

## I. Más allá del rescate: salir de cuidados intensivos y concluir las reformas

Tres años después del estallido de la crisis, las expectativas de recuperación y de reformas económicas son elevadas, pero la paciencia es limitada. Las autoridades se enfrentan a un legado abrumador: los efectos secundarios de las continuas medidas de apoyo macroeconómico y financiero, junto con las vulnerabilidades no resueltas del sector financiero, amenazan con obstaculizar la recuperación. Además falta por completar el paquete de reformas necesarias para mejorar la capacidad de resistencia del sistema financiero.

Cuando estalló la crisis financiera transatlántica hace ya casi tres años, la respuesta de las autoridades consistió en aplicar un tratamiento de urgencia y administrar una potente medicación: elevadas dosis de ayuda directa al sistema financiero, bajas tasas de interés, amplia expansión de los balances de los bancos centrales e ingentes estímulos fiscales. Pero unas medidas tan contundentes comportan fuertes efectos secundarios y sus riesgos comienzan a hacerse visibles.

A continuación se indican los mayores problemas que pueden surgir del uso continuado de estas medidas extraordinarias. Las ayudas directas tienden a retrasar ajustes posteriores de vital importancia, con el consiguiente riesgo de crear entidades «zombi», tanto financieras como no financieras. Las bajas tasas de interés que prevalecen en la economía mundial están desalentando la necesaria reducción del apalancamiento, sumándose así a las distorsiones del sistema financiero y causando problemas en otros ámbitos. La expansión sostenida de sus balances hace que los bancos centrales sigan dominando algunos segmentos de los mercados financieros, lo que puede distorsionar la valoración de algunos bonos y préstamos financieros importantes, desalentar la necesaria participación en el mercado de particulares e instituciones privadas y aumentar el riesgo moral al señalar que existe un comprador de último recurso para ciertos instrumentos. Además, los estímulos fiscales están acrecentando cada vez más la deuda pública, que en algunos países ha emprendido una senda claramente insostenible.

Ha llegado el momento de preguntarse cuándo y cómo empezar a prescindir de estas contundentes medidas. No podemos ignorar el hecho de que la acumulación de efectos secundarios entraña un riesgo que, como poco, recomendaría la retirada de estas medidas antes de lo que muchos preferirían. Ahora bien, la retirada de algunas de ellas se ve dificultada por el estado del sector financiero y por las perspectivas macroeconómicas, que son frágiles en muchos países industriales y hacen arriesgado el endurecimiento de las políticas actuales.

En cuanto a las reformas, se está trabajando a buen ritmo. Existen propuestas detalladas y de amplio alcance cuyo objetivo es atajar las diversas causas de la crisis y los efectos de posibles amenazas futuras. Estas reformas harán menos probable una próxima crisis y, en caso de que se produzca, ayudarán a que sea menos severa. Sin embargo, tal y como mencionamos hace un año, el éxito exige la contribución de todos<sup>1</sup>. Los reguladores tienen que revisar su forma de enfocar la seguridad de los tres elementos esenciales del sistema financiero: instrumentos, mercados e instituciones. Deben establecer un marco macroprudencial para promover la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, más allá de la solidez de cada uno de sus componentes. Las autoridades fiscales han de esforzarse por mantener la sostenibilidad a largo plazo, asegurándose de que sus políticas absorben las perturbaciones (en vez de potenciarlas), acumulando para ello reservas en los buenos momentos con las que poder afrontar los malos. En cuanto a los bancos centrales, deben oponerse a los auges del crédito y del precio de los activos, reconociendo la amenaza que constituyen para la estabilidad de precios y para el crecimiento. El programa de reformas en todos estos frentes (regulador, fiscal y monetario) debe definirse y aplicarse hasta el final.

La primera parte de este capítulo introductorio esboza brevemente las medidas extraordinarias adoptadas durante la crisis y los riesgos derivados de su prolongada aplicación, que principalmente actuó sobre los síntomas. En las secciones posteriores, examinamos las causas subyacentes de la crisis, analizamos el trabajo que se está desarrollando para reformar el sistema financiero y evaluamos lo que todavía queda por hacer.

## Servicio de urgencias: respuesta inicial a la crisis

Al acentuarse la crisis con la quiebra de Lehman Brothers, las autoridades aplicaron una serie de medidas de emergencia de intensidad creciente con el objetivo de sostener los sistemas financieros y la economía real. Se trataba en definitiva de medidas típicas de una unidad de urgencias, que obligaron a dejar para más tarde la consideración de cualquier efecto secundario.

Las medidas aplicadas por las autoridades variaron en función de la estructura de sus economías y sistemas financieros: avales sobre activos y pasivos bancarios para evitar la retirada masiva de depósitos; préstamos directos concedidos por autoridades fiscales y bancos centrales, así como organismos financieros internacionales, para permitir refinanciar y evitar así los impagos; inyecciones de capital para evitar insolvencias; nacionalizaciones para que las instituciones en quiebra pudieran seguir dando servicio a sus clientes; eliminación de préstamos de baja calidad de los balances del sector privado y soporte al precio de activos cuyos mercados se habían tornado ilíquidos, con la consiguiente expansión de los balances de los bancos centrales; y certificación pública por los supervisores de la suficiencia del

<sup>1</sup> BPI, *79º Informe Anual*, junio de 2009, Capítulo VII.

capital de grandes bancos. Si hubiera que enumerar todas las medidas adoptadas, se llenarían páginas con programas específicos en prácticamente todas las economías avanzadas y en numerosas economías de mercado emergentes<sup>2</sup>.

Al amplio abanico de acciones directas para apuntalar el sistema financiero se unieron políticas macroeconómicas sin precedentes. Así, se adoptaron políticas monetarias y fiscales extremadamente acomodaticias para hacer frente a las consecuencias de la crisis. En Estados Unidos, Europa y Japón, el déficit público supera ya el 5% del PIB y las tasas de interés oficiales se sitúan en torno a cero. Al agotarse la vía convencional de relajación monetaria, los bancos centrales de importantes países desplazaron su foco de atención desde los precios hacia los volúmenes. En los últimos dos años, el volumen de activos de esos bancos centrales casi se ha duplicado y sigue siendo excesivo.

