



Estabilidad financiera: 10 preguntas y unas siete respuestas

Discurso pronunciado por Jaime Caruana

Director General del Banco de Pagos Internacionales

Con motivo del 50º Simposio Aniversario del Banco de la Reserva de Australia

Sidney, 9 de febrero de 2010

Resumen

Este discurso plantea preguntas sobre asuntos como la estabilidad de los mercados, la suficiencia del control privado del riesgo y de los requerimientos de capital, las políticas aplicadas al riesgo sistémico, su relación con la política monetaria y la cooperación internacional. En este sentido, se extraen tres conclusiones. En primer lugar, la estabilidad financiera requiere no sólo que la regulación bancaria mejore a nivel micro, sino que a nivel macroprudencial se eleven los márgenes de seguridad en los momentos buenos y que las entidades grandes e interconectadas internalicen su contribución al riesgo sistémico. En segundo lugar, la estabilidad financiera necesita la contribución de las políticas macroeconómicas, incluida la política monetaria. Por último, para mantener la estabilidad financiera también es vital la cooperación internacional.

Discurso completo

Es para mí un honor haber sido invitado a participar en el 50º Simposio Aniversario del Banco de la Reserva de Australia. Antes de entrar de lleno en el asunto que nos ocupa, permítanme felicitar a esta institución, que hace gala de su constante participación en los foros internacionales. Desde 1970, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) cuenta entre sus miembros con el Banco de la Reserva de Australia, cuyos economistas han sido de inestimable ayuda durante sus visitas de trabajo en nuestra sede de Basilea, así como en nuestra Oficina de Representación para Asia y el Pacífico. Quisiera aprovechar la oportunidad para expresar mi gratitud por la larga y excelente colaboración entre ambas instituciones y mi confianza en que esta relación se refuerce aún más.

En mi discurso de hoy plantearé 10 preguntas en torno a la estabilidad financiera, aunque tengo que admitir que sólo tengo respuestas, con mayor o menor grado de acierto, para unas siete. Este formato se lo debo a Alan Blinder, quien en 2006 planteó 16 preguntas y unas 12 respuestas sobre política monetaria en el Banco de España¹. Reconozco que su porcentaje de respuestas fue mayor que el mío, como cabría esperar de un catedrático de economía por la Universidad de Princeton al abordar un tema más conocido. Aun así, espero que acepten mis siete respuestas aproximadamente y que me den el aprobado con el 70%.

¹ "Monetary policy today: sixteen questions and about twelve answers", en Banco de España, *Central banks in the 21st century*.



1. ¿Son los ciclos financieros de auge y recesión inherentes a un sistema económico de mercado?

Por desgracia, sí. Los mercados financieros no son intrínsecamente estables, aunque debo matizar mi respuesta. Antes de que estallara la crisis, podría haberse pensado que sólo las economías emergentes se veían afectadas por la inestabilidad financiera. Las crisis bancarias de los países nórdicos hicieron pensar que la inestabilidad financiera en las economías avanzadas no era más que un problema transitorio asociado a la desregulación financiera. Pero ahora ha quedado claro que en determinadas condiciones los mercados financieros no se estabilizan por sí solos, o bien sólo lo hacen con un coste social inaceptable.

Como afirmó Charles Kindleberger² (antiguo economista del BPI), las manías, los pánicos y las quiebras no son algo inusual. De hecho, parece que cada cinco a diez años se produce un acontecimiento único para toda una generación. Por ejemplo, en los 25 años que precedieron a la reciente crisis financiera internacional, 93 países sufrieron en sus sistemas financieros un total de 117 perturbaciones sistémicas y 51 alteraciones de menor grado, lo que supone seis al año. Prácticamente ningún país se ha librado.

La respuesta no consiste pues en restringir el funcionamiento de los mercados financieros, sino más bien en reconocer que éstos necesitan reglas, límites y vigilancia para que los fallos del mercado sean menos frecuentes y costosos. Además, estas reglas, límites y vigilancia deben aplicarse desde una óptica macroprudencial, es decir teniendo en cuenta no sólo los riesgos individuales sino también el riesgo sistémico.

