituciones potencialmente sistémicas han tenido un tratamiento diferenciado. La opacidad del sistema bancario paralelo y de los mercados de derivados no organizados (*over-the-counter*) han contribuido a ocultar el riesgo sistémico. Finalmente, el importante papel que en la regulación desempeñan las agencias de calificación crediticia (por ejemplo, en la determinación de las necesidades de capital) ha sido guiado por una competencia a la baja en estándares sin supervisión adecuada del regulador.

En general la regulación no ha tenido en cuenta de manera apropiada los conflictos de interés y se apoyado en exceso en los mecanismos de auto-regulación y de gobierno corporativo. La influencia del sector financiero, y de la banca de inversión en particular, no son ajenas al establecimiento de regulaciones laxas. La regulación financiera tiene un importante componente de economía política.

⁸ La explicación del aumento aparente de la productividad en el sector financiero puede estar en un incremento de la asunción de riesgo o en un aumento del poder de mercado de las entidades financieras.

⁹ La banca ha aumentado su exposición al riesgo, entre otras estrategias, con elevados niveles de apalancamiento, aumentando sus activos en el *trading book* (en donde los requisitos de capital son menores), y apostando por activos muy rentables en tiempos normales pero con resultados potencialmente catastróficos en tiempos de crisis.

4. La reforma regulatoria en curso

La reforma de la regulación se debería asentar en los siguientes aspectos clave. En primer lugar, los bancos centrales deberían tener un mandato para mantener la estabilidad financiera. En algunos casos este mandato ya existe formalmente pero la crisis actual requiere la reconsideración del papel de las cantidades en el balance del sector financiero para atajar posibles burbujas especulativas. Para ello se requieren medidas macroprudenciales específicas que tengan en cuenta la evolución de las necesidades de capital y liquidez a lo largo del ciclo económico. Las provisiones dinámicas del Banco de España son un ejemplo.

En segundo lugar, cualquier institución que realiza las funciones de la banca (transformaciones de vencimientos, supervisión de créditos opacos) es frágil, está sujeta a pánicos y necesita la cobertura de una red de seguridad, y por tanto, no puede escapar a la supervisión. La regulación y la supervisión deben extenderse a todas las entidades que realizan las funciones de bancos.

En tercer lugar, las pérdidas esperadas de los pasivos garantizados por el gobierno deben ser cubiertas por primas de seguro que dependan del riesgo asumido por la entidad. Al mismo tiempo, la falta de observabilidad de las acciones de los bancos que actúan protegidos por la red de seguridad (el problema del riesgo moral) apunta a la necesidad de limitar su rango de actividades (en particular las más arriesgadas, como por ejemplo, *proprietary trading*)¹⁰.

En cuarto lugar, las instituciones que ocupan un lugar central en el sistema financiero, para las cuales la doctrina de TBTF se aplica con mayor intensidad, deben ser reguladas de manera que los potenciales efectos externos de su quiebra sean internalizados por las mismas. Ello es posible mediante tasas à la Pigou impuestas a las instituciones según su contribución al riesgo sistémico¹¹. Debido a la presencia de estas instituciones en los mercados globales, los estándares regulatorios deberían ser uniformes y acompañados por una supervisión coordinada internacionalmente.

En quinto lugar, un enfoque fragmentario de la regulación financiera no funciona: se necesita tener en cuenta de manera coordinada los requisitos de capital y de liquidez, y el grado de liberalización del mercado¹²; se debe inducir una alineación de incentivos en el sistema en general, y en particular en cada paso desde la sala de juntas hasta el cliente, pasando por los ejecutivos, analistas, vendedores y agencias de calificación de riesgo.

Finalmente, es preciso establecer mecanismos de manera que la intervención del supervisor no se posponga (*regulatory forbearance*) mientras los balances de las entidades financieras se deterioran y el capital disminuye. Este ha sido un problema tradicional en las crisis financieras que las alarga en el tiempo y aumenta su coste.