### Cuidados intensivos: el problema de los efectos secundarios

Las políticas de emergencia fueron cruciales en su momento y por lo general lograron sus objetivos a corto plazo, pero en la actualidad, tres años después del estallido de la crisis, muchas de ellas siguen aplicándose. Dicho sin rodeos: la conjunción de las vulnerabilidades persistentes en el sistema financiero con los efectos secundarios de un periodo tan prolongado de cuidados intensivos podría inducir la recaída del paciente.

La crisis ha dejado la coyuntura macroeconómica mundial en un estado más deteriorado que hace tres años. En Europa y Estados Unidos, el desempleo es alto y las perspectivas de la demanda débiles. Los programas de apoyo a mercados e instituciones han generado una dependencia de la que el sistema financiero podría tener dificultades para librarse a menos que continúe la actual política monetaria muy relajada. Además, algunos bancos y sistemas bancarios siguen manteniendo altos niveles de apalancamiento y aún parecen necesitar ayuda constante.

La crisis de la deuda soberana griega ilustra precisamente las fragilidades que perduran en el sistema financiero. A mediados de mayo, las crecientes dificultades asociadas a la solvencia de Grecia desembocaron en problemas de financiación para una serie de bancos, especialmente en Europa, que empezaban a parecerse a los surgidos tras la quiebra de Lehman. Estas dificultades de financiación no sólo reflejaron el nuevo problema de la deuda soberana, sino también las persistentes dudas sobre la calidad de los balances de la banca comercial. Ante esta situación, el BCE se adentró en nuevo territorio anunciando la compra de deuda pública y, al igual que ocurrió en la etapa anterior de la crisis, los bancos centrales abrieron líneas *swap* de emergencia para resolver algunos problemas de financiación.

<sup>2</sup> Los detalles se incluyen en BPI, *79º Informe Anual*, junio de 2009, y en los Capítulos II y VI del presente Informe Anual.

El apalancamiento continúa elevado en los sectores no financieros de muchos de los países que sufrieron de lleno la crisis. Según se argumenta en el Capítulo II, los hogares de estas economías han comenzado a reducir su endeudamiento, pero su significativo aumento por parte del sector público ha incrementado sustancialmente los niveles de deuda del sector no financiero desde 2007, y para finales de 2010 se prevé que hayan crecido en un 20–40% del PIB en Alemania, España, Estados Unidos, Francia y el Reino Unido. El alto apalancamiento sostenido no sólo implica la fragilidad de los balances de los sectores público y privado, que llevará años solucionar, sino que también limita seriamente el margen de intervención de la política fiscal si se hiciera necesario otro rescate público o privado.

Ciertamente, lo acontecido en el caso de Grecia subraya la posibilidad de que gobiernos altamente endeudados no puedan actuar como compradores de último recurso para salvar a bancos en crisis. Es decir, a finales de 2008 y principios de 2009, fueron los gobiernos quienes prestaron apoyo a la banca cuando ésta tuvo problemas, pero si la deuda del propio gobierno acabase no hallando comprador, cualquier futuro rescate del sistema bancario tendría que provenir del exterior.

La crisis de la deuda soberana griega puede haber retrasado la introducción de medidas monetarias restrictivas, pero cuanto más tiempo permanezcan bajas las tasas de interés en las principales economías avanzadas, mayores serán las distorsiones que generen, tanto a nivel nacional como internacional. Como explica el Capítulo III, un periodo prolongado de tasas de interés reales excepcionalmente bajas puede llegar a alterar las decisiones de inversión, posponer el reconocimiento de pérdidas, aumentar la asunción de riesgo con la consiguiente búsqueda de rentabilidad y fomentar elevados niveles de endeudamiento. La experiencia reciente, con exactamente esas consecuencias hace apenas cinco años, debiera llevar a extremar la cautela en esta ocasión. Es cierto que las circunstancias actuales son muy distintas a las de la primera mitad de la década pasada, pero la crisis de 2007–09 sugiere que los excesos financieros propiciados por las tasas oficiales bajas (auges en el crédito y en el precio de los activos, infravaloración del riesgo, etc.) acaban acarreando efectos devastadores.

Para aquellas economías que crecen con fuerza y precisan tasas oficiales más altas, los bajos niveles que predominan en el sistema financiero mundial no ayudan mucho, por no decir nada. Es más, los diferenciales entre tasas de interés provocan movimientos de capital. Como señalan los Capítulos III y IV, esos flujos presionan sobre los tipos de cambio, favorecen auges del crédito y burbujas en el precio de los activos y desestabilizan la economía cuando los diferenciales entre tasas de interés se normalizan induciendo la reversión de estos flujos.

Los grandes desembolsos fiscales destinados a respaldar la demanda agregada tras el estallido de la crisis de 2007–09, junto con los compromisos anteriores por prestaciones de asistencia sanitaria, pensiones y seguridad social, han hecho que la deuda pública se dispare de forma insostenible en muchos países industriales. Según se examina en el Capítulo V, el envejecimiento de la población empieza a lastrar con fuerza las finanzas públicas de las

economías más avanzadas. Los acontecimientos de la primera mitad de este año muestran que, para algunos países, podría ser ya demasiado tarde para proteger o restablecer con rapidez su posición en los mercados de deuda por sí solos. Pero, en cualquier caso, se imponen con urgencia esfuerzos considerables de consolidación fiscal, tanto en algunos países industriales como de forma general, en dos frentes: recortes para contener los déficits actuales y adopción de medidas convincentes para que éstos no se dispararen en el futuro.

La consolidación fiscal es más urgente si cabe en aquellos países a los que la crisis sorprendió con altos niveles de deuda como resultado tanto del gasto excesivo como de un bajo potencial de crecimiento debido a su falta de competitividad internacional. Los ajustes fiscales son de aplicación directa, aunque suelen resultar dolorosos. Sin embargo, los países que conforman una unión monetaria con sus principales socios comerciales no tienen la opción de recurrir a la devaluación de su moneda, por lo que la mejora de su competitividad sólo puede proceder de una mayor productividad o de menores salarios nominales. Como revela la larga trayectoria de crisis de deuda soberana, cuando los inversionistas pierden la confianza en la capacidad de un país para afrontar el pago de su deuda y se muestran reticentes a seguir invirtiendo en ella, la única opción que queda son los paquetes de ayuda, los rescates e incluso la reestructuración de la deuda.