La pregunta entonces es si esto es posible. Antes de la crisis, a cualquiera que sospechara de desequilibrios financieros y de una mala valoración del riesgo se le preguntaba por qué creía saber más que los propios mercados. Esta pregunta es importante ya que diversos órganos oficiales intentan ahora vigilar más de cerca los riesgos financieros para poder actuar antes y evitar que se produzca una crisis, o al menos reducir su impacto. Dos de estos órganos son el FMI y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), que han asumido la difícil tarea de detectar los problemas en los mercados financieros antes de que nos impacten de lleno. En mi opinión, la crisis no ha sugerido que seamos más listos ni que sepamos más que los participantes del mercado, sino más bien que tenemos el lujo de tener horizontes temporales más amplios, contar con incentivos distintos y perseguir un objetivo de interés público.

Con todo, todavía es pronto para sacar conclusiones y debemos ser cautos para no elevar demasiado las expectativas. De hecho, una de las lecciones de esta crisis es que reconocer las vulnerabilidades resulta más fácil que hacer algo para remediarlas. Nunca será sencillo adoptar decisiones impopulares para prevenir acontecimientos que se consideran poco probables e inciertos.

2. ¿Puede la gestión de riesgos en el sector privado mantener a raya los riesgos del sistema en su conjunto?

Por sí sola, no. Para responder a esta pregunta, haré referencia tanto a la gestión de riesgos en las entidades financieras, como al proceso más amplio por el que los participantes de los mercados se imponen mutuamente disciplina a la hora de asumir riesgos.

² C. Kindleberger y R. Aliber, *Manias, panics and crashes*, 5ª edición, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2005.



Desde la perspectiva de la gestión de riesgos interna, no pueden negarse todos los avances realizados hasta ahora, con el desarrollo de nuevos enfoques conceptuales y cuantitativos que tan útiles han sido en diversos aspectos. Ahora bien, menos aún puede negarse que la gestión de riesgos ha resultado menos fiable de lo que se pensaba, ya que la capacidad e incentivos para asumir riesgos han superado claramente cualquier mejora en su gestión. La gestión del riesgo consiste en cuantificar algo que ocurre con poca frecuencia, es decir valorar los riesgos extremos, que por definición suceden raramente. Incluso las pruebas de tensión han resultado fútiles, al no contemplar entre sus escenarios las posibilidades remotas que al final se hicieron realidad durante los dos últimos años³. En resumen, las técnicas de gestión del riesgo no sólo deben considerar lo desconocido cuya existencia conocemos, sino también lo desconocido cuya existencia desconocemos.

Las reformas en este ámbito exigirán calcular las pérdidas potenciales a partir de series de datos más largas. Además, los cálculos deberán incorporar situaciones de mercados en tensión, con el fin de estar alerta cuando ya nadie se acuerde de las recientes turbulencias.

Más importante aún que los datos y modelos utilizados, se han observado deficiencias en el gobierno corporativo y en los incentivos dentro de las entidades financieras. Cuando parecía que la gestión del riesgo había conseguido controlarlo, los directivos consintieron un mayor apalancamiento en respuesta a los incentivos para “aumentar el valor para el accionista” en base a los resultados a corto plazo. Ensanchando los arcones de la carretera pueden salvarse vidas, pero no si los conductores reaccionan acelerando; siguiendo esta analogía, los requerimientos de capital son los límites de velocidad de la banca.

En cuanto al proceso más amplio de disciplina de mercado, la situación puede calificarse de decepcionante. Si ya es de por sí malo que algunas entidades financieras no supieran gestionar como es debido sus propios riesgos, peor aún es que sus contrapartes se lo permitieran⁴. La disciplina de mercado falló no sólo con respecto a las entidades individuales, sino también con respecto a los instrumentos. Por ejemplo, ¿por qué las agencias de calificación y los inversores finales no insistieron para que los originadores de hipotecas retuvieran parte de las mismas y evitar así el riesgo moral?⁵ Según parece, las entidades hipotecarias australianas funcionan de un modo diferente.

Hay un último aspecto en el que la gestión de riesgos en el sector privado no bastará para controlar el riesgo. Cada entidad privada tiene en cuenta el riesgo subyacente al sistema financiero, pero incluso aunque todas ellas mantengan a raya sus propios riesgos, no pueden evitar la concentración de riesgo en el sistema. El control de este riesgo sistémico requiere la participación de los reguladores.

3. ¿Los requerimientos de capital son necesarios y suficientes para garantizar la estabilidad financiera?

³ R. Alfaro y M. Drehmann, “Macro stress tests and crises: what can we learn?”, *BIS Quarterly Review*, diciembre 2009, pp 29–41; Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, “Principios para la realización y supervisión de pruebas de tensión – versión definitiva”, mayo 2009.