¹⁰ Véase Matutes y Vives (2000).

¹¹ Véase, por ejemplo, Acharya *et al.* (en prensa).

¹² Para un análisis de las relaciones entre competencia y estabilidad en banca, véase Vives (2010).



La respuesta de los gobiernos se ha dado mediante los trabajos del Comité de Estabilidad Financiera y del Banco de Pagos Internacionales (FSB y BIS, respectivamente, por sus siglas en inglés)¹³, y cambios legislativos en los EEUU, el Reino Unido y la Unión Europea.

Los requisitos de solvencia y liquidez de la banca van a aumentar de manera importante en el marco de la nueva regulación de Basilea (denominada *Basilea III*). Los objetivos de la regulación son que las entidades puedan sobrevivir a pérdidas inesperadas y que se ataje el posible contagio entre entidades. Se va a incrementar la cantidad (ratios de solvencia más estrictas) y calidad (menos instrumentos híbridos como participaciones preferentes o deuda subordinada en relación al *core capital* compuesto por acciones ordinarias –que debe ser el elemento predominante– y reservas, netos del fondo de comercio) del capital de las instituciones, con provisiones contracíclicas, y se van a imponer requisitos de liquidez para ajustar y moderar la transformación de plazos de la industria.

En términos de requisitos de capital, aunque no se han especificado aún, se espera que los actuales mínimos de ratios sobre activos ponderados por riesgo de 2% para el *core Tier 1*, 4% para el *Tier 1* (incluyendo acciones preferentes no acumulativas), y 8% para el capital regulatorio total (incluyendo acciones preferentes perpetuas e instrumentos híbridos deuda/capital, deuda subordinada, y provisiones genéricas) se aumenten sustancialmente¹⁴. Es posible que el mercado sea más exigente aún. La ponderación por riesgo de los activos está también en revisión. La filosofía es que el *core capital* es el que realmente protege en una situación de crisis. Por otra parte se exigirá mucho más capital para la cartera de negociación de los bancos y para las titulaciones complejas (como los CDO: *collateralized debt obligations*). Además, se simplificará los otros tipos de capital para asegurar que los riesgos de mercado sean respaldados por un capital de la misma calidad que los riesgos de crédito y operativos.

Para moderar la vulnerabilidad de la financiación mayorista, se propone introducir una ratio de liquidez a corto plazo (*liquidity coverage ratio*) para cubrir 30 días de retiradas con activos líquidos, y una ratio de largo plazo de fondos estables netos (*net stable funding*) para moderar la transformación de plazos (y que el activo a largo plazo no sea financiado a corto plazo)¹⁵. La segunda ratio debería proporcionar un colchón de un año para enfrentar problemas de rentabilidad o solvencia de una institución debidos a un incremento en los riesgos de crédito, de mercado, operacional u otros (incluyendo exposiciones fuera de balance); problemas por potenciales reducciones en la calificación de elementos del balance, y cualquier evento que ponga en tela de juicio la reputación de la institución.

¹³ En diciembre de 2009 el BIS sometió a consulta pública dos documentos: *Strengthening the resilience of the banking sector e International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*. En julio de 2010 el BIS publicó un anexo con las principales modificaciones a la propuesta inicial acordadas hasta esa fecha.

¹⁴ *Tier 1* son los recursos propios básicos; *core Tier 1* son los recursos propios de más alta calidad.

¹⁵ Según el plan actual, esta ratio no será implementada hasta el año 2018 y aún puede estar sujeta a modificaciones.

Dentro de las nuevas propuestas en el marco de *Basilea III* también se incluye una ratio de apalancamiento con el objetivo de proporcionar un indicador simple, transparente y no basado en el riesgo que actúe como una medida suplementaria a la ratio de capital ponderada por riesgo de *Basilea II*. Este indicador, que se aplicará a nivel mundial, exigirá a los bancos mantener un total de capital *Tier 1* equivalente al 3% de los activos totales¹⁶. Se ha determinado además un período de transición para la implementación y posibles modificaciones a esta ratio. Los bancos estarán obligados a publicar esta ratio a partir de 2015 y deberán cumplir con el requerimiento del 3% a partir de 2018.