### Diagnóstico: identificar las causas de la crisis

La máxima de todo buen médico debe ser tratar los síntomas de la enfermedad sin olvidar nunca sus causas. Lo que vale para dolencias médicas es igualmente válido para las crisis económicas y financieras, donde las autoridades deben ocuparse de los síntomas y al mismo tiempo seguir adelante con las reformas dirigidas a las causas, para reducir así el riesgo financiero sistémico lo antes posible. Así pues, para valorar mejor cuánto se ha avanzado en estas reformas, primero se resumirán brevemente las causas de la crisis. Todas ellas están sin duda interrelacionadas, pero para facilitar la exposición se dividirán en dos grandes categorías: microeconómicas y macroeconómicas<sup>3</sup>.

#### *Causas microeconómicas*

Las causas microeconómicas pueden subdividirse en tres bloques: incentivos distorsionados, errores en la cuantificación y gestión del riesgo, y deficiencias en materia de regulación y supervisión. La combinación de estos fallos permitió a todo el sector financiero contabilizar beneficios demasiado pronto, con demasiada facilidad y sin los adecuados ajustes en función del riesgo.

<sup>3</sup> La sección que sigue resume lo incluido en BPI, *79º Informe Anual*, junio de 2009, Capítulo I.

La crisis puso de manifiesto la distorsión de los incentivos para consumidores, inversionistas, empleados del sector financiero y agencias de calificación por igual. Consumidores e inversionistas no supieron tener suficiente cuidado, endeudándose considerablemente e invirtiendo en productos demasiado opacos y complejos. Los directivos de las entidades financieras, alentados por esquemas retributivos centrados en rendimientos a corto plazo y volúmenes de negocio, elevaron el apalancamiento y acumularon enormes riesgos. Las agencias de calificación, abrumadas por la avalancha de productos estructurados de gran complejidad pero incapaces de decir no a los beneficios que les reportaría su evaluación, no supieron valorar correctamente su probabilidad de impago.

Para cuantificar, valorar y gestionar el riesgo se requieren herramientas estadísticas modernas basadas en gran medida en la experiencia a largo plazo. Incluso para series de datos con abundante información histórica, la creencia de que el mundo evoluciona de forma lenta pero inexorable llevó a infravalorar la importancia del pasado más lejano y sus convulsiones. De este modo, el largo periodo reciente de relativa estabilidad llevó a creer que el riesgo había disminuido de forma permanente, de manera que se compraba y vendía muy barato. Sin embargo, como hemos aprendido a expensas de un gran coste social, esos métodos estadísticos tan generalizados fallan sobre todo al valorar acontecimientos infrecuentes y a gran escala. Cuando más los necesitamos, peor funcionan.

La inadecuada gobernanza de la gestión del riesgo creó problemas adicionales<sup>4</sup>. Los gestores de riesgos tienen la impopular tarea de recomendar a los operadores del mercado que dejen de ganar dinero. La falta de apoyo por parte de la alta dirección relegó a un segundo plano a estos gestores.

Por último, el sistema regulador fue demasiado indulgente y, en el caso de algunas actividades, demasiado fácil de burlar. El exceso de confianza de reguladores y supervisores en la disciplina del mercado (incluida la que supuestamente imponían las agencias de calificación crediticia) les llevó a mantener lo que podría definirse como una presencia extremadamente liviana en algunos países clave del sistema financiero mundial. Y cuando incluso esta leve presencia acabó antojándose excesiva, las instituciones financieras no tuvieron grandes problemas para sacar del perímetro regulador determinadas actividades. Así pues, al librar las batallas equivocadas o no pelear en absoluto, los reguladores y supervisores permitieron la acumulación de un riesgo enorme.

#### *Causas macroeconómicas*

Las causas macroeconómicas comprenden dos amplias categorías: problemas asociados con la acumulación de desequilibrios en las posiciones internacionales, y dificultades derivadas de un largo periodo de bajas tasas de interés reales.

<sup>4</sup> Counterparty Risk Management Policy Group, *Containing systemic risk: the road to reform*, informe del CRMPG III, 6 de agosto de 2008.

Durante la mayor parte de la década anterior a la crisis, los amplios y persistentes superávits y déficits por cuenta corriente generaron flujos netos de capitales desde economías de mercado emergentes donde el capital escaseaba hacia economías industriales donde abundaba. Lo importante no son tanto las diversas opiniones sobre el origen de estos flujos y la consiguiente acumulación de activos internacionales (exceso de demanda interna en algunas de las principales economías avanzadas, superabundancia de ahorro, escasez de oportunidades de inversión, demanda de activos internacionales de bajo riesgo con fines de diversificación o incluso el acopio de «botines de guerra» por economías de mercado emergentes). La clave reside más bien en que la relación simbiótica entre el crecimiento impulsado por las exportaciones en un conjunto de países y el crecimiento basado en el apalancamiento en otros generó grandes flujos brutos y enormes posiciones acreedoras por parte de residentes en países exportadores frente a aquellos en países importadores. Esos flujos y esas posiciones internacionales contribuyeron a la valoración errónea de los activos y a la propagación mundial de la crisis.

El segundo conjunto de causas macroeconómicas tiene su origen en el dilatado periodo de bajas tasas de interés oficiales y a largo plazo, ambas en términos reales, que se inició en 2001 y que tuvo importantes efectos. Uno de ellos fue el auge del crédito concedido a los hogares en numerosas economías avanzadas, que en algunos casos alentó alzas insostenibles en los precios de la vivienda. Otro fue la búsqueda de rentabilidad, que llevó a inversionistas institucionales a correr riesgos adicionales aun cuando el beneficio marginal fuese modesto.