⁴ A. Frankel, “The risk of relying on reputational capital: a case study of the 2007 failure of New Century Financial”, *BIS Working Papers*, nº 294, diciembre 2009.

⁵ I. Fender y J. Mitchell, “The future of securitisation: how to align incentives?”, *BIS Quarterly Review*, septiembre 2009, pp 27–43.



Sí, los requerimientos de capital son necesarios, y no, no son suficientes. De hecho, yo diría que la regulación no fue sino parte del problema y ahora es sólo parte de la solución. No basta con el capital y tampoco basta con la regulación.

Como una vez se dijo acerca del Banco de Inglaterra, un banco tiene “el deber de ser rico”⁶. Los requerimientos de capital deben servir de respaldo para poder absorber pérdidas en caso de perturbaciones financieras y económicas, reduciendo con ello el riesgo de trasvase desde el sector financiero hacia la economía real. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha extraído la lección respecto a la necesidad de mejorar la calidad del capital, elevar el nivel de capital exigido y mejorar el cómputo del riesgo en el marco de Basilea, especialmente con respecto a la cartera de negociación. Para sostener los pantalones se necesita tanto cinturón como tirantes, es decir aplicar un coeficiente de apalancamiento más simple en caso de que el coeficiente ponderado por riesgo quede distorsionado por una valoración errónea del riesgo de los activos⁷.

Una de las principales reformas introducidas por el Comité de Basilea consiste en aplicar la óptica macroprudencial tanto a los riesgos para el conjunto del sistema, como a sus repercusiones procíclicas en el tiempo. Hemos aprendido que el capital debe acumularse en los momentos de bonanza económica para poder disponer de él en las épocas de vacas flacas.

El capital es un componente esencial de la reforma financiera, pero la crisis ha también destacado la importancia de la *gestión de la liquidez*. Cuando un banco está bien capitalizado es menos proclive a sufrir una huida de capitales, y cuando goza de liquidez tiene tiempo para ampliar su capital. Aunque las entidades de crédito tienen por misión la transformación de vencimientos, también deben encargarse de mantener un nivel de liquidez adecuado. Para paliar las deficiencias en la regulación de la liquidez que quedaron patentes con la reciente crisis, el Comité de Basilea ha definido cuál es el nivel de liquidez necesario para asegurar la solidez de las entidades⁸. Los bancos deben mantener suficientes activos líquidos de alta calidad para poder aguantar todo un mes sin acceder a los mercados de capitales. Esta prueba es un reflejo de la que se ha realizado en Australia. Además, los bancos deben contar con un sólido sistema de financiación que se ajuste a su modelo de negocio.

El capital y la liquidez conforman las reformas financieras de base, aunque se están barajando medidas adicionales, ya que el riesgo sistémico exige combatir en distintos frentes, como explicaré en mi próxima pregunta.

4. ¿Qué hay que hacer con respecto al riesgo sistémico?

Sabemos hacia dónde debemos dirigirnos, aun cuando no conocemos exactamente el destino final.

Aunque las medidas oficiales frente a la crisis fueron inevitables para soslayar la quiebra del sistema financiero, al mismo tiempo han planteado nuevos retos. Se han rescatado instituciones grandes y frágiles, y las fusiones han creado instituciones incluso mayores. Además, las diversas medidas de apoyo y rescate plantean enormes problemas de

⁶ R. Sayers, *The Bank of England, 1891–1944*, Cambridge: Cambridge University Press, 1976, p 27.

⁷ Basel Committee on Banking Supervision, “Strengthening the resilience of the banking sector – consultative document”, diciembre 2009.

⁸ Basel Committee on Banking Supervision, “International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring – consultative document”, diciembre 2009.



riesgo moral si los mercados dan por sentado que volverán a repetirse en caso de nuevas complicaciones.

La crisis financiera mundial ha subrayado una vez más que el riesgo sistémico no es ajeno al funcionamiento de los mercados financieros. El riesgo sistémico no se limita a la onda de choque que produce un evento externo a modo de meteorito. De hecho, la perturbación observada en los mercados financieros durante la reciente crisis ha sido la norma en todas las caídas generalizadas del producto interior bruto⁹. Echando la vista atrás, no hay duda de que los estrechos diferenciales de riesgo, la escasa volatilidad, los elevados precios de los activos y el alto grado de apalancamiento hasta 2007 fueron síntomas de inestabilidad latente, y no simplemente los efectos secundarios de un ciclo económico favorable, procesos de producción muy sincronizados o la globalización económica. Precisamente cuando el riesgo parecía más remoto según los indicadores de mercado y cuando la complacencia estaba en su punto álgido, es cuando el sistema resultó más frágil.

