



Hacia un marco de estabilidad financiera global¹

por **Hervé Hannoun**

Subdirector General, Banco de Pagos Internacionales

45ª Conferencia de Gobernadores de los Bancos Centrales
del Sudeste Asiático (SEACEN)

Provincia Siem Reap, Camboya, 26–27 de febrero de 2010

Es un gran placer y un gran honor acompañarles con ocasión de la Conferencia de Gobernadores de SEACEN de 2010 en Siem Reap. Agradezco este privilegio al Gobernador Chea Chanto, a SEACEN y a todos los que han contribuido a la excelente organización de esta Conferencia en el Banco Nacional de Camboya.

El tema de esta Conferencia de Gobernadores de SEACEN es el papel de los bancos centrales en la promoción de la estabilidad financiera. En circunstancias normales, eso circunscribiría mi presentación a los instrumentos de política que se encuentran bajo el control de los bancos centrales, ya sea en sus funciones de política monetaria (como las tasas de interés oficiales, los coeficientes de reservas obligatorias, las intervenciones cambiarias, la política de balance y la provisión de liquidez de emergencia) o en sus funciones supervisoras (los requerimientos de capital, los instrumentos macroprudenciales y la vigilancia de los sistemas de pago). Pero hoy en día, dada la estrecha relación entre el riesgo soberano y la estabilidad financiera en las circunstancias actuales (y el crecimiento de la deuda pública en una serie de países avanzados), ampliaré el ámbito de mi intervención para incluir la política fiscal en la discusión.

I. Resumen de la presentación

En primer lugar, ¿a qué nos referimos con el concepto de “marco de estabilidad financiera global”? Para saber dónde vamos, es preciso comprobar dónde estamos. Por tanto, esbozaré lo que entiendo que es el marco tradicional con el fin de subrayar los cambios necesarios.

En segundo lugar, defenderé brevemente porqué necesitamos un marco de estabilidad financiera global. Éste es un objetivo que el Banco de Pagos Internacionales (BPI) ha venido persiguiendo al menos desde 2000. Obviamente, el objetivo inmediato es reducir la probabilidad y gravedad de una futura crisis financiera. Pero no debemos perder de vista la finalidad última, que es la de garantizar que el sistema financiero sea estable y cumpla su función de promover el crecimiento de la economía real.

¹ Esta presentación ha sido preparada conjuntamente con Michael King y a ella también han contribuido Claudio Borio, Robert McCauley, Frank Packer, Bruno Tissot y Stefan Walter.



Y en tercer lugar, deseo explicar con detalle cómo construir un marco de estabilidad financiera global. Quiero destacar que un marco así no puede basarse exclusivamente en la regulación y la disciplina del mercado. Por el contrario, hemos de reconocer y garantizar que todas las áreas de política –prudencial, monetaria y fiscal– deben contribuir a lograr un sistema financiero sólido y estable.

II. ¿Qué entendemos por marco de estabilidad financiera global?

Debemos cambiar nuestra forma de interpretar la estabilidad financiera global. La crisis financiera de los últimos dos años ha puesto de manifiesto las deficiencias del marco tradicional. Este marco incluía tres componentes:

- Supervisión de las instituciones financieras individuales.
- Vigilancia de los sistemas de pago y liquidación y de otras infraestructuras básicas del mercado.
- Seguimiento de la operativa de los mercados financieros.

En ese contexto, el riesgo sistémico se consideraba una posibilidad remota, ya que las autoridades económicas confiaban en la “flexibilidad” del sistema financiero. Realmente no se preveía que pudiera ocurrir “lo impensable”, a saber, un crisis que afectara al conjunto del sistema financiero internacional. Los hechos demostraron finalmente que esa confianza era equivocada.

Un hecho que me sorprende es que, pese a los ríos de tinta que la crisis ha hecho correr, aún no exista consenso sobre sus causas últimas. Nadie niega que hubo un fallo de mercado cuyas principales causas fueron la conducta imprudente del sector (financiero) privado, la deficiente disciplina del mercado y la errónea gestión de riesgos por parte de los bancos. Pero en lo que respecta a las políticas públicas, existe una discrepancia fundamental entre los que piensan que la crisis obedeció por completo a una regulación deficiente y los que están convencidos de la preponderancia de unas políticas macroeconómicas excesivamente acomodatias. Sobre esta cuestión básica aún no hay acuerdo.

Al margen de la importancia relativa atribuida a estas áreas de política, la crisis financiera ha revelado la necesidad de un nuevo marco de estabilidad financiera global. Este marco es el núcleo de mi presentación de hoy.

¿Cuáles son los elementos de un nuevo marco de estabilidad financiera global?

En primer lugar, el marco debe ser global. Por “global” quiero decir integral y mundial. “Integral” porque ese marco exige la contribución de las políticas prudencial, monetaria y fiscal, así como la disciplina del mercado. Cada una de estas áreas de política debe tener en cuenta la estabilidad financiera mientras persigue su objetivo prioritario. Sólo la combinación de estas políticas puede lograr simultáneamente la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. El marco también debe ser “mundial” porque el propio sistema financiero global es mundial. La reciente crisis ha puesto claramente de relieve esta dimensión transfronteriza.



En segundo lugar, un marco de estabilidad financiera global debe basarse en cinco principios:

- El acento debe ponerse **en el conjunto del sistema**, teniendo en cuenta las interacciones entre el sistema financiero y la macroeconomía². Aunque la supervisión de las instituciones financieras individuales continúa siendo importante, no debemos permitir que los árboles nos impidan ver el bosque.
- Todas las políticas macroeconómicas deben ser **anticíclicas**, acumulando recursos en las épocas de bonanza para utilizarlos en los periodos de crisis. En particular, las autoridades fiscales deben reducir sus niveles de endeudamiento en los periodos de prosperidad para disponer de capacidad de respuesta en épocas de tensión.
- Las políticas macroeconómicas deben ser **simétricas**, respondiendo durante las etapas expansivas y contractivas de los ciclos financieros y económicos. Esta necesidad de simetría resulta crucial. No es suficiente esperar a sanear durante la fase contractiva. Las políticas macroeconómica y prudencial también deben combatir la acumulación de desequilibrios financieros durante la fase de expansión.
- La política económica debe basarse en un **horizonte de tiempo dilatado** que tenga en cuenta los desfases entre la acumulación de riesgos y su materialización.
- El enfoque debe ser **holístico**, reflejando la necesidad de combinar los marcos prudencial, monetario y fiscal. Ninguna de estas políticas es suficiente por sí sola.