## Solucionar las causas de la crisis

Para reforzar los cimientos sobre los que se asienta el sistema financiero, las reformas que se apliquen deben diseñarse tomando como guía las causas que provocaron la reciente crisis financiera mundial. Sólo extrayendo las conclusiones correctas a partir de dichas causas, podrán recetarse soluciones acertadas. De la crisis podría inferirse que actividades como la titulización o la negociación extrabursátil (OTC), o instrumentos financieros como los bonos de titulización de deuda garantizados (CDO) o los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS), deberían prohibirse para evitar otro colapso. Aunque así fuera, librar la última batalla no garantiza que se gane la siguiente. Por eso, en su lugar se impone un enfoque flexible y orientado al futuro para solucionar las externalidades que permitieron que determinadas actividades infligieran un daño sistémico. En vez de pretender lo imposible tratando de evitar crisis futuras, debería intentarse reducir tanto la probabilidad de que ocurran como su gravedad.

Como analizó el Informe Anual del año pasado, para construir un sistema financiero con mayor capacidad de reacción, deben encararse los riesgos que plantean dos de sus externalidades: por un lado las quiebras en cadena ocasionadas por exposiciones comunes (instituciones que se enfrentan al mismo tipo de riesgo) y por vínculos (instituciones ligadas entre sí), y por el

otro la prociclicidad<sup>5</sup>. Los dos apartados siguientes resumen las principales reformas necesarias para resolver estas externalidades (Cuadro I.1) y ofrecen una perspectiva general de su engranaje.

## Tratamiento: reducir el riesgo de las exposiciones comunes y de los vínculos

Las nuevas normas para reducir el riesgo sistémico que surge de las exposiciones comunes y los vínculos operan en dos frentes: reducir el riesgo de quiebra de cada entidad por separado y la probabilidad de un fallo sistémico.

### *Reducir el riesgo de quiebras individuales*

La probabilidad de que una entidad financiera quiebre puede reducirse con un conjunto de herramientas que: (i) afecten al tamaño, la composición y el nivel de riesgo del balance de la entidad, (ii) mejoren su buen gobierno y el sistema de incentivos de sus directivos y (iii) potencien la disciplina de mercado. Si se utilizan y combinan de forma correcta, estas herramientas deberían reducir la asunción de riesgo, aumentar la capacidad de las entidades de absorber pérdidas y disminuir su probabilidad de quiebra.

Con el primer conjunto de objetivos en mente, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) ha recomendado cuatro tipos de medidas referidas a los balances que deberían llevar a las entidades bancarias a mantener niveles de capital y liquidez más acordes con su exposición al riesgo<sup>6</sup>.

La primera propuesta del Comité en este sentido mejora la cantidad y calidad del capital de los bancos para que puedan soportar mejor depreciaciones inesperadas de sus activos.

La segunda protege contra la falta de liquidez, al limitar tanto el alcance de la transformación de vencimientos por los bancos (tomar prestado a corto para prestar a largo) como su dependencia de la financiación mayorista. Por obvio que parezca, no está de más recordar que cuanto más se dedique un banco a transformar vencimientos, menos liquidez tendrá. Como ha demostrado la reciente crisis, en épocas de tensión la liquidez tiene al menos tanta importancia como el capital, especialmente para aquellas entidades que se financian en los mercados internacionales o que operan en múltiples jurisdicciones.

La tercera propuesta mejora la cobertura para las exposiciones al riesgo de crédito de contraparte en productos derivados, operaciones con pacto de recompra, préstamo de valores y titulizaciones complejas.

<sup>5</sup> BPI, 79° Informe Anual, junio de 2009, Capítulo VII.

<sup>6</sup> En diciembre de 2009, el BCBS publicó dos importantes informes con propuestas para reforzar la normativa sobre capital y liquidez, incluido un conjunto de medidas dirigidas a mejorar la calidad, congruencia y transparencia de la base de capital (*Strengthening the resilience of the banking sector e International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, Consultative Documents, 17 de diciembre de 2009). En la misma línea, el IASB ha propuesto una dotación de provisiones más prospectiva (International Accounting Standards Board, *Financial instruments: amortised cost and impairment*, Exposure Draft ED/2009/12, noviembre de 2009).

El estado de las reformas del sistema financiero				
Reducción de la probabilidad de quiebra de instituciones	Reducción de la propagación y la prociclicidad			
	Instituciones	Mercados	Instrumentos	
	<b>Reformas (en curso)</b>			
<p>Gestionar el tamaño, composición y riesgo de los balances:</p> <p>Mejorar la cantidad y calidad del capital</p> <p>Imponer requerimientos mínimos de liquidez</p> <p>Mejorar la cobertura del riesgo</p> <p>Imponer límites al apalancamiento</p> <p>Mejorar el buen gobierno y los incentivos:</p> <p>Reforzar la gestión de riesgos</p> <p>Mejorar los sistemas de remuneración</p> <p>Mejorar las normas de supervisión y regulación</p> <p>Reforzar la disciplina de mercado:</p> <p>Ampliar la divulgación de información, incluyendo la exposición a titulaciones</p> <p>Armonizar las normas contables entre países</p> <p>Reforzar la vigilancia de las agencias de calificación crediticia</p>	<p>Reforzar la seguridad de las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI):</p> <p>Limitar el ámbito y alcance de sus actividades</p> <p>Imponer suplementos sistémicos de capital y liquidez</p> <p>Contener la propagación en caso de quiebra de una SIFI:</p> <p>Adoptar una supervisión transfronteriza</p> <p>Desarrollar una gestión y resolución de crisis transfronterizas</p> <p>Exigir a obligacionistas de la entidad (incluidas SIFI) que soporten los costes de disolución</p> <p>Someter a todas las SIFI a regulación</p> <p>Reducir la prociclicidad del sistema financiero:</p> <p>Imponer reservas de capital anticíclicas</p> <p>Aplicar márgenes de garantía y descuentos <i>through the cycle</i></p> <p>Utilizar otros instrumentos, como relaciones préstamo/valor y límites al descalce de monedas</p>	<p>Reconducir los productos OTC hacia entidades de contrapartida central</p> <p>Mejorar la transparencia en la contratación, promoviendo el empleo de registros únicos</p> <p>Reconducir los productos OTC hacia mercados organizados o plataformas de contratación electrónicas</p>	<p>Macro políticas</p>	
	<b>Asuntos pendientes</b>			
	Mantener las SIFI dentro del perímetro regulador	Reconducir los productos OTC hacia mercados organizados o plataformas de contratación electrónicas	Registro y calificaciones crediticias	Integrar consideraciones de estabilidad financiera en el marco de política
Cuadro I.1				

La cuarta añade a los requerimientos de capital complejos y ponderados por riesgo una protección adicional: un límite al coeficiente de apalancamiento. Dado que el apalancamiento amplifica tanto las pérdidas como las ganancias, en épocas difíciles incrementa el riesgo de quiebra<sup>7</sup>.