Estos requisitos representarán un aumento de coste para las instituciones y una disminución potencial de los niveles de crédito a corto plazo¹⁷. Asimismo, si se mantienen las ideas iniciales, los cambios propuestos penalizarán en términos de capital a las instituciones bancarias que tengan intereses y participaciones minoritarios y negocio asegurador. En efecto, los intereses minoritarios no se consolidarían en el *core capital (Tier 1)*¹⁸ mientras que sí computarían como activos ponderados por riesgo (la razón es que el interés minoritario puede cubrir el riesgo de la subsidiaria relacionada pero no el riesgo del grupo y se evita un posible arbitraje regulatorio); asimismo las participaciones significativas (de más del 10%) en instituciones financieras no consolidadas (bancos, seguros, y otras entidades financieras) se reconocerán como parte del *core capital* sólo hasta un límite del 10% de las acciones ordinarias (para evitar el contagio de problemas en las subsidiarias al grupo).

La promulgación de la *Dodd-Frank Act* en los EEUU (julio de 2010) representa un esfuerzo por fortalecer las capacidades de regulación y supervisión. Entre los cambios más importantes se encuentran la creación de un consejo de reguladores (*Financial Stability Oversight Council*) a cargo de la identificación de las entidades con importancia sistémica –a las cuales se les impondrán requerimientos más exigentes de liquidez, capital y apalancamiento–, la protección a los consumidores respecto a la falta de información sobre los productos financieros, la limitación de las actividades de inversión por cuenta propia de los bancos (*Volcker Rule*¹⁹), la mayor transparencia en las transacciones con derivados, y la capacidad de los reguladores de tomar el control y liquidar las entidades financieras con problemas cuya quiebra amenazaría la estabilidad del sistema, recayendo las pérdidas sobre los accionistas y acreedores no asegurados²⁰.

¹⁶ Se evaluará además la posibilidad de medir la ratio de apalancamiento a partir del capital total o de las acciones comunes tangibles, en vez de a partir de la nueva definición de *Tier 1*.

¹⁷ Las estimaciones de los efectos a corto plazo del BIS son muy moderadas mientras que las realizadas por el propio sector financiero son mucho más dramáticas.

¹⁸ Algunos intereses minoritarios en subsidiarias extranjeras sí podrán ser contabilizados como capital básico de *Tier 1* (acciones comunes), respaldando pérdidas específicas de esas subsidiarias.

¹⁹ En la versión aprobada de la ley se establece la implementación de una versión menos estricta que la inicial de la *Volcker Rule*: los bancos podrán invertir hasta 3% de su capital *Tier 1* en *proprietary trading*, y también podrán invertir hasta un 3% del capital *Tier 1* en *hedge funds* y *private equity funds*.

²⁰ Antes de la reforma, las opciones de actuación de los reguladores frente a entidades financieras no bancarias en problemas era rescatarlas o permitir su quiebra (como en los casos de Bear Stearns, Lehman Brothers y AIG). Los costes del proceso de liquidación de la entidad serán financiados por una tasa impuesta (después de la quiebra) a las empresas financieras con activos superiores a los US\$ 50.000 millones.



Las entidades de importancia sistémica podrán estar sujetas a requisitos adicionales a discreción del regulador, reduciendo su complejidad, adoptando “testamentos” para establecer los procedimientos de resolución en caso de quiebra, incrementando sus requisitos de capital, introduciendo instrumentos de deuda que se convierten en acciones en determinados supuestos, limitando su apalancamiento²¹, y creando subsidiarias capitalizadas independientemente.