Como ya he mencionado, las reservas de capital y las provisiones hay que acumularlas durante las épocas buenas para poder disponer de ellas en los momentos malos¹⁰. De este modo, podremos hacer frente al riesgo de prociclicidad inherente al sistema financiero, que es la dimensión temporal del riesgo sistémico. La otra dimensión es la intersectorial, por lo que debemos abordar también las exposiciones comunes o interconexiones entre instituciones financieras. Resulta difícil cuantificar el riesgo sistémico que presenta una entidad en concreto, pero este riesgo existe¹¹ y debe internalizarse de alguna manera.

En este sentido podrían destacarse seis políticas distintas.

- Una sería proponer normas prudenciales más estrictas para las entidades financieras más grandes, interconectadas e indispensables. Estas normas podrían ajustarse en función de los activos ponderados por riesgo o a través de un coeficiente de apalancamiento fijo, o incluso ambos, con el objetivo de reducir la probabilidad de quiebra. Las normas deberían aplicarse a las instituciones a lo largo de una escala gradual en función de su importancia sistémica.
- Una segunda política consiste en mejorar la capacidad del sistema para permitir la resolución ordenada en caso de que quiebre una institución grande, compleja y transfronteriza, lo cual no es tarea fácil. Como mencioné antes, la comunidad internacional está trabajando activamente en este frente. Si los requerimientos de capital no impiden la quiebra de una institución financiera importante, los regímenes de resolución deben permitir que dicha quiebra se gestione entre los

⁹ Alfaro y Drehmann, *op. cit.*

¹⁰ J. Caruana, "The international policy response to financial crises: making the macroprudential approach operational", participación en el panel de expertos, Jackson Hole, 21–22 agosto 2009; Banco de Pagos Internacionales, *79º Informe Anual*, Capítulo VII, junio 2009; C. Borio y M. Drehmann, "Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences", *BIS Working Papers*, nº 284, junio 2009, pp 5–8; Banco de Pagos Internacionales, "Addressing financial system procyclicality: a possible framework", presentado al FSF Working Group on Market and Institutional Resilience, abril 2009

¹¹ Personal del Fondo Monetario Internacional y del Banco de Pagos Internacionales, junto con la Secretaría del Consejo de Estabilidad Financiera, *Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations*, informe a los ministros de Finanzas y Gobernadores de bancos centrales del G-20, octubre 2009; N. Tarashev, C. Borio y K. Tsatsaronis, "The systemic importance of financial institutions", *BIS Quarterly Review*, septiembre 2009, pp 75–87.



países implicados¹². El Comité de Basilea ha recomendado a los supervisores ofrecer a los bancos incentivos prudenciales de capital o de otro tipo para que simplifiquen las estructuras de grupo que por su complejidad impiden una resolución ordenada y eficiente. También ha recomendado reforzar los poderes nacionales en materia de resolución bancaria, los planes de contingencia de cada institución con la participación de las propias entidades y de las jurisdicciones críticas de origen y acogida, así como medidas para evitar el contagio, como por ejemplo la mejora de los mecanismos de compensación de posiciones. Tanto el FSB como el BCBS está trabajando para mejorar los regímenes de resolución incluso en el caso de bancos transfronterizos complejos.

- Una tercera medida sería simplificar la estructura de las entidades o limitar el ámbito de sus actividades. Las propuestas incluyen escindir bancos seguros o evitar que las instituciones clave participen en actividades de riesgo, limitar su tamaño o incluso promover estructuras más simples y el uso de filiales independientes. Éste ámbito todavía está abierto a debate.
- La cuarta solución pasa por mejorar las infraestructuras para reducir las interconexiones y con ello los costes de la quiebra. En este frente también se ha avanzado. Mientras que los requerimientos de capital ayudan a preservar la solidez de las instituciones, la estabilidad financiera depende también de la estructura del mercado y de su engranaje, a saber los mecanismos de compensación y liquidación. En Basilea, el Comité sobre el Sistema Financiero Global y el Comité de Sistemas de Pago y Compensación complementan la labor del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en este ámbito. El riesgo de crédito de contraparte puede ser demasiado elevado en los mercados no organizados. El interés privado en este tipo de infraestructuras no puede superponerse al interés público en los mercados organizados o en las entidades de contrapartida central, cuando éstos sean factibles y pueden cumplir normas estrictas.
- En quinto lugar, podría gravarse a las entidades más grandes o interconectadas. Aunque ésta puede ser una forma clásica de hacer frente a una externalidad, su uso plantea diversos interrogantes. Por ejemplo, ¿acabarán pagando este impuesto los clientes, o incluso los accionistas cuando carezcan de control suficiente sobre la empresa? ¿No sería preferible aplicar requerimientos más estrictos sobre el capital y la liquidez, o incluso incentivos prudenciales a favor de estructuras más sencillas?
- La última opción consiste en supervisar las instituciones sistémicas de un modo más activo, asegurando también que se mantiene el perímetro de la regulación financiera.