Algunas jurisdicciones, como Suiza y más recientemente Irlanda, han comenzado a imponer a sus entidades bancarias requerimientos de capital y coeficientes de apalancamiento más estrictos<sup>8</sup>. Las autoridades británicas y estadounidenses han hecho un tanto de lo mismo a través de sus procedimientos para pruebas de tensión (*stress testing*). En esta misma línea, muchas instituciones financieras se han anticipado a las exigencias de los poderes públicos y los inversionistas realizando significativos ajustes en su base de capital.

El segundo conjunto de herramientas para reducir el riesgo de quiebra de una entidad individual concierne al buen gobierno y a los incentivos de su directiva. Los organismos nacionales de supervisión han reforzado en numerosos países la vigilancia sobre las entidades financieras para asegurar una mejor gestión del riesgo. En muchos casos, se han establecido procedimientos especiales de resolución bancaria (incluida la utilización de «testamentos vitales»). Uno de los efectos que se persiguen con estas medidas es que la alta dirección tome mayor conciencia de los riesgos que soportan sus entidades<sup>9</sup>. Otras medidas relacionadas, que buscan alinear mejor las estructuras remunerativas con la prudencia al asumir riesgos, reducirán los incentivos distorsionados que incitan a los directivos a incrementar los beneficios a corto plazo sin tener presentes los riesgos a largo plazo a los que exponen a su entidad y al sistema en su conjunto<sup>10</sup>.

Asimismo, el BCBS está preparando una serie de marcos destinados a mejorar las normas de supervisión, los métodos de valoración, los mecanismos de liquidez y las pruebas de tensión. Ya se ha dado el primer paso con el refuerzo de la adhesión a las normas internacionales de supervisión y regulación. En enero de 2010, el FSB publicó un marco sobre

<sup>7</sup> El análisis se centra en las entidades bancarias, pero la voluntad de disminuir la probabilidad de quiebra también alcanza a otras entidades financieras. Sirva de ejemplo el marco general ideado por los supervisores internacionales de las aseguradoras, Solvencia II, en vigor en la Unión Europea.

<sup>8</sup> En noviembre de 2008, las autoridades suizas de supervisión bancaria decidieron exigir a los dos mayores bancos suizos nuevas reservas cíclicas de capital y coeficientes de liquidez. Los requerimientos de capital, que entran en vigor en 2013, son entre el 50% y 100% superiores a los establecidos en el Pilar I de Basilea II. En marzo de 2010, las autoridades de supervisión financiera irlandesas anunciaron que, a partir de finales de 2010, el ordenamiento bancario nacional impondría a las entidades del país mantener un nivel mínimo de capital regulador de Nivel 1 del 8% y que, de esa suma, 7 puntos porcentuales habrán de ser capital de máxima calidad (recursos propios). Otras sumas, específicas para cada entidad, se añadirán a los efectos de calcular eventuales pérdidas en sus carteras de inversión crediticia.

<sup>9</sup> Varios países han propuesto o implantado regímenes de resolución especiales para grandes entidades financieras, como en el caso de Alemania, Estados Unidos, el Reino Unido y Suiza. Asimismo están en estudio planes de resolución transfronterizos, como se ve más adelante.

<sup>10</sup> El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) contempla estas cuestiones en las directrices que ha presentado para la reforma del marco de regulación y supervisión. Véase *FSB principles for sound compensation practices – implementation standards*, septiembre de 2009 (basado en un informe de abril de 2009 redactado por su predecesor, el Foro sobre la Estabilidad Financiera [FSF]). El FSB analiza los avances en la implantación de estas nuevas normas en la publicación *Thematic review of compensation*, marzo de 2010.

dicho asunto que ya se está aplicando y que contiene tres elementos principales: predicar con el ejemplo, revisiones *inter pares* del FSB y fomento de la adhesión global a las normas financieras internacionales.

El tercer conjunto de herramientas se propone aumentar la transparencia para potenciar la disciplina de mercado. Por ejemplo, las mejoras del marco regulador de Basilea II, publicadas por el BCBS en julio de 2009, buscan corregir deficiencias en la divulgación por los bancos de información relativa a su exposición a activos procedentes de operaciones de titulización<sup>11</sup>. Otras medidas incluyen las avanzadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) y el Consejo de Normas de Contabilidad Financiera (FASB) para profundizar en la armonización internacional de normas contables; la implementación de la normativa propuesta por la Asociación Internacional de Comisiones de Valores (OICV) ante la necesidad de imponer normas más estrictas y someter a mayor vigilancia a las agencias de calificación crediticia; y las iniciativas dirigidas a mejorar la divulgación de informes en general.

#### *Reducir la probabilidad de un fallo sistémico*

El objetivo es erradicar toda inestabilidad innecesaria de la estructura de las distintas instituciones aplicando las fórmulas descritas, sin eliminar por ello la posibilidad de quiebras individuales<sup>12</sup>. Lo que se quiere evitar es un sistema que permita la quiebra simultánea de numerosas instituciones, bien por estar expuestas a un riesgo común, bien porque una de ellas fuese tan grande o estuviese tan interconectada que su desplome paralizase todo el sistema y generase una cascada de insolvencias.

El problema planteado por las exposiciones comunes está relativamente claro: un sector financiero compuesto por múltiples instituciones pequeñas pero idénticas es tan propenso al colapso como un sistema con un número reducido de colosos financieros. Para evitar ambas situaciones, los reguladores y supervisores simplemente tendrían que asegurarse de que no todos los intermediarios están expuestos en igual medida a las mismas tensiones.