En relación con los mercados, la *Dodd-Frank Act* ha establecido que las operaciones con derivados por parte de los bancos se deberán realizar a través de organismos centralizados y no en transacciones *over-the-counter*, que quedan bajo supervisión federal. Al mismo tiempo se establecen reglas prudenciales y de transparencia para que el mercado de titulaciones recupere su papel crucial en la financiación de la economía. Por ejemplo, la entidad originadora deberá retener una parte del riesgo (*stake* del 5%) para que así mantenga los incentivos a supervisar los créditos. Se establece también una agencia de protección del consumidor, el *Bureau of Consumer Financial Protection* (como una oficina dentro de la Reserva Federal pero independiente de ésta). Esta agencia podría ser un elemento que ayude a recuperar la confianza de los inversores y superar los conflictos de interés que han contagiado al sector. Las agencias de calificación de riesgos estarán sujetas a la supervisión de la SEC.

Se plantean asimismo en el debate internacional tasas e impuestos para internalizar las externalidades que las entidades sistémicas confieren al conjunto del sistema financiero. Estas tasas podrían acumularse para constituir fondos de rescate de entidades con problemas. La administración Obama ha propuesto un impuesto sobre el pasivo de la banca financiado en los mercados mayoristas del 0,15%²². El Reino Unido ha decidido imponer un impuesto similar a los bancos, así como Francia y Alemania (que consideran también un impuesto a las transacciones financieras de acuerdo con la Comisión Europea).

La contabilidad se tenderá a hacer más homogénea (en un proceso de convergencia entre los EEUU y la UE), y se armonizará la definición de capital para facilitar las comparaciones internacionales, el tratamiento de las posiciones fuera de balance, y la estimación del valor razonable en mercados ilíquidos.

Los mecanismos de compensación de los directivos y empleados están siendo revisados de manera exhaustiva con vistas a controlar la asunción de riesgo por parte de las entidades, así como el gobierno corporativo de la banca. Por ejemplo, la Comisión Europea ha propuesto medidas que restringen los pagos a ejecutivos bancarios cuando dejan la empresa y la prohibición que el primer ejecutivo sea el presidente del consejo de administración. La *Dodd-Frank Act* requiere que los accionistas expresen su opinión no vinculante sobre la remuneración de los ejecutivos.

²¹ En los EEUU las *Bank Holding Companies* ya tienen una ratio máxima de apalancamiento de deuda sobre capital de 24 (capital sobre activos del 4%). Con la aprobación de la *Dodd-Frank Act* se mantienen los límites actuales como requerimientos mínimos, pero se faculta al *Financial Stability Oversight Council* a imponer una ratio deuda/capital propio de 15:1, si se determina que la entidad representa un riesgo para la estabilidad financiera.

²² Este impuesto no fue incluido en la versión final de la *Dodd-Frank Act*.

5. Evaluación del proceso de reforma

El proceso de reforma iniciado con las propuestas de *Basilea III* y en los distintos países permite empezar a vislumbrar el futuro de la regulación financiera. Las medidas propuestas están en consonancia, en líneas generales, con los principios de reforma expuestos en la sección anterior. La cuestión es si la reforma será lo suficientemente ambiciosa y efectiva. Hoy por hoy, la falta de concreción no permite responder a la cuestión de forma clara pero hay escenarios en los que la reforma se pueda diluir.