III. ¿Por qué es necesario un marco de estabilidad financiera global?

La reciente crisis financiera ha demostrado que la disciplina del mercado no basta para lograr la estabilidad financiera global. Ha tenido lugar un claro fallo de mercado y son necesarias políticas públicas para subsanarlo. La autoregulación por sí misma no funciona. Los bancos y otras instituciones financieras sofisticadas aceptaron la responsabilidad de gestionar sus propios riesgos. Las técnicas avanzadas que utilizaron fueron incapaces de revelar los desequilibrios que se habían acumulado en el sistema financiero. En particular, estos modelos no tuvieron en cuenta la conducta endógena de los propios agentes. La gestión de riesgos tampoco respondió a los incentivos distorsionados que guiaban las conductas en el sector financiero. Las principales instituciones financieras se centraron en el logro de rentabilidades sobre recursos propios (ROE) insostenibles mediante un excesivo apalancamiento y el crecimiento de los beneficios no ajustados por el riesgo. Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, los sistemas retributivos fueron defectuosos y alentaron una orientación a corto plazo. Estos incentivos distorsionados estuvieron en la raíz del fallo de mercado.

La crisis financiera de 2007–09 también nos ha enseñado que la regulación prudencial por sí sola no puede lograr la estabilidad financiera. Las políticas macroeconómicas también importan. La crisis ha desvelado que una política monetaria orientada a la estabilidad de los precios de consumo no basta para garantizar la estabilidad financiera. La crisis ha mostrado, además, que la política fiscal debe considerarse parte integral de un marco de estabilidad

² J. Caruana, “Grappling with systemic risk”, International Distinguished Lecture en el Centro de Estudios Financieros de Melbourne, 10 de febrero de 2010.



financiera. Los gobiernos respondieron a la crisis prestando un apoyo excepcional al sistema financiero, en forma de inyecciones de capital, garantías de su deuda y compras de activos. Esta respuesta global confirma de nuevo la necesidad de una estrategia mundial en pos de la estabilidad financiera. Más adelante me extenderé sobre esta dimensión.

El modelo de crecimiento basado en el apalancamiento sigue presente

Las autoridades económicas deben erradicar el modelo de crecimiento basado en el apalancamiento en las economías avanzadas, que estuvo en la raíz de la crisis financiera³. Para erradicar este modelo, debemos adoptar un nuevo paradigma de estabilidad financiera global, a fin de evitar que unas políticas macroeconómicas excesivamente laxas se conviertan en fuente de inestabilidad financiera en el futuro. Para entender mejor el nuevo paradigma, debemos ser claros sobre el actualmente vigente, que ha gobernado la conducción de las políticas macroeconómicas desde los primeros años 90. Los principios de este paradigma dominante han sido:

- evitar cualquier recesión;
- suavizar el ciclo económico. La reducida volatilidad del crecimiento económico y de la inflación durante los últimos 20 años ha forjado la ilusión de que el ciclo económico puede eliminarse;
- confiar en supuestos demasiado optimistas sobre el crecimiento del producto potencial; y
- rechazar la necesidad de actuar contra la acumulación de excesos financieros.

Como sucede en todos los cambios de paradigma, se produce un acontecimiento o anomalía que nuestra visión actual del mundo es incapaz de explicar y que subraya la necesidad de adoptar un nuevo paradigma. La crisis financiera de 2007–09 ha sido un acontecimiento de este tipo. Tras la crisis, es necesario un nuevo paradigma. Las autoridades económicas deben aceptar que la periódica aparición de suaves recesiones o de fuertes desaceleraciones del crecimiento podría ser el necesario precio a pagar para evitar graves recesiones. Hemos de reconocer también que las crisis financieras no son episodios atípicos, como demuestra su cotidiana aparición cada pocos años en alguna parte del sistema financiero global⁴. Debemos aceptar que existe un ciclo económico. Ningún país ha conseguido eliminar este ciclo, por lo que necesitamos marcos de política económica que ofrezcan respuestas anticíclicas a las fluctuaciones de la economía real. Nuestros modelos deben reconocer que el futuro crecimiento del producto potencial podría ser menor de lo que se pensaba. Y, por último, debemos admitir que las políticas macroeconómicas y prudentiales deben combatir la acumulación de desequilibrios financieros y dar una respuesta simétrica a las contracciones económicas.

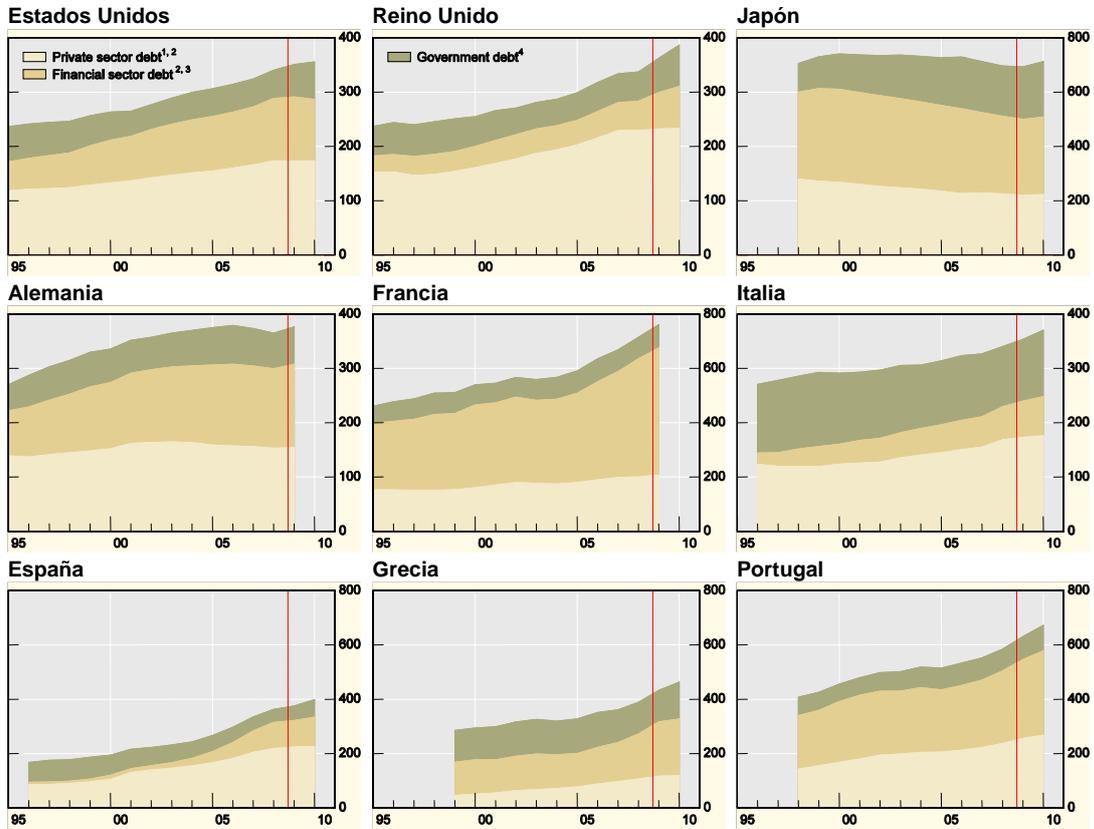
³ H. Hannoun, “Unwinding public interventions after the crisis”, discurso pronunciado en la Conferencia de Alto Nivel del FMI sobre *Reversión de las intervenciones públicas – condiciones previas y consideraciones prácticas*, Washington DC, 3 de diciembre de 2009.