Pero el verdadero reto consiste en evitar que una sola institución financiera genere una cascada de quiebras, lo que implica tres cosas: (i) reducir la importancia sistémica de las instituciones financieras, (ii) minimizar la propagación de una quiebra individual haciendo que el coste de ésta recaiga en los tenedores de sus obligaciones no garantizadas e (iii) incluir y mantener dentro del perímetro regulador a todas las instituciones y actividades financieras de importancia sistémica. En los tres ámbitos se aprecian progresos, tanto a través de la regulación y supervisión de instituciones individuales —lo que en muchos casos supone un avance hacia la adopción de un marco macroprudencial— como a través de la reforma de las estructuras del mercado.

<sup>11</sup> Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Enhancements to the Basel II framework*, Revisiones del Pilar 3, julio de 2009. El FSB elabora en estos momentos un informe en el que se revisan de forma colegiada los avances en la divulgación de riesgos por parte de los participantes del mercado.

<sup>12</sup> No obstante, en países más pequeños con un número reducido de instituciones, todas ellas de importancia sistémica, la única opción consiste en eliminar casi por completo la posibilidad de quiebra.

*Reducir la importancia sistémica.* La primera tarea —evitar que una institución financiera adquiera una dimensión o un grado de interconexión tales que haga intolerable su quiebra— implica hacer frente a los riesgos sistémicos que dicha quiebra, en su caso, plantearía. El riesgo sistémico puede abordarse como el problema de la contaminación: igual que se emplean diversos medios para persuadir a los ciudadanos para no contaminar el aire o el agua, disponemos de diversos instrumentos que podrían disuadir a las instituciones de contribuir al riesgo sistémico, entre ellos las restricciones de actuación y las políticas de precios.

Por lo que respecta a las primeras, las autoridades estudian normas para limitar el alcance de las actividades de los intermediarios financieros o simplemente el tamaño de su activo. Un ejemplo de estas restricciones es la propuesta Volcker, que prohibiría realizar operaciones por cuenta propia a las entidades de depósito bancarias de Estados Unidos<sup>13</sup>.

En cuanto a las políticas de precios, los bancos y otras instituciones podrían verse obligados a pagar por el privilegio de generar riesgo sistémico. Entre las distintas opciones posibles, la mejor parece ser el denominado requerimiento de capital sistémico, en forma de suplementos de capital o liquidez, que obligaría a las instituciones de importancia sistémica a mantener volúmenes relativamente mayores de ambos, reduciendo así las probabilidades de quiebra. En teoría, un sistema impositivo podría lograr idénticos objetivos con la misma incidencia que un requerimiento de capital sistémico, pero la complejidad inherente de esta solución no la hace atractiva<sup>14</sup>.

*Contener los costes de resolución y el contagio.* Limitar la importancia sistémica de las instituciones ayudará a lograr el segundo objetivo: contener el contagio haciendo que el coste total de la quiebra recaiga en los tenedores de obligaciones de la entidad afectada. Para ello, antes de que se produzca la quiebra, hemos de ser capaces de localizar dónde se concentra el riesgo en el sistema y contar con procesos de resolución sólidos y transparentes. Esta tarea tiene repercusiones internacionales evidentes, al tiempo que la cuestión de la transparencia afecta a la estructura de los mercados financieros.

Como ha demostrado la reciente crisis, los procesos de resolución deben incluir la gestión y la resolución transfronterizas de las crisis a fin de contener la propagación de la quiebra de una gran institución financiera internacional<sup>15</sup>. Las medidas encaminadas a coordinar la supervisión de dichas instituciones

<sup>13</sup> Comparecencia de Paul A. Volcker ante el Comité de Banca, Vivienda y Urbanismo del Senado estadounidense, Washington D.C., 2 de febrero de 2010.

<sup>14</sup> Una tercera opción, aún menos apetecible, sería gravar *ex post* a todas las instituciones financieras por los gastos que imponen las quiebras de envergadura a las arcas públicas. El problema de este tipo de impuesto es que no proporciona un desincentivo eficaz que disuada de asumir riesgo adicional.

<sup>15</sup> Se están adoptando una serie de medidas para afrontar este problema. En marzo de 2010, el BCBS publicó un conjunto de recomendaciones. Un grupo de trabajo del FSB está analizando cómo se lleva a cabo la resolución de entidades financieras conforme a los marcos nacionales existentes y cómo interactuarían éstos entre sí a fin de publicar, en octubre de 2010, unos principios que contribuyan a armonizarlos. El FMI también ha estudiado formas eficaces de resolución para instituciones financieras transfronterizas.

para garantizar la congruencia entre las distintas autoridades nacionales permitirán a los reguladores anticiparse a las crisis.

Los colegios de supervisores congregan a las autoridades nacionales encargadas de la supervisión de los grandes intermediarios financieros internacionales con el objetivo de coordinar sus esfuerzos. El FSB, el BCBS y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) están avanzando en un proyecto conjunto para crear colegios de supervisores para todos los grandes intermediarios mundiales, y la Comisión Europea ya ha exigido dicho mecanismo para la Unión Europea<sup>16</sup>.

En cuanto a las implicaciones para los mercados, las asimetrías informativas son el combustible que alimenta los pánicos financieros. En la crisis de 2007–09, el contagio se desencadenó por la incertidumbre sobre las exposiciones de las entidades de contrapartida, al ignorarse quién soportaría las eventuales pérdidas. La transparencia y la información son claves en cualquier solución, también para los mercados. Una de las principales iniciativas para reformar la infraestructura de mercado es conceptualmente simple pero técnicamente complicada, y consiste en establecer entidades de contrapartida central (CCP) y exigir llevar más operaciones a los mercados oficiales. Cambiar el sistema de negociación extrabursátil, fundamentalmente bilateral, por otro dominado por las CCP aporta claras ventajas: mejora la gestión del riesgo de contraparte al desempeñar la CCP esta función para ambas partes de la transacción, simplifica la compensación multilateral de posiciones y pagos y aumenta la transparencia poniendo a disposición de los reguladores y del público en general información sobre los precios y los volúmenes en las actividades y posiciones de los mercados<sup>17</sup>.