En relación a las propuestas de *Basilea III*, y a falta de concretar los detalles, que son cruciales, habrá que ver si acaba estableciendo requisitos de capital y de liquidez suficientes y no distorsionadores. En efecto las propuestas iniciales podrían penalizar las *joint ventures* en banca, y por tanto sus potenciales beneficios en términos de entrada en el mercado, intercambios de conocimiento y buenas prácticas, así como inducir una menor diversificación geográfica y en segmentos del negocio como el asegurador. Las propuestas en relación a la liquidez tendrán implicaciones para la función de transformación de plazos de la banca dado que se pretende limitarla y podrían penalizar a la banca minorista (si se considera relativamente poco estable la financiación vía depósitos). Más compleja es la influencia previsible en la frontera entre intermediación y mercado. Los requisitos previstos de liquidez por el lado del activo harán menos atractivos los créditos y más los bonos, y en particular los públicos, y por el lado del pasivo primarán los depósitos minoristas frente a los fondos mayoristas no asegurados. El resultado podría ser una desintermediación del activo y una reintermediación del pasivo. De hecho, es posible que exista una tensión entre la tendencia a controlar y reducir la titulización por un lado y los aumentos en los requisitos de capital y de liquidez de los créditos de las entidades por otro. Una posibilidad es que la banca se aproxime más a un *narrow bank* (en donde los depósitos se invierten en activos líquidos y seguros como la deuda pública). Si esto es así surge la pregunta de quién hará la función de transformación de plazos que antes hacía la banca tradicional. Si son entidades no reguladas el problema del sistema bancario paralelo se reproducirá y las entidades que conviertan activos ilíquidos en pasivos líquidos seguirán siendo vulnerables y, si son sistémicas, seguirán siendo rescatadas.

En relación a las reformas en los EEUU, la *Dodd-Frank Act* deja a la discreción del regulador la implementación de la regulación. Los efectos dependerán por tanto de cómo se concrete y se lleve a la práctica su implementación. Así, la ley requiere la promulgación de nuevas regulaciones (se calcula que más de 200 nuevas reglas a cargo de 11 entidades diferentes). Al mismo tiempo, la gran discreción que se da al regulador puede ser problemática dada la experiencia en crisis pasadas. Reglas que obligan a la intervención en circunstancias objetivas pueden ser superiores²³.

²³ Por ejemplo, de acuerdo con la Ley de Mejoras de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos de EEUU (FDICIA, 1991), cuando la solvencia cae por debajo de cierto límite, el banco no puede expandir sus activos. Una nueva disminución de la solvencia puede provocar la necesidad de recapitalizar o incluso imponer límites máximos a los tipos de interés pasivos. La FDICIA busca reducir la facultad reguladora discrecional mediante normas rígidas de intervención, que se aplican de forma gradual (ver Dewatripont y Tirole, 1994).



Una segunda pregunta que necesita respuesta es cómo se va evitar que los mecanismos implícitos y explícitos de aseguramiento, junto con la responsabilidad limitada y la opacidad del activo de la banca, no provoquen una asunción excesiva de riesgo. Los testamentos vitales y mejoras en la transparencia en el balance de las entidades son elementos paliativos pero el problema va a persistir. La cuestión es si la tímida separación de actividades propuesta en la modificada *Volcker Rule* será suficiente. La cuestión es particularmente relevante para las entidades sistémicas. Aquí cabe destacar que lo que importa en relación al riesgo sistémico es la especialización, las conexiones y la posición de un banco en el sistema financiero más que el tamaño en sí, como el caso de Lehman Brothers muestra. Además, en términos del alcance de un banco lo que lleva al fallo de mercado es el conflicto de interés entre distintas actividades cuyo control debería ser la guía de posibles remedios estructurales de separación de actividades. La pregunta es si se han puesto en funcionamiento suficientes mecanismos de control de los conflictos de interés inherentes a los conglomerados financieros. En principio, impuestos que corrijan las externalidades generadas por las instituciones sistémicas son superiores a restricciones al tamaño de las entidades. Sin embargo, los gobiernos se decantan por impuestos y tasas como mecanismo recaudador (y para recuperar los costes de las ayudas a los bancos) más que corrector de externalidades. Se debate la conveniencia de impuestos *ex ante* o un fondo de seguro frente a impuestos *ex post* para financiar rescates. La imposición *ex ante* es preferible siempre que discrimine en términos del perfil de riesgo de las distintas entidades. Las propuestas de imposición solamente a los activos que se financian con deuda ignoran otras fuentes de riesgo sistémico (como las interconexiones de las entidades).