⁴ S. Cecchetti, M. Kohler y C. Upper, “Financial crises and economic activity”, *NBER Working Papers*, nº. 15379, septiembre de 2009.

Gráfico 1

Apalancamiento en los sectores financiero, privado y público

(en porcentaje del PIB)



La línea vertical denota la fecha de la quiebra de Lehman Brothers. Los datos correspondientes a 2009 se basan en la última información trimestral disponible.

¹ Empresas no financieras, hogares y entidades sin ánimo de lucro. ² Deuda total, excluidos depósitos y crédito comercial. En los casos de España, Francia, Grecia y Portugal, la deuda total incluye efectivo y depósitos debido a limitaciones estadísticas. ³ Instituciones financieras o instituciones monetarias. ⁴ Deuda del conjunto de las Administraciones Públicas.

Fuentes: FMI; Datastream; OCDE; datos nacionales.

El Gráfico 1 ilustra que el modelo de crecimiento basado en el apalancamiento sigue aún con nosotros. Los distintos paneles muestran el nivel de apalancamiento y deuda de los sectores financiero, privado y público en nueve economías avanzadas. La mayoría de nosotros estamos familiarizados con las estadísticas de deuda *net*a del sector público. Estas cifras presentan una medida más amplia del nivel de deuda *bruta* en el conjunto de esas economías. La deuda total no financiera ha seguido creciendo desde la quiebra de Lehman Brothers hace 18 meses, denotada por la línea roja vertical en cada uno de los paneles anteriores. Con arreglo a esta medida más amplia, la deuda bruta total se aproxima o supera el 400% del PIB en Estados Unidos, el Reino Unido, Alemania, Italia, España y Grecia. Sus niveles aún son mayores en Japón, Francia y Portugal. Obsérvese que los niveles de deuda del sector financiero en España, Francia, Grecia y Portugal incluyen efectivo y depósitos debido a limitaciones estadísticas.



La “paradoja de la inestabilidad financiera”

En el BPI, utilizamos la expresión “paradoja de la inestabilidad financiera” para describir una situación en la que el sistema aparenta mostrar una solidez máxima precisamente cuando es más frágil⁵. Esto fue lo que ocurrió durante el periodo previo a la actual crisis financiera. La Gran Moderación en la volatilidad del producto y de la inflación indujo una falsa sensación de confort y forjó una ilusión de estabilidad financiera. La reducida volatilidad en la vertiente real de la economía se reflejó en un descenso de la volatilidad de las variables financieras. Sin embargo, esta volatilidad decreciente coincidió con un aumento del apalancamiento de los sectores financiero y privado en un grupo de economías avanzadas.

La utilización por parte de los gestores de riesgos de las instituciones financieras de modelos de valor en riesgo (VaR) procíclicos –calibrados con datos del reciente periodo de baja volatilidad y reducidas correlaciones entre diferentes clases de activos– encubrió la acumulación de riesgos en el sistema financiero, contribuyendo a la sensación de complacencia. Estas medidas retrospectivas del riesgo alimentan los ciclos expansivos y contractivos en los mercados financieros. Por una parte, contribuyen al crecimiento de los desequilibrios financieros durante la fase expansiva. Por otra, el aumento de la volatilidad durante la fase contractiva incita a los gestores de riesgos a reducir sus exposiciones mediante la venta de posiciones de riesgo en un entorno de liquidez decreciente y caídas de los precios de los activos. En otras palabras, estos modelos de determinación del riesgo muestran un bajo valor del riesgo de mercado justo cuando éste alcanza niveles peligrosos, presentando luego un valor elevado cuando todos los agentes se han tornado ya aversos al riesgo. El supuesto de correlaciones bajas entre las diferentes clases de activos se ha demostrado particularmente nocivo en periodos de tensiones extremas. Los inversionistas que confiaban en la diversificación de carteras para gestionar sus riesgos vieron cómo esta estrategia fracasaba durante la crisis, conforme aumentaban las correlaciones entre las distintas clases de activos a medida que caían sus precios.

IV. ¿Cómo construir un marco de estabilidad financiera global?

He defendido la necesidad de un nuevo marco de estabilidad financiera global. Hasta ahora, mi discurso ha sido necesariamente conceptual, en tanto en cuanto insta a las autoridades económicas a adoptar un nuevo paradigma de estabilidad financiera. Seguidamente, me gustaría discutir en términos más operativos cómo construir dicho marco.

Objetivos de política e instrumentos disponibles

He sostenido que la estabilidad financiera global no puede lograrse mediante la exclusiva utilización de políticas prudenciales y disciplina del mercado, sino que también requiere la contribución de las políticas monetaria y fiscal. Aunque estas contribuciones resultan en teoría razonables, en la práctica podrían ser muy difíciles de obtener. Una primera dificultad estriba en que las distintas autoridades económicas controlan instrumentos diferentes. De hecho, incluso la gama de responsabilidades de los propios bancos centrales presenta una gran disparidad. Si bien la mayoría de los bancos centrales de SEACEN tienen responsabilidades tanto de política monetaria como prudencial, no todos son responsables

⁵ C. Borio y M. Drehmann, “Towards an operational framework for financial stability: ‘fuzzy’ measurement and its consequences”, *Documentos de Trabajo del BPI*, n.º. 284, junio de 2009.



de la supervisión bancaria, como sucede en los casos del Banco de Inglaterra, el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de Canadá.

Una segunda dificultad es que todas las políticas –prudencial, monetaria y fiscal– cuentan con sus propios objetivos prioritarios. La política monetaria debe centrarse en el control de la inflación, mientras que la política fiscal es responsable de la gestión anticíclica de la demanda. Así pues, los críticos podrían objetar que no es posible alcanzar dos objetivos con un único instrumento. Resulta tentador utilizar el nítido principio de atribución de Tinbergen, por el que cada instrumento se asigna a un único objetivo de política. Pero este principio no significa que un instrumento deba asignarse *de forma exclusiva* a un único objetivo, sino simplemente que el número de instrumentos independientes debe *al menos ser igual al* número de objetivos. Desde este punto de vista, las políticas monetaria y fiscal aún pueden incorporar la estabilidad financiera como un objetivo secundario que contribuya a la consecución de sus objetivos prioritarios. La cuestión que se plantean las autoridades económicas es cómo integrar eficazmente estas políticas.