Afortunadamente, los legisladores y reguladores perciben las ventajas del uso de CCP, de la compensación centralizada y de la negociación en mercados organizados, y están realizando avances significativos para aplicar reformas que aumenten la seguridad sistémica<sup>18</sup>.

*Establecer un amplio perímetro regulador.* La tercera tarea —incluir y mantener dentro del perímetro regulador a todas las instituciones y actividades financieras de importancia sistémica— nace de las lecciones extraídas de la crisis financiera. Aunque se han realizado progresos en este

<sup>16</sup> Todos los grupos bancarios transfronterizos europeos deberán disponer de colegio supervisor al término de 2010, conforme a lo dispuesto en la Directiva sobre requisitos de capital (DRC II), en su modificación de 2009. Por su parte, la Directiva Solvencia II exige constituir tal colegio en todos los grupos aseguradores transfronterizos para final de octubre de 2012.

<sup>17</sup> Véase S. Cecchetti, J. Gyntelberg y M. Hollanders, «Entidades de contrapartida central en operaciones con derivados extrabursátiles», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2009, pp. 45–58.

<sup>18</sup> Se han adoptado medidas para fomentar el uso de CCP; entre otras: en septiembre de 2009, se creó un foro de reguladores de derivados extrabursátiles (OTC); ese mismo mes, los principales intermediarios de derivados del G-15 se comprometieron a alcanzar objetivos específicos de compensación central de derivados OTC; en enero de 2010, el Foro Conjunto de reguladores bancarios, de seguros y de valores recomendó reforzar la supervisión de los productos que transfieren riesgo de crédito; en mayo de 2010, el CPSS y la OICV publicaron una revisión de las normas para dotar a las CCP de mejores medios para afrontar los riesgos asociados a la compensación de derivados OTC; el Comité de Basilea propuso ajustar los requerimientos de capital para fomentar el traslado de las posiciones OTC a CCP, y en Europa y Estados Unidos se presentaron propuestas de reforma legislativa.

sentido —por ejemplo, el Foro Conjunto ha recomendado una amplia gama de medidas relacionadas con la congruencia y ámbito de aplicación de la regulación en los distintos sectores y productos financieros<sup>19</sup>— todavía queda mucho por hacer.

### Tratamiento: reducir la prociclicidad

Como se mencionó antes, prescribir soluciones para lograr un sistema financiero con mayor capacidad de reacción implica gestionar los riesgos derivados de dos tipos de externalidades presentes en el sistema financiero. Ya se explicó el primer tipo: las quiebras en cadena ocasionadas por las exposiciones comunes y los vínculos. El segundo tipo, la prociclicidad, se refiere al refuerzo mutuo que se produce entre el sistema financiero y la economía real. El problema que plantea la prociclicidad es fácil de entender. Cuando la economía se expande, el crédito tiende a simplificarse y abarataarse, ya que los bancos tienen abundancia de fondos para prestar y de capital, los prestatarios gozan de mayor solvencia y los activos que sirven de garantía se revalorizan. En cambio, en épocas de desaceleración sucede lo contrario: los bancos se ven obligados a absorber pérdidas imprevistas, lo que erosiona su capitalización y les fuerza a racionar el crédito; la solvencia de los prestatarios mengua y las garantías se deprecian.

Las autoridades monetarias y prudenciales están desarrollando estabilizadores automáticos que complementen las políticas monetarias discrecionales con el fin de reducir los efectos de amplificación naturales que actúan sobre el sistema financiero. Como se detalla en el Capítulo VII, estos estabilizadores, que son clave para el marco de política macroprudencial, incluyen: reservas de capital anticíclicas, que se calibran para niveles agregados de crédito en función del crecimiento de la actividad económica, de modo que aumenten en épocas de expansión y disminuyan en las de desaceleración; dotación de provisiones *through the cycle*, y constitución de garantías y aplicación de descuentos a los prestamistas más estables durante el ciclo económico. De las reservas de capital y las provisiones *through the cycle* se ocupa el BCBS, mientras las garantías y descuentos se abordan en un reciente informe del Comité sobre el Sistema Financiero Global<sup>20</sup>. El Capítulo VII también analiza diversos instrumentos de supervisión anticíclicos actualmente en desarrollo, como el ajuste del valor máximo permitido para la razón préstamo/valor y límites a los descortes de monedas.

<sup>19</sup> En enero de 2010, el Foro Conjunto, compuesto por el BCBS, la OICV y la IAIS, publicó el informe titulado *Review of the differentiated nature and scope of financial regulation: key issues and recommendations*, en el que recomendaba una serie de medidas relativas a la adecuación del perímetro regulador, entre ellas: armonizar la regulación de los sectores bancario, de seguros y de valores; reforzar la supervisión y regulación de los grupos financieros, en particular de los que prestan servicios transfronterizos; sentar criterios congruentes y eficaces de concesión de crédito hipotecario; ampliar el alcance de la regulación para abarcar las actividades de los *hedge funds*, y reforzar la supervisión de los productos de transferencia de riesgo de crédito.

<sup>20</sup> Comité sobre el Sistema Financiero Global: «The role of margin requirements and haircuts in procyclicality», *CGFS Papers*, n° 36, marzo de 2010.

## Reformas: principales áreas pendientes de reforma

Las autoridades monetarias han avanzado significativamente para afianzar los cimientos del sistema financiero. Las reformas en curso deben promulgarse y entrar en vigor, pero no serán suficientes. En el ámbito regulador, a medida que se sigue trabajando en las instituciones, habrá que prestar más atención a los instrumentos y a los mercados. También habrá que redoblar los esfuerzos para garantizar que el perímetro regulador mantenga su vigor ante los inevitables intentos por erosionarlo. Asimismo, hay que reconocer que la mejora de la regulación no bastará por sí sola: las políticas macroeconómicas desempeñan un papel esencial, por lo que debe ampliarse el marco en el que se encuadran para conseguir el sistema más estable que necesitamos.

Tal y como afirmamos el año pasado, el éxito a la hora de construir un sistema financiero más seguro pasa por identificar y mitigar el riesgo sistémico en sus tres componentes clave: mercados, instrumentos e instituciones<sup>21</sup>. Debe reforzarse su seguridad y su transparencia sin que ello dificulte la innovación que mejora la productividad, ni impida su función fundamental de promover la eficiencia de la economía en la asignación de recursos. En cuanto a los mercados, las iniciativas para implantar la compensación y liquidación centralizadas de los derivados OTC suponen una gran mejora de la infraestructura y un primer paso para llevar su contratación a los mercados organizados.