Otros aspectos de la reforma reguladora se pueden cuestionar. Es discutible que las reformas propuestas en el gobierno corporativo sean efectivas si no se ataca el problema fundamental de los incentivos generados por el seguro de depósito y los rescates de entidades TBTF que, junto con la responsabilidad limitada, inducen a los accionistas a querer tomar excesivo riesgo desde el punto de vista social. No es evidente que las limitaciones a las ventas a corto o al descubierto mejoren el funcionamiento del mercado cuando el problema de fondo es de manipulación del mercado. Cabe preguntarse también cómo se asegurará que los incentivos de las agencias de calificación de riesgos estén alineados socialmente. En relación a la protección del inversor/consumidor hay que destacar que la destrucción de la confianza a consecuencia de la crisis tiene implicaciones importantes para el futuro de los mercados financieros con descensos en la inversión en activos arriesgados, posible menor diversificación, financiación más a corto plazo, y menor dependencia y delegación en los intermediarios. Si se materializaran estas posibilidades tendería a aumentar la prima de riesgo y se encarecería la financiación a largo plazo, dificultando proyectos con altas rentabilidades y largos vencimientos. Para recuperar la confianza es necesario un nuevo contrato entre la banca y los consumidores e inversores de manera que se eliminen los conflictos de interés y se aumente la transparencia para el cliente. La cuestión es si la regulación estará a la altura para fomentar este nuevo contrato.

La reforma reguladora puede tener un impacto importante en el grado de internacionalización del sector bancario. En efecto, el tratamiento dado en los requisitos de capital a las participaciones minoritarias tendrá consecuencias importantes en la expansión internacional de las entidades financieras, y la tendencia a aislar los problemas de las entidades en el país en que se den puede llevar a entidades supranacionales que sean colecciones de subsidiarias capitalizadas, reguladas y supervisadas independientemente. Por ejemplo, en la UE sustituyendo las sucursales por subsidiarias nacionales. Ello puede representar un freno a la integración del mercado financiero europeo. Además, en la UE, y en la Eurozona en particular, se necesitan mecanismos de resolución de crisis de entidades paneuropeas que establezcan *ex ante* la financiación de la restructuración y que estén acompañadas de un seguro de depósito a nivel europeo para evitar problemas como los explicitados en la quiebra de Fortis. Este tema está sobre la mesa de debate en la UE.

La innovación financiera ha tenido un papel controvertido al facilitar el arbitraje regulatorio (como el abuso en las titulaciones para evitar requisitos de capital). La raíz del problema es más una regulación inadecuada que la innovación en sí. Por ejemplo, los mercados de derivados proporcionan oportunidades de cobertura a los agentes económicos y señales informativas que agregan la información dispersa en el mercado y este papel se puede preservar con el control y la transparencia del riesgo de contrapartida. La titulización en sí es una innovación que permite transferir el riesgo y diversificar y, por consiguiente, aumentar el crédito disponible para la economía. Los problemas detectados se derivan de la cadena de incentivos incorrectos mencionados anteriormente en el marco de una regulación deficiente. El reto en este caso consiste en establecer una regulación del sector financiero que permita el desarrollo de la titulización con los incentivos adecuados (entre ellos requisitos apropiados de capital).

6. Conclusiones

La crisis ha puesto de manifiesto debilidades muy importantes en la regulación y supervisión del sistema financiero y deja más preguntas e interrogantes que certezas sobre el camino adecuado a seguir.

La regulación se enfrenta al reto de cómo hacer el sistema financiero más resistente y estable sin reprimir su desarrollo, protegiendo el interés público, la innovación, y preservando la globalización. Ello es crucial puesto que el sistema financiero es una pieza importante del crecimiento económico. A largo plazo no hay contradicción entre estabilidad del sistema financiero y crecimiento económico. El sector financiero se enfrenta al reto de recuperar la confianza y la reputación, y de adaptarse al nuevo entorno regulador más estricto, consecuencia de la visión de que el sector ha disfrutado de retornos excesivos debido a un asunción de riesgo también excesiva, ajustándose su tamaño a su contribución al desarrollo de la economía.