Cuadro 1

Áreas de política y contribuciones a la estabilidad financiera global

Área de política	Objetivo prioritario	Objetivo de estabilidad financiera
Prudencial	Mitigar los problemas de las instituciones financieras individuales	Tratar el riesgo sistémico (transversal, temporal)
Monetaria	Estabilizar los precios	Amortiguar los ciclos expansivos-contractivos del crédito y del precio de los activos
Cambiaria	Estabilizar el tipo de cambio	Reducir la volatilidad de los flujos de capital
Fiscal	Gestionar la demanda con criterio anticíclico	Mantener excedentes fiscales que permitan responder a las tensiones en el sistema financiero

El Cuadro 1 presenta las distintas áreas de política económica, sus objetivos prioritarios y la contribución que pueden hacer a la estabilidad financiera en tanto que objetivo secundario. Por ejemplo, el objetivo de la política monetaria es estabilizar los precios y el de las políticas prudenciales mitigar los problemas de las instituciones financieras individuales. Pero como hemos visto, las políticas prudenciales no son suficientes para alcanzar la estabilidad financiera y necesitan el apoyo de la política monetaria. Una vez que se acepta este punto de vista, no debe adoptarse una visión estrecha de la función de reacción de las autoridades monetarias, es decir, pensar que su única finalidad es el control de la inflación a corto plazo. Por el contrario, también debe tener en cuenta el crecimiento del crédito y la información procedente de los mercados de activos, al objeto de promover la estabilidad financiera y macroeconómica a medio plazo. Bajo ciertas circunstancias, los bancos centrales podrían considerar necesario dar una respuesta directa a esa información adicional, aun cuando la inflación se desvíe de su objetivo a corto plazo. El motivo es que la disyuntiva entre la estabilidad financiera y la estabilidad monetaria podría ser más aparente que real cuando se tiene en cuenta el horizonte temporal correcto. De hecho, es probable que los dos objetivos sean complementarios a largo plazo.



Del mismo modo, la política fiscal podría utilizarse para una gestión anticíclica de la demanda, pero debería tener en cuenta la necesidad de mantener excedentes fiscales que permitan responder a las tensiones del sistema financiero. Esto significa que la deuda pública debe mantenerse en niveles razonablemente bajos durante los periodos de bonanza de forma que pueda emitirse deuda adicional en épocas de tensión sin desestabilizar los mercados financieros.

El Cuadro 2 muestra que el número de instrumentos disponibles en cada área de política es mucho mayor de lo que generalmente se cree. En los dos últimos años, los bancos centrales han sido muy creativos en el diseño y utilización de diferentes instrumentos para lograr sus objetivos. Aunque muchos de los instrumentos de una determinada área de política puedan estar relacionados, es posible que algunos de ellos sean más eficaces que otros, dependiendo de la estructura de la economía.

Para cada área de política, la columna de la izquierda relaciona los instrumentos que suelen utilizarse para lograr el objetivo prioritario, mientras que la columna de la derecha recoge los instrumentos que podrían contribuir a la consecución de la estabilidad financiera como objetivo secundario. Por ejemplo, los bancos centrales podrían perseguir el objetivo de estabilidad de precios mediante alguna combinación de cambios de la tasa de interés oficial y del corredor entre las tasas de las facilidades de depósito y de crédito. Pero los bancos centrales también han demostrado que pueden prestar apoyo al sistema financiero, utilizando su balance para ofrecer liquidez excepcional o influir sobre los diferenciales de rendimiento. Del mismo modo, tanto la política prudencial como la política fiscal disponen de instrumentos que pueden utilizarse para lograr la estabilidad financiera global. Posteriormente citaré algunos ejemplos concretos.

Un aspecto importante que suele omitirse en las discusiones sobre objetivos e instrumentos es la dimensión global. Vivimos en economías abiertas e interconectadas donde las decisiones de política de un país afectan a las de sus vecinos. El sistema financiero global ofrece también un mecanismo de transmisión desde unas economías hacia otras. Por tanto, ciertos instrumentos de política tendrán efectos que traspasen las fronteras de un país, contribuyendo quizás a la inestabilidad en otras regiones. La constatación de esta dimensión transfronteriza acentúa la necesidad de una cooperación más global entre las autoridades económicas, como parte de un marco de estabilidad financiera global.

Seguidamente, describo las respectivas contribuciones a este marco de las políticas prudencial, monetaria y fiscal.



Cuadro 2

¿Cómo construir un marco de estabilidad financiera global?: Objetivos (en negrita) e instrumentos

Política prudencial		Política monetaria		Política fiscal	
<p>Mitigar los problemas de los bancos individuales (microprudencial)</p> <p>Calidad/cantidad de capital</p> <p>Coeficiente de apalancamiento</p> <p>Niveles de liquidez</p> <p>Riesgo de crédito de contraparte</p> <p>Límites a las actividades bancarias (por ejemplo, negociación por cuenta propia)</p> <p>Fortalecimiento de la gestión de riesgos</p>	<p>Mitigar los problemas del conjunto del sistema (macroprudencial)</p> <p>Requerimiento de capital anticíclico</p> <p>Provisionamiento dinámico</p> <p>Requerimiento de capital sistémico</p> <p>Coeficiente de apalancamiento</p> <p>Límites máximos a la relación préstamo-valor</p> <p>Infraestructura robusta (entidades de contraparte central)</p>	<p>Mantener la estabilidad de precios</p> <p>Tasa de interés oficial</p> <p>Operaciones con pacto de recompra (<i>repos</i>) convencionales</p> <p>Políticas de garantías</p> <p>Pago de intereses sobre reservas</p> <p>Corredores de política</p>	<p>Amortiguar las expansiones</p> <p>Elevar la tasa de interés oficial</p> <p>Elevar los coeficientes de reservas obligatorias</p> <p>Drenar liquidez (certificados de tesorería del banco central, <i>repos</i> excepcionales)</p> <p>Ofrecer estímulos en las contracciones</p> <p>Reducir la tasa de interés oficial</p> <p>Reducir los coeficientes de reservas obligatorias</p> <p>Inyectar liquidez</p> <p>Relajación cuantitativa y crediticia</p> <p>Provisión de liquidez de emergencia</p> <p>Estrategias de salida</p> <p>Excedentes de reservas de divisas</p>	<p>Gestionar la demanda agregada</p> <p>Impuestos</p> <p>Estabilizadores automáticos</p> <p>Enfoque anticíclico (discrecional)</p>	<p>Generar excedentes fiscales en épocas de bonanza</p> <p>Reducir los niveles de deuda</p> <p>Introducir impuestos/gravámenes sobre el sector financiero</p> <p>Ofrecer apoyo al sector financiero en épocas de tensión</p> <p>Inyecciones de capital</p> <p>Garantías de depósitos y deuda</p> <p>Paquetes de rescate bancario</p> <p>Estímulos discrecionales</p>



La dimensión de política prudencial

Tras la crisis, comienza a contemplarse la política prudencial desde una perspectiva dual: una dimensión microprudencial diseñada para mitigar los problemas de los bancos individuales y una dimensión macroprudencial diseñada para mitigar los problemas del conjunto del sistema financiero (véase el Cuadro 3). El marco mejorado de Basilea II, más el enfoque macroprudencial, reciben la denominación de Basilea III.