En lo referente a los instrumentos, como ya se analizó en el Informe Anual del pasado año, una manera de equilibrar la innovación con la seguridad es el registro de los productos financieros para limitar el acceso de los inversionistas según su grado de seguridad. Los avances en esta dirección incluyen iniciativas para mejorar la normalización y documentación de los instrumentos (incluidas propuestas para facilitar el uso de entidades de contrapartida central) y los esfuerzos por informar mejor al consumidor reforzando la divulgación de información sobre los productos de inversión. Todos estos avances deberían ser sólo el preludio de reformas de mayor calado.

En una economía de mercado dinámica en la que el principal incentivo es aumentar la rentabilidad, debemos suponer que, siempre que puedan, las instituciones financieras tratarán de poner a prueba los límites de la regulación para escapar a su perímetro o sacar de él algunas de sus actividades. Los reguladores no deben frenar la innovación, pero tienen que asegurarse de que se somete a normas básicas. En otras palabras, hay que impedir que las instituciones financieras de importancia sistémica—independientemente de su tamaño o forma jurídica— puedan esquivar a las autoridades reguladoras y supervisoras. Esto afecta sobre todo a la supervisión macroprudencial, pues la crisis ha demostrado que siempre debe estar alerta ante cualquier amenaza para la estabilidad procedente de algún recoveco del sistema financiero.

<sup>21</sup> BPI, 79º Informe Anual, junio de 2009, Capítulo VII.

Ahora bien, la reforma regulatoria por sí sola no basta para proporcionar estabilidad financiera. Las políticas monetarias y fiscales también tienen su papel, pero para poder desempeñarlo es necesario que sus marcos sean más amplios y miren más hacia el futuro. Como subrayamos en el Capítulo VII, la política monetaria y la política prudencial anticíclica se complementan para conseguir un sistema financiero con mayor capacidad de reacción. No obstante, la mayor concienciación acerca de los efectos que tienen las tasas de interés sobre los precios de los activos y la deuda no debe producirse a expensas de los objetivos tradicionales de los bancos centrales. Bien al contrario, ambas políticas (monetaria y prudencial) son fundamentales a la hora de conseguir un crecimiento elevado y estable.

En el frente de la política fiscal, la reforma debe posibilitar que las autoridades compensen los déficits que se producen en las recesiones con los superávits obtenidos en las fases de expansión, conservando cierto margen de maniobra para posibles emergencias.

Además, las autoridades nacionales deben ser conscientes de que actúan en un entorno internacional. Para muchas economías de mercado emergentes, esto supone actuar sabiendo que los flujos de capitales pueden tener efectos desestabilizadores, que la acumulación de reservas de divisas no es ninguna panacea y que el crecimiento impulsado por las exportaciones con persistentes desequilibrios por cuenta corriente no puede mantenerse indefinidamente. Y por encima de todo, tal y como concluye el Capítulo IV, para fomentar un ajuste macroeconómico ordenado y un crecimiento mundial equilibrado, no hay sustitutivo posible a una política monetaria más restrictiva y a una mayor flexibilidad cambiaria.

## Conclusión

Las tensiones financieras de la primera mitad de 2010 han puesto de relieve las fragilidades que persisten en el sistema financiero de los países industriales: prácticamente cualquier perturbación corre el riesgo de reproducir en cierta medida los acontecimientos de finales de 2008 y principios de 2009. Sin duda, la crisis de la deuda soberana de Grecia está complicando la tímida recuperación de Europa tras la profunda recesión ocasionada por la crisis anterior.

No obstante, a diferencia de entonces, los márgenes de maniobra son ahora menores. Las tasas de interés oficiales ya están en cero en algunos casos y los balances de los bancos centrales se encuentran sobredimensionados. Aunque la deuda del sector privado ha comenzado a disminuir, la deuda pública ha ocupado su lugar, con una serie de países cuyas posiciones fiscales siguen una tendencia insostenible. En resumen, la política macroeconómica se encuentra en peor situación que hace tres años, con menos capacidad de volver a afrontar una crisis, por lo que no será fácil encontrar un nuevo tratamiento si vuelve a producirse una emergencia. Por tanto, una prioridad de la política macroeconómica es ayudar a recuperar la capacidad de reacción ante crisis económicas y financieras mediante la implantación de políticas sostenibles.

Para la política fiscal, la importante consolidación que con urgencia requieren algunos países industriales debería adoptar dos formas: reducción de los déficits actuales y medidas que garanticen la sostenibilidad fiscal a largo plazo. En el caso de la política monetaria, la fragilidad de la macroeconomía podría estar retrasando su endurecimiento. No obstante, las autoridades no deberían perder de vista los riesgos para la estabilidad financiera y macroeconómica que plantea un prolongado periodo de tasas de interés muy bajas. Los efectos secundarios seguirán acumulándose y podrían acabar reforzando precisamente los factores que contribuyeron a la fragilidad del sistema financiero, haciéndolo de este modo más propenso a las crisis.

En la actualidad resulta incluso más acuciante concluir las reformas del sistema financiero, especialmente aquellas que aumenten más rápido su capacidad de reacción, ya que pueden proporcionarle la protección más inmediata en caso de una nueva crisis. Además, una actuación inmediata para mejorar la base de capital y la liquidez de los bancos no obstaculizará la recuperación. Todo lo contrario, al dotar de solidez a las instituciones financieras, estas medidas promoverán una recuperación sostenible.

Estos esfuerzos nos acercarán al objetivo a largo plazo de hacer que las crisis del futuro sean menos probables y menos virulentas. Para completar esta labor hay que adoptar sin demora las reformas pendientes, a saber implantar un perímetro regulatorio impermeable para todas las instituciones financieras de importancia sistémica, paliar las deficiencias sistémicas de la infraestructura e instrumentos del mercado, e integrar las cuestiones de estabilidad financiera en los marcos de política macroeconómica.