Las consecuencias de los cambios regulatorios serán muy importantes en la definición del modelo de negocio y en la estrategia de internacionalización de los intermediarios financieros aunque, de momento, el grado de incertidumbre es elevado dada la falta de concreción de las reformas emprendidas. La dirección del proceso de reforma parece adecuada pero habrá que esperar a los detalles para poder evaluar su grado de efectividad.

Referencias bibliográficas

- ACHARYA, V.; PEDERSEN, L.; PHILIPPON, T. y RICHARDSON, M. (en prensa): “A Tax on Systemic Risk”; en HAUBRICH, J. y LO, A., dirs.: *Quantifying Systemic Risk*. Cambridge, NBER.
- ADRIAN, T. y SHIN, H. S. (2010): “Liquidity and leverage”; en *Journal of Financial Intermediation* (19, 3); pp. 418-437.
- BEBCHUK, L.; COHEN, A. y SPAMANN, H. (2010): “The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008”; en *Yale Journal on Regulation* (27, 2); pp. 257-282.
- BEBCHUK, L. y SPAMANN, H. (2010): “Regulating bankers’ pay”; en *Georgetown Law Journal* (98, 2); pp. 247-287.
- CAMINAL, R.; GUAL, J. y VIVES, X. (1990): “Competition in Spanish banking”; en DERMINE, J., dir.: *European banking in the 1990s*. Oxford, Basil Blackwell; pp. 271-321.
- CHENG, I.-H.; HONG, H. y SCHEINKMAN, J. (2010): “Yesterday’s heroes: compensation and creative risk-taking”. Copia mimeografiada.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y DETRAGIACHE, E. (1998): “The determinants of banking crises: evidence from developing and developed countries”; en *IMF Staff Papers* (45, 1); pp. 81-109.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y DETRAGIACHE, E. (2001): “Financial liberalization and financial fragility”; en CAPRIO, G.; HONOHAN, P. y STIGLITZ, J., dirs.: *Financial liberalization: how far, how fast?* Cambridge, Cambridge University Press; pp. 96-124.
- DEWATRIPONT, M., y TIROLE, J. (1994): *The prudential regulation of banks*. Cambridge, MIT Press.
- EEAG (2010): “The Financial Crisis”; en CORSETTI, G.; DEVEREUX, M. P.; GUIISO, L.; HASSLER, J.; SAINT-PAUL, G.; SINN, H.-W.; STURM, J. E. y VIVES, X.: *The EEAG report on the European economy 2010*.



- FAHLENBRACH, R. y STULZ, R. (2009): *Bank CEO incentives and the credit crisis*. ECGI Finance Working Paper 256.
- HONKAPOHJA, S. (2009): *The 1990's financial crises in Nordic countries*. Bank of Finland Research Papers 5.
- HOSHI, T. y KASHYAP, A. (2000): "The Japanese banking crisis: where did it come from and how will it end?"; en *NBER Macroeconomics Annual 1999*, 14; pp. 129-201.
- MATUTES, C. y VIVES, X. (2000): "Imperfect Competition, Risk Taking and Regulation in Banking"; en *European Economic Review* 44 (1); pp. 1-34.
- REINHART, C. y ROGOFF, K. (2009): *This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises*. Princeton, Princeton University Press.
- SHIN, H. S. (2009): "Reflections on Northern Rock: the bank run that heralded the global financial crisis", en *Journal of Economic Perspectives* 23 (1); pp. 101-119.
- VIVES, X. (en prensa): "Competition and stability in banking"; CESifo WP 3050, en *Monetary Policy under Financial Turbulence (Proceedings of the Annual Conference of the Central Bank of Chile)*.