Cuadro 3

Basilea II mejorado + enfoque macroprudencial = Basilea III

Política prudencial	Ejemplo de reforma
Marco microprudencial: Basilea II mejorado	Aumento de la cantidad y mejora de la calidad del capital Urgente necesidad de adecuados requerimientos de capital en la cartera de negociación Mejora de la gestión de riesgos y de la divulgación Introducción de un coeficiente de apalancamiento complementario a las medidas ponderadas por el riesgo Tratamiento del riesgo de crédito de contraparte planteado por los derivados extrabursátiles (OTC)
Enfoque macroprudencial	Tratamiento de la estabilidad a lo largo del tiempo (prociclicidad) <ul style="list-style-type: none">• Requerimientos de capital anticíclicos y provisionamiento dinámico• Reglas de conservación del capital para mantener mayores excedentes de capital Tratamiento de la estabilidad a lo largo del tiempo (enfoque sistémico) <ul style="list-style-type: none">• Requerimiento de capital adicional y sistémico en instituciones financieras de importancia sistémica• Identificación de interconexiones y exposiciones comunes en todas las instituciones financieras• Vigilancia sistémica de los derivados OTC (infraestructura de las entidades de contrapartida central)

El marco mejorado de Basilea II proporciona el marco microprudencial. El documento de consulta publicado en diciembre pasado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea presenta una impresionante gama de reformas de la regulación en toda la entidad bancaria que aumentará la flexibilidad de las instituciones financieras individuales en periodos de tensión. En primer lugar, eleva la cantidad y mejora la calidad del capital de Nivel 1. En segundo lugar, aborda la urgente necesidad de garantizar la aplicación de requerimientos de capital adecuados a la cartera de negociación de los bancos. En tercer lugar, refuerza las prácticas de gestión de riesgos y divulgación de los bancos. En cuarto lugar, introduce un coeficiente de apalancamiento que complementa las medidas ponderadas por el riesgo. Y, en quinto lugar, aborda el riesgo de crédito de contraparte planteado por los derivados extrabursátiles (OTC). Más adelante, me extenderé sobre cada una de estas reformas.



Las autoridades económicas vienen combinando esta base microprudencial con un enfoque macroprudencial al objeto de dar respuesta al riesgo sistémico. Este enfoque incluye dos importantes dimensiones.

En primer lugar, trata de garantizar la estabilidad del sistema financiero a lo largo del tiempo (la dimensión temporal). En particular, aborda los procesos de retroalimentación entre el sistema financiero y la economía real que contribuyen a la prociclicidad. Ejemplos de instrumentos que podrían reducir la prociclicidad son los requerimientos de capital anticíclicos, la dotación dinámica de provisiones para insolvencias y las reglas de conservación del capital bancario que garanticen una prudente retención de beneficios.

Y, en segundo lugar, el enfoque macroprudencial trata de lograr la estabilidad del sistema financiero en todo momento (la dimensión transversal). Por ejemplo, se está estudiando la aplicación de un requerimiento de capital sistémico a grandes instituciones financieras interconectadas que reconoce explícitamente la mayor contribución de estas instituciones al riesgo sistémico. La dimensión transversal también pondrá el acento en las interconexiones entre las posiciones comunes a todas las instituciones financieras, que son competencia de la política macroprudencial. Otra área de interconectividad que ha aflorado durante la reciente crisis es el mercado de derivados OTC. Estos mercados complejos y opacos plantean tanto riesgos microprudenciales en el ámbito de las instituciones financieras individuales como riesgos macroprudenciales para el conjunto del sistema financiero. Los mercados de derivados OTC estarán sometidos a vigilancia sistémica. Simultáneamente, se limitarán las interconexiones entre instituciones financieras a través de infraestructuras de mercado más flexibles. A este respecto, existen varios métodos: uno es la negociación de derivados financieros en mercados organizados; otro consiste en sustituir la red de exposiciones bilaterales mediante la interposición de robustas entidades de contrapartida central.

El marco mejorado de Basilea II y el enfoque macroprudencial conforman el marco de Basilea III. Estos enfoques de supervisión micro y macroprudencial guardan una clara interrelación, ya que una mayor capacidad de reacción en cada entidad bancaria individual reduce el riesgo de perturbaciones sistémicas.

Política microprudencial

En retrospectiva, es evidente que el sistema bancario global se adentró en la crisis con un capital insuficiente, tanto en cantidad como en calidad. Recuérdese que las instituciones financieras reguladas tienen la obligación de mantener como capital de Nivel 1 y Nivel 2 un 8% de sus activos ponderados por el riesgo, representando el capital de Nivel 1 al menos la mitad de esa cifra. Por desgracia, la definición de capital incluía instrumentos o rúbricas contables incapaces de absorber pérdidas bajo el criterio de actividad continuada. Los participantes en el mercado lo sabían, por lo que pusieron el acento en los niveles de capital ordinario tangible dentro de las estructuras de recursos propios de los bancos (tras deducir los activos intangibles, como el fondo de comercio). Los niveles de capital de Nivel 1 básico se revelaron muy escasos. Ante los quebrantos contables aflorados en 2008 a consecuencia de la pérdida de valor de los activos, los mercados interbancarios dejaron de funcionar en el cuarto trimestre, dadas las reticencias de los bancos a operar entre sí sin garantías. Como resultado, los bancos tuvieron que captar capital y desapalancar sus carteras de negociación en mitad de la crisis. Dado que los acreedores y accionistas de los bancos no eran capaces de distinguir entre entidades buenas y malas, las fuentes de nuevo capital privado se vieron gravemente coartadas. El resultado fue la necesidad de un masivo apoyo público para recapitalizar los bancos, garantizar los depósitos y pasivos bancarios y avalar o adquirir los activos deteriorados de algunas de las mayores instituciones financieras. Como ilustra el Gráfico 4, el volumen total de inyecciones de capital en todo el mundo a finales de



2004 equivalía aproximadamente al total de las pérdidas y ajustes contables durante el mismo periodo.