Pero incluso con todos estos elementos integrados en la reforma financiera, en mi opinión la crisis ha demostrado que para hacer frente a los riesgos del conjunto del sistema deben darse dos condiciones: que las políticas macroeconómicas tengan en cuenta la acumulación de desequilibrios financieros y que la cooperación internacional sea suficiente para garantizarles consistencia. Estos asuntos los abordaré en dos preguntas más adelante.

¹² Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Report and recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, septiembre 2009.



5. ¿Qué papel juega la implementación?

Esta pregunta todavía no se ha respondido de forma satisfactoria, aunque la reciente crisis ha dado algunas pistas. En ocasiones, regulaciones similares han producido resultados muy distintos según el país. Esto podría explicarse por diversos motivos: la estructura del sistema financiero, su grado de sofisticación, los diferentes modelos de negocio, etc. Yo creo que otro motivo es el rigor con el que se han aplicado las normas.

Claro está, cuando en una economía se dispara el precio de los activos por un exceso de crédito, los bancos acaban pagando las consecuencias en la fase bajista y ningún supervisor puede asegurar la estabilidad financiera cuando los precios del sector inmobiliario caen un 60% o 70%.

Ahora bien, hay que reconocer que durante la reciente crisis no hubo una conexión clara entre la macroeconomía y las alteraciones del sistema bancario. Es cierto que los bancos de países donde el sector inmobiliario atravesó un ciclo de auge y recesión se vieron afectados, pero más sufrieron los de Estados Unidos y el Reino Unido, que habían trasladado sus exposiciones inmobiliarias a vehículos de financiación especiales. Asimismo, algunos bancos en Suiza y Alemania se vieron muy afectados, no tanto por su exposición a prestatarios de sus países, sino frente al sector inmobiliario estadounidense. El problema en estos casos surgió de sus inversiones transfronterizas en activos financieros titulizados.

Todo ello sugiere la importancia de exigir el correcto cumplimiento de las normas. Además de la regulación en sí, también importa el rigor con el que ésta se aplica, como ha quedado patente en casos positivos como los de Australia y Canadá. Contradiendo la creencia de que una supervisión estricta restringe la competitividad, la crisis ha demostrado que los sistemas financieros de países con supervisión estricta y rigurosa fueron lo que sortearon mejor la crisis.

Otra implicación que se desprende de la escasa conexión entre el país de origen y la exposición a los activos en dificultades es que la vulnerabilidad del sistema bancario debe valorarse no sólo en base al crédito y los activos en la economía local, sino también teniendo en cuenta a qué países se encuentra expuesto. Una última implicación, a la que me referiré en un momento, es la importancia de la coordinación internacional entre supervisores.

6. ¿Puede resolverse el problema de la estabilidad financiera con un sistema bancario restringido?

En general, no.

Desde una perspectiva histórica, es lógico que vuelva el interés por una banca de pagos y depósitos en sentido estricto (*narrow banking*) tras el reciente ciclo de auge y recesión generado por el crédito. H. Simon defendió esta idea en un momento similar allá por los años 30¹³. Una vez más, al hacerse patentes las nefastas consecuencias de los excesos en la toma de riesgos, han surgido voces que propugnan restringir los modelos más arriesgados.

Sin embargo, acotar el sistema bancario no haría más que facilitar que el riesgo de crédito escape al perímetro regulador, con lo que la estabilidad financiera también quedaría fuera de estos confines. La economía necesita un flujo sostenido de crédito, no sólo depósitos seguros y pagos ágiles. La inestabilidad se acentuaría cuando existen

¹³ H. Simon, "Rules versus authorities in monetary policy", *Journal of Political Economy*, 1936, vol 44, pp 1–30.



entidades pseudobancarias de alto riesgo que crecen más rápido que los bancos seguros en las fases alcistas, para después desaparecer con rapidez durante las crisis.