Cuadro 4

Pérdidas, ajustes contables e inyecciones de capital en entidades bancarias

	Pérdidas y ajustes contables, En mm de dólares	Inyecciones de capital					
		De los mercados		Del sector público		Total	
		En mm de dólares	En % de las pérdidas	En mm de dólares	En % de las pérdidas	En mm de dólares	En % de las pérdidas
Global	1226,8	744,6	60,7	484,4	39,5	1229,0	100,2
Norteamérica	665,5	301,4	45,3	211,3	31,8	512,7	77,0
Europa	520,1	318,9	61,3	272,1	52,3	591,0	113,6
Asia	41,2	125,3	304,1	0,0	0,0	125,3	304,1

Fuente: Bloomberg. A 31 de diciembre de 2009.

(a) Aumento y mejora del capital

El Comité de Basilea ha respondido elevando tanto la calidad como la cantidad del capital. El paquete de reformas introduce una definición más estricta del capital ordinario, limita los instrumentos admisibles como capital de Nivel 1, introduce un conjunto armonizado de filtros y deducciones prudenciales y mejora la transparencia y la disciplina del mercado a través de nuevos requisitos de divulgación.

El Cuadro 5 ofrece una visión panorámica de la nueva definición del capital regulador de Nivel 1. En el lado izquierdo, puede observarse la distinción entre el capital de Nivel 1 básico (es decir, el capital ordinario) y otros instrumentos que pueden absorber pérdidas bajo el criterio de actividad continuada, que constituyen el restante capital de Nivel 1⁶. Obsérvese que el Nivel 1 básico se calcula neto de activos intangibles (como el fondo de comercio) y de otras deducciones, para garantizar que en el Nivel 1 predomine el capital ordinario tangible, los beneficios no distribuidos y las reservas. El Nivel 1 básico no incluye ningún instrumento análogo a la deuda y las deducciones se armonizan internacionalmente para crear condiciones competitivas equitativas.

⁶ El Documento de Consulta publicado en 2009 por el Comité de Basilea distingue entre capital de actividad continuada (Nivel 1) y capital de actividad finalizada (Nivel 2). El capital de actividad continuada es capaz de absorber pérdidas mientras la institución financiera permanece solvente. El capital de actividad finalizada absorbe pérdidas tras la insolvencia de la entidad y durante la liquidación de sus activos.



Cuadro 5

Mejora de la calidad del capital de Nivel 1

Categorías de Nivel 1	Cálculo	Notas
Capital ordinario ("Nivel 1 básico")	Capital ordinario – Fondo de comercio (deducción) = Capital ordinario tangibles – Otras deducciones = Capital ordinario neto de deducciones	<ul style="list-style-type: none">• Debe predominar el capital ordinario más beneficios no distribuidos y otras partidas del resultado total• El Nivel 1 básico no incluye instrumentos análogos a la deuda• No se permite la "innovación financiera"• Neto de deducciones (fondo de comercio, activos por impuestos diferidos, participaciones minoritarias, inversiones en acciones propias, etc.)• Armonización internacional de las deducciones
Capital adicional de actividad continuada ¹	+ Capital preferente + Otros instrumentos de absorción de pérdidas sin fecha de vencimiento (sólo se admite un número limitado de características análogas a las de la deuda)	<ul style="list-style-type: none">• Los instrumentos deben satisfacer estrictos criterios de admisión (por ejemplo, subordinación, ausencia de fecha de vencimiento, dividendos no acumulativos totalmente discrecionales, ausencia de incentivos a la amortización)• Sólo se admite un número limitado de características análogas a las de la deuda (dividendos preferentes)• Admisión de ciertos instrumentos de capital en estudio (incluidos los instrumentos procedentes de los paquetes de rescate públicos)• Eliminación del uso de instrumentos de deuda híbridos innovadores
	= Capital de Nivel 1 (capital de actividad continuada) ¹	<ul style="list-style-type: none">• Mejor divulgación de todos los elementos del capital de Nivel 1, incluyendo todos los ajustes reguladores, características principales, explicación de coeficientes
	Obligaciones convertibles contingentes (capital contingente)	<ul style="list-style-type: none">• En estudio: conversión en capital de ciertos instrumentos de deuda en la estructura de capital de los bancos cuando se alcanza un determinado umbral definido de antemano

¹ El capital de Nivel 1 absorbe pérdidas bajo el criterio de actividad continuada (es decir, la institución financiera es solvente). El capital de Nivel 2 absorbe pérdidas bajo el criterio de actividad finalizada (es decir, tras la insolvencia y durante la liquidación).



El siguiente estrato de capital de Nivel 1 comprende otros instrumentos capaces de absorber pérdidas bajo el criterio de actividad continuada que carecen de fecha de vencimiento y de incentivos a la amortización. El capital preferente es un ejemplo de estos instrumentos. También se incluye cualquier título de este tipo adquirido por el sector público en los procesos de recapitalización bancaria.

Por último, el Comité de Basilea también está estudiando el papel de los títulos de capital contingente, como las obligaciones convertibles contingentes. Estos instrumentos análogos a la deuda se convierten en capital ordinario cuando el capital de Nivel 1 de un banco cae por debajo de un umbral definido de antemano, ofreciendo un margen de seguridad durante periodos de tensión. En conjunto, estos cambios aumentarán la capacidad de los bancos para hacer frente a las pérdidas, al garantizar la disponibilidad de un nivel adecuado de capital para su absorción.

(b) Aumento de los requerimientos de capital en la cartera de negociación

Otra área con urgente necesidad de mayores requerimientos de capital es la cobertura de los riesgos de la cartera de negociación. Basilea II puso básicamente el acento en la cartera de inversión, que incluye activos tradicionales, como los créditos. Sin embargo, las principales pérdidas afloradas durante la crisis financiera de 2007–09 provinieron de la cartera de negociación, especialmente de complejas posiciones de titulización, como los bonos de titulización de deuda. Los requerimientos de capital de la cartera de negociación son extremadamente reducidos, incluso en relación con las estimaciones de capital económico de los bancos.

El Comité de Basilea ha corregido esta anomalía. Como consecuencia, el requerimiento de capital de la cartera de negociación aumentará “no de forma marginal, sino en un múltiplo elevado”. La aplicación de estos requerimientos de capital adicional está prevista para finales de 2010. Ante los riesgos planteados por esta vulnerabilidad de los balances de los bancos, su aplicación es inaplazable. La reforma planteada permitiría dar respuesta a la excesiva asunción de riesgos por parte de los bancos, tanto en sus operaciones por cuenta ajena como en la negociación por cuenta propia.