Valga como ejemplo el sector de los fondos del mercado monetario en Estados Unidos. A través de un proceso de mercado autónomo, el sector se dividió en dos: por un lado la banca en sentido estricto (únicamente fondos de bonos del Estado) y por el otro un modelo más amplio (fondos “*prime*”). La quiebra de Lehman provocó la huida generalizada de los fondos *prime* hacia los fondos de fondos del Estado¹⁴, lo que amenazó con contraer en exceso el crédito hacia los bancos y empresas. Las autoridades de Estados Unidos actuaron como prestamistas de última instancia y aseguraron depósitos *ex post* con el fin de estabilizar el sector.

Las recientes propuestas estadounidenses (la llamada regla Volcker) para impedir que las instituciones financieras clave realicen actividades propias de *hedge funds* y sociedades de capital inversión y operaciones por cuenta propia persiguen circunscribir el uso de los depósitos asegurados para financiar actividades bancarias más tradicionales. Pero al mismo tiempo, dichos planes exigirían una mayor vigilancia del perímetro regulatorio y podrían crear mayor complejidad e interdependencia en el sistema financiero. Allí donde la banca constituye la mayor parte del sistema financiero, estas restricciones podrían limitar la financiación de actividades a largo plazo más arriesgadas que merecen financiación bajo un apropiado sistema de gestión de riesgo.

Un sistema bancario restringido a pagos y depósitos, o al menos más restringido que el actual, puede ser recomendable en ciertos casos y los supervisores deben tener la capacidad de acotar ciertas actividades. Pero no estoy convencido de que sea lo adecuado en sentido general, por lo que habría que considerar la cuestión con mayor detenimiento.

Otra pregunta relacionada es si existe un modelo que sea el más adecuado para la banca global.

Aquí de nuevo estamos tanteando posibles respuestas, aunque podemos extraer ciertas lecciones de la crisis.

La experiencia reciente ha puesto de manifiesto ciertas limitaciones del modelo de financiación por el que los bancos toman fondos prestados de los mercados mundiales para redistribuirlos después entre monedas y países. Al colapsarse de forma inaudita este arbitraje, resultó imposible transformar liquidez de una moneda a otra con la facilidad y rapidez acostumbradas. Aprendida la lección, los bancos buscan ahora una base más estable y diversificada para sus depósitos. Los bancos que operaban con un modelo multinacional descentralizado, basado en filiales dotadas de depósitos minoristas estables, parecen haber respondido mejor que aquellos que seguían modelos basados en la financiación transfronteriza.

Aun así, debemos entender mejor qué ha funcionado y qué ha fallado. Diversos grupos de trabajo del Comité sobre el Sistema Financiero Global están abordando esta cuestión desde distintos frentes para dar respuesta a las preguntas planteadas por el FSB. Uno de estos grupos está presidido por un alto cargo del Banco de la Reserva de Australia.

¹⁴ Consistente con la interpretación de Stanley Fischer de que los partícipes en fondos del mercado monetario “desean obtener mayores rendimientos pensando que no tendrán que soportar el riesgo” en J. Boyd y M. Gertler, “US commercial banking: trends, cycles, and policy”, en O. Blanchard y S. Fischer (eds), *NBER Macroeconomics Annual 1993*, Cambridge: MIT Press, 1993, p 377. Véase N. Baba, R. McCauley y S. Ramaswamy, “US dollar money market funds and non-US banks”, *BIS Quarterly Review*, marzo 2009, pp 65–81.



7. ¿Es necesario que la política monetaria contribuya a la estabilidad financiera?

La respuesta es sí, pero hay que matizar la formulación de esta pregunta. No se trata de saber si la política monetaria debe tener como objetivo los precios de los activos, sino de cómo puede actuar de forma más simétrica e moderar la acumulación de desequilibrios financieros.

Resulta tentador, siguiendo a Tinbergen, hacer una asignación unívoca de instrumentos por la que, al menos en circunstancias normales, la estabilidad de precios esté garantizada por la política de tipos de interés, mientras que de la estabilidad financiera se encarguen las políticas macroprudenciales, ya sea mediante requerimientos de capital o restricciones al crédito, tanto si son generales como dirigidas a un sector concreto. Desde esta óptica, la estabilidad financiera le debe poco a la política monetaria.