(c) Mejora de la gestión de riesgos y de la divulgación

La crisis ha puesto de relieve el fracaso de las técnicas “avanzadas” de gestión de riesgos empleados por los bancos basadas en modelos internos. Estos modelos redujeron la magnitud percibida de los riesgos de mercado, generando una falsa sensación de confort. Mediante la alquimia de la gestión de riesgos, unos volúmenes nominales de riesgo muy elevados se traducen en unos valores VaR muy reducidos. Estas medidas estadísticas del riesgo deben analizarse con mucha cautela. Los cálculos VaR transforman posiciones de riesgo complejas y multidimensionales (y, por tanto, enormes volúmenes nominales en potencia) en un único indicador de riesgo. En particular, los supuestos sobre correlación, volatilidad y liquidez del mercado incorporados en esos modelos de medición del riesgo podrían no ser válidos en periodos de graves tensiones. Así pues, resulta muy importante entender las limitaciones de estas medidas estadísticas del riesgo y hacer uso de opiniones expertas. También es importante utilizar pruebas de tensión para explorar escenarios extremos situados en “la parte final de las colas” de la distribución de probabilidad.

El Comité de Basilea está implantando un requerimiento de capital VaR-tensionado (*stressed-VaR*) para la cartera de negociación basado en un periodo de 12 meses con tensiones significativas. El Comité también ha publicado un conjunto integral de principios



para el buen gobierno, el diseño y la realización de programas de pruebas de tensión en los bancos⁷. Los principios corrigen las deficiencias de esos programas desveladas por la crisis financiera. Dada la importancia de la gestión de riesgos, es necesario acometer nuevos trabajos en esta área para subsanar las deficiencias detectadas.

(d) *Introducción de un coeficiente de apalancamiento en las instituciones financieras*

Esta discusión conduce de forma natural a la propuesta de aplicar un coeficiente de apalancamiento a las instituciones financieras. Recuérdese que el denominador del coeficiente de capital de un banco es una medida de sus activos ponderados por el riesgo. En el marco de Basilea II, los bancos tienen la posibilidad de calcular el volumen de sus activos ponderados por el riesgo a través del método estándar, basado en calificaciones externas, o del método basado en calificaciones internas, que descansa en los propios modelos de medición del riesgo de la entidad bancaria. En la mayoría de los casos, estos cálculos sólo cubren los activos mantenidos en el balance, excluyendo los activos del sistema bancario no regulado (entidades instrumentales y vehículos especiales de financiación).

Dadas las dificultades que tienen los supervisores y reguladores para vigilar los activos de un banco y su complejidad, la aplicación de un sencillo coeficiente de apalancamiento (un cociente capital/activos) es una medida sensata para complementar los indicadores ponderados por el riesgo, que se ha utilizado desde hace algún tiempo en los bancos comerciales de Canadá y Estados Unidos y el pasado año se adoptó en Suiza. Un coeficiente de apalancamiento ejerce una restricción vinculante si los bancos tratan de arbitrar el marco sensible al riesgo, como hicieron con sus carteras de negociación antes de la crisis. Al mismo tiempo, introduce salvaguardas adicionales frente al riesgo de modelo y a los errores de medición del riesgo, actuando así como una útil red de seguridad.

La aplicación de un coeficiente de apalancamiento simple exige tener en cuenta una serie de aspectos. En primer lugar, debe incluir ciertas partidas fuera de balance en la cifra de activos totales utilizando un factor lineal de conversión del crédito del 100%. En segundo lugar, debemos garantizar que el coeficiente de apalancamiento se aplica consistentemente en todo el mundo. Por poner un ejemplo, el apalancamiento bancario es significativamente menor con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (GAAP) estadounidenses que con las NIIF, debido a la compensación de los derivados OTC que permiten aquéllos. Dado que los bancos podrían poseer contratos compensatorios entre sí, los GAAP estadounidenses permiten a los bancos contabilizar sus exposiciones netas, mientras que las NIIF no admiten esa compensación. Como consecuencia, el tamaño de los activos totales de un banco puede variar significativamente en función del tratamiento que se dé a esta rúbrica contable. Cualquier propuesta que realice el Comité de Basilea tendrá en cuenta esta diferencia.

(e) *Tratamiento de los riesgos de crédito de contraparte planteados por los derivados OTC*

Los derivados OTC (extrabursátiles) constituyen una fuente de riesgo de crédito de contraparte que no atrajo suficiente atención hasta que se produjo la crisis. Como mencioné anteriormente, este mercado plantea riesgos tanto para las instituciones financieras

⁷ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Principios para la realización y supervisión de pruebas de tensión*, mayo de 2009.



individuales (microprudencial) como para el sistema financiero (macroprudencial). Dentro de un momento, me extenderé sobre la dimensión macroprudencial.

Como saben, el BPI elabora y publica estadísticas de los mercados de derivados a partir de la encuesta semestral que coordina el Comité sobre el Sistema Financiero Global. Los derivados OTC se negocian de forma bilateral entre bancos, otras instituciones financieras y empresas. Estas negociaciones no tienen lugar en mercados organizados, lo que dificulta conocer quién asume el riesgo último. La exposición de un banco a los derivados OTC sólo se divulga en las notas al pie de página de sus estados financieros y su tratamiento varía en función de si el banco está sujeto a los Principios GAAP en su jurisdicción o a las normas de contabilidad NIIF.

Aunque la compensación de derivados está en consonancia con las mejoras prácticas en materia de gestión de riesgos bancarios, es posible que esta práctica no satisfaga las necesidades de los supervisores y bancos centrales preocupados por la estabilidad financiera global. No podemos perder de vista los importes brutos de estas posiciones en derivados. En una crisis, los relevantes para la estabilidad financiera son los importes brutos, no los netos. La compensación sólo tiene sentido si la contraparte sigue queriendo y pudiendo satisfacer sus obligaciones con arreglo al contrato de derivados y existe el marco operativo para liquidar ese contrato. La quiebra de Lehman Brothers puso de relieve la fragilidad de estos supuestos.

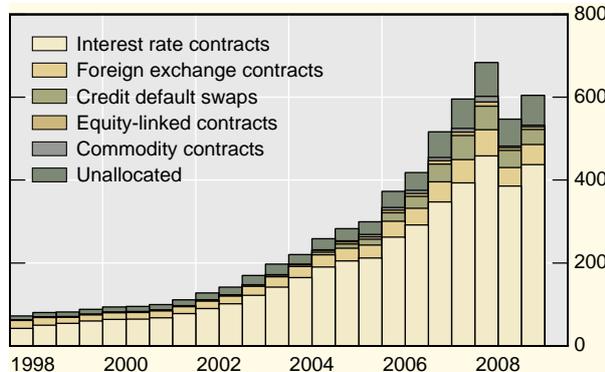
Considérense por un momento las estadísticas más recientes publicadas por el BPI, recogidas en el Gráfico 2. En junio de 2009, el importe nominal de derivados OTC en circulación era de 605 billones de dólares, pero las posiciones netas solamente ascendían a 3,7 billones de dólares. En otras palabras, las posiciones netas en derivados OTC representan menos del 1% de los importes nominales.

Es poco probable que las asignaciones de capital económico de los bancos cubran convenientemente los riesgos que representan esos volúmenes colosales. A fin de mitigar esta fuente de riesgos, el Comité de Basilea está introduciendo mejoras en la cobertura del riesgo de crédito de contraparte planteado por las posiciones bilaterales en derivados OTC e incentivando su traslado hacia entidades de contrapartida central y mercados organizados mediante la aplicación de ponderaciones por riesgo preferentes a las posiciones negociadas en estas infraestructuras, siempre que se cumplan unos rigurosos criterios.

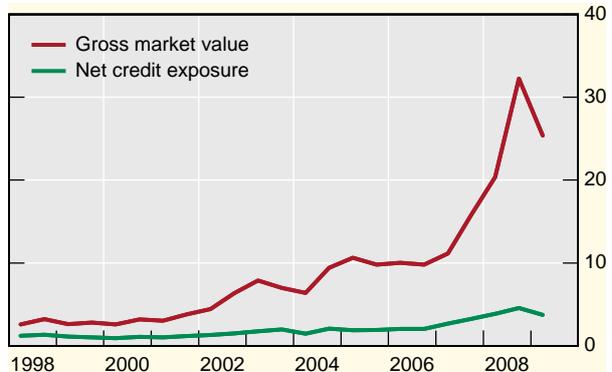
Gráfico 2

Riesgos de crédito de contraparte en los mercados de derivados OTC¹

Importes nominales de derivados en circulación



Valor de mercado bruto y posiciones netas de derivados OTC



1 Datos semestrales, en billones de dólares de EEUU. El último dato corresponde a junio de 2009.

Fuente: Estadísticas del BPI.



(f) ¿Por qué la regulación microprudencial es aún insuficiente?

No cabe duda de la necesidad de una supervisión más diligente de las instituciones financieras individuales. Sin embargo, la discusión realizada hasta ahora ha puesto de relieve los motivos por los que la regulación microprudencial resulta insuficiente para garantizar la estabilidad financiera global. En primer lugar, muchas de las pérdidas sufridas por las instituciones financieras reguladas se originaron en entidades situadas fuera del perímetro de regulación. Los bancos globales recurrieron al arbitraje regulador, apalancándose mediante vehículos fuera de balance (o vía apalancamiento implícito) poco transparentes para los supervisores. Este sistema bancario no regulado generó fuertes quebrantos contables que amenazaron la solvencia de instituciones financieras de importancia sistémica, haciendo necesaria la intervención del sector público. Esta acumulación de riesgos sistémicos no fue detectada por los supervisores.

Un segundo motivo por el que la regulación microprudencial es insuficiente reside en las regulaciones mismas. En retrospectiva, da la impresión de que los distintos países no aplicaron las regulaciones vigentes con el mismo rigor. Así pues, una lección básica es que la regulación no funcionará sin una supervisión adecuada que haga transparentes las estructuras de las instituciones financieras y garantice la aplicación de las reglas en la práctica.

Política macroprudencial

Existe en la actualidad un consenso generalizado sobre la necesidad de reforzar la orientación macroprudencial de los marcos reguladores y supervisores. El significado de esta expresión, acuñada durante los años 70 en el BPI, fue aclarado por Andrew Crockett en un discurso pronunciado en 2000⁸. Tras la crisis financiera, la necesidad de adoptar un enfoque macroprudencial ha pasado a ser lugar común. ¿Pero qué significa exactamente esta expresión? Pese a su aparición casi diaria en discursos y debates de política económica, aún carece de una interpretación común.

(a) Definición de política macroprudencial

En el BPI, definimos política macroprudencial como:

“[E]l uso de instrumentos prudenciales con el objetivo explícito de promover la estabilidad del conjunto del sistema financiero, y no necesariamente de las instituciones individuales que lo forman”⁹.

En otras palabras, el enfoque macroprudencial se centra en el conjunto del sistema financiero, a diferencia de (y además de) las instituciones individuales. Asimismo, se considera que el riesgo agregado depende de la conducta de las instituciones financieras; actuaciones presumiblemente racionales desde una perspectiva individual pueden llevar aparejados resultados agregados indeseables.

Desde un punto de vista conceptual, la regulación macroprudencial atiende a dos dimensiones del riesgo agregado en el sistema financiero: una dimensión temporal y una

⁸ A. Crockett, “Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability”, discurso en la 11ª Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios, Basilea, 21 de septiembre de 2000.

⁹ P. Clement, “The term ‘macroprudential’: origins and evolution”, *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2010.



dimensión transversal¹⁰. La dimensión temporal se refiere a la forma en que evoluciona el riesgo agregado a lo largo del ciclo macroeconómico. El problema de política asociado consiste en atenuar la prociclicidad del sistema financiero. La dimensión transversal se refiere al modo en que el riesgo agregado se distribuye por el sistema financiero en todo momento y a la forma en que la estructura del sistema financiero influye en su propia respuesta a las perturbaciones (y en su posible amplificación de las mismas). Este fenómeno de propagación de efectos podría surgir, por ejemplo, si las entidades financieras mantienen exposiciones comunes al riesgo o interconexiones en red. El problema para las políticas consiste en dar respuesta a esas exposiciones comunes e interconexiones entre instituciones financieras.

Como pueden apreciar a partir de la anterior definición, el término “macroprudencial” se refiere a la aplicación de un enfoque sistémico a la supervisión de las instituciones financieras. Sin embargo, numerosos analistas vienen utilizando el término como una expresión comodín para referirse a todas las iniciativas de reforma de la arquitectura financiera internacional actualmente en marcha. Esta tendencia debe rechazarse por una serie de razones. En primer lugar, las definiciones genéricas amplían innecesariamente el objetivo a perseguir por los supervisores y limitan su responsabilidad. Si el término macroprudencial se refiere a cualquier cosa, entonces no se podrá pedir responsabilidades a nadie.

En segundo lugar, es importante que las políticas macroprudenciales no se consideren sustitutivas de unas políticas monetarias y fiscales sólidas. Aunque el impacto de las políticas en un área influirá sobre el logro de objetivos en la otra, estas políticas son complementarias, no sustitutivas. Por ejemplo, la propuesta de elevar los requerimientos mínimos de capital en las instituciones financieras es una política microprudencial. Exigir a los bancos que mantengan mayores excedentes de capital por encima de esos mínimos es una política macroprudencial. La subida de las tasas de interés oficiales para endurecer