Como ejemplos pueden citarse los de Hong Kong y España, que han hecho frente a sendos ciclos inmobiliarios sin poder recurrir a sus tipos de interés. En los años 90, los rendimientos del mercado monetario de Hong Kong básicamente los determinaba la Reserva Federal. En el caso español una década después, los tipos de interés para el euro se fijaban en función de las condiciones generales en la zona del euro. En ambos casos, los mercados inmobiliarios de estas economías atravesaron un ciclo de auge y recesión que amenazó con desbaratar sus respectivos sistemas bancarios. En el caso de Hong Kong, las autoridades redujeron la relación préstamo/valor permitida para préstamos inmobiliarios¹⁵, mientras que en España las autoridades fomentaron la acumulación de reservas mediante provisiones anticíclicas¹⁶. En ambos casos, los bancos soportaron la recesión mejor de lo que cabría imaginar.

Sin embargo, en términos generales las políticas prudenciales no bastan para mantener la estabilidad financiera, y los reguladores se verían superados si no contaran con la ayuda de la política monetaria. Después de todo, los tipos de interés a corto plazo determinan el coste del apalancamiento, elemento básico de cualquier burbuja de activos originada por un exceso de deuda. En Australia, el Banco de la Reserva acertó en 2003 al subir el tipo de interés ante el fuerte crecimiento de los precios de la vivienda y del crédito¹⁷. Por aquél entonces, se temió que el banco central se estuviera desviando de su objetivo de estabilidad de precios, pero la experiencia demostró que se trató más bien de perseguir su objetivo explícito de estabilidad de precios a lo largo del ciclo económico.

8. ¿Están los bancos centrales bien preparados para ejercer su función de estabilidad financiera?

En mi opinión, la mayoría lo están, pero podrían estarlo mucho mejor.

¹⁵ R. McCauley, J. Ruud y F. Iacono, *Dodging bullets*, Capítulo 10, Cambridge: MIT Press, 1999; S. Gerlach y W. Peng, "Bank lending and property prices in Hong Kong", *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, nº 2, febrero 2005, pp 461–81.

¹⁶ J. Caruana, "Monetary policy, financial stability and asset prices", *Documentos Ocasionales*, nº 0507, Banco de España, 2005.

¹⁷ A. Cagliarini, C. Kent y G. Stevens, "Fifty years of monetary policy: what have we learned?", presentado en este simposio.



Como es sabido, no todos los bancos centrales tienen o comparten la responsabilidad sobre la supervisión bancaria. Mientras que los principales bancos centrales del ASEAN y el Banco de la Reserva de la India también ejercen de supervisores bancarios, los de Corea y Japón se asemejan más al Banco de Inglaterra, con una separación formal entre el banco central y el supervisor. Incluso podría afirmarse que los bancos centrales que gozan de potestades supervisoras están en mejor situación de adoptar una perspectiva macro al supervisar a las entidades individuales.

En cambio, los que no cuentan con tales potestades necesitan contar con otros medios para adoptar una óptica macroprudencial efectiva. De hecho, podría afirmarse que los bancos centrales de Asia han sido precursores en el uso de herramientas macroprudenciales. Tanto si la supervisión prudencial recae en el banco central como si no, la reciente crisis financiera ha destacado la importante labor que éste puede desempeñar en materia de estabilidad financiera. Todo ello plantea importantes interrogantes en cuanto a sus mandatos, capacidades, herramientas, inmunidades y estructuras de buen gobierno:

- ¿Sobre qué bases se asienta el mandato del banco central para velar por la estabilidad financiera? ¿Tiene una base legislativa sólida o se trata más bien de la opinión pública acerca de su responsabilidad para garantizar la estabilidad financiera?
- ¿Cuenta el banco central con las aptitudes y recursos necesarios? ¿Pueden adaptarse los modelos y perspectivas del banco central para valorar las vulnerabilidades financieras y analizar posibles respuestas?
- ¿Cuenta el banco central con las herramientas necesarias? ¿Están oxidadas por falta de uso, o deben sentarse las bases legales o administrativas para dotarlo de nuevas herramientas?
- ¿Se adapta la noción de independencia del banco central a estas nuevas responsabilidades? ¿Deben extenderse sus inmunidades jurídicas o modificarse el control legislativo para llevar a cabo sus funciones en pos de la estabilidad financiera?
- ¿Son suficientemente robustos los mecanismos de reparto de pérdidas para poder soportar los riesgos de balance que conllevan políticas como las adoptadas recientemente para restablecer la estabilidad financiera?
- ¿Necesita el banco central cambios en sus mecanismos de buen gobierno, siguiendo la estela del Banco de la Reserva de Australia al separar su Comité de Política Monetaria de su Consejo del Sistema de Pagos?

El Comité sobre el Sistema Financiero Global trabaja actualmente para catalogar y analizar lo que se ha hecho hasta ahora en este ámbito y qué medidas han dado resultado. Al mismo tiempo, el Foro sobre Gobernanza de los Bancos Centrales también está estudiando la labor de los bancos centrales en torno a la estabilidad financiera. Confiamos en tener pronto mejores respuestas en este frente.

9. ¿Basta con que cada país se ocupe de sí mismo?¹⁸

¹⁸ T. Padoa-Schioppa, "Interdependence and cooperation: an endangered pair?", *BIS Papers*, nº 27, febrero 2006, pp 4–7.



No, necesitamos también coordinación internacional. Así como la gestión de riesgos en el seno de cada entidad no garantiza la estabilidad en los mercados financieros, la estabilidad macroeconómica y financiera en cada país no es garantía de estabilidad financiera a escala mundial.

Quisiera destacar aquí algunas medidas recientes para reforzar la coordinación internacional.

En primer lugar, el perímetro de la coordinación internacional se ha ampliado. Más países se han unido para dar respuesta a la crisis. En este sentido quisiera destacar la reciente inclusión de las principales economías emergentes en las reuniones internacionales, que ha sido muy beneficiosa y eficiente.

En segundo lugar, el G-20 ha dado impulso político a la reforma de la regulación financiera y a la cooperación entre políticas, lo cual exigirá mayor coherencia entre las políticas macroeconómicas y financieras de los distintos países. En concreto, el nuevo ejercicio de evaluación mutua actualmente en curso señala el compromiso de los países del G-20 para cooperar en ámbitos más amplios.

Tercero, el FSB tiene por misión mejorar la coordinación internacional entre las autoridades que diseñan las políticas, los reguladores financieros, los supervisores y los órganos normativos. Uno de estos esfuerzos es el Proceso de Basilea, que abarca una amplia gama de iniciativas de cooperación entre supervisores bancarios, expertos de bancos centrales sobre mercados financieros, y supervisores de fondos de garantía y de seguros. Estos nuevos mecanismos institucionales ya han dado sus primeros frutos, por ejemplo con la formación de órganos de supervisión colegiados, encargados de coordinar la vigilancia de este tipo de entidades con actividad internacional.

En cuarto lugar, los nuevos procesos de evaluación mutua garantizarán que todos los países cumplan las normas internacionales. Para fomentar la adherencia a las normas comunes, el FSB está realizando dos tipos de evaluaciones comparativas: una sobre temas concretos y la otra sobre determinadas economías. El Comité de Basilea también está llevando a cabo evaluaciones similares.

Todos estos mecanismos no son perfectos, sin duda, pero reflejan de alguna manera que las entidades y los mercados mundiales requieren cooperación internacional en materia de regulación, supervisión y políticas macroeconómicas.

10. ¿Será diferente la próxima vez?

Me decanto por pensar que, siempre que no nos volvamos complacientes y sigamos trabajando para reformar la regulación financiera, la respuesta será positiva, por muchos motivos que paso a resumir a continuación:

- Se está dotando a la regulación de mucha mayor capacidad de reacción, especialmente gracias a los nuevos requerimientos de capital y liquidez.
- Se está considerando mucho mejor el riesgo sistémico en sus dos dimensiones: temporal e intersectorial.
- Se está al menos considerando, aunque todavía no existe un total acuerdo, cómo puede contribuir la política monetaria, fiscal y tributaria a la estabilidad financiera.
- Se ha reforzado las estructuras de cooperación internacional y hemos permitido la participación de economías hasta ahora excluidas.
- Se ha mejorado la vigilancia sistemática de los mercados financieros para detectar cualquier indicio de vulnerabilidad subyacente o insostenibilidad.



Dicho esto, y citando el reciente trabajo de Reinhart y Rogoff¹⁹, no olvidemos lo caro que puede resultar el pensar que “Esta vez es distinto”. Cuanto más convencidos estemos de controlar bien los riesgos y la incertidumbre, y cuanto más creamos que hemos aprendido la lección, más vulnerables seremos a un exceso de confianza y más probable será que las cosas vuelvan a salir igual de mal.

Así pues, para que la próxima vez realmente sea distinto, debemos reforzar el sistema financiero y no bajar la guardia, con el fin de evitar a toda costa la tentación de pensar que esta vez es diferente.

Muchas gracias.

¹⁹ C. Reinhart y K. Rogoff, *This time is different: eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, 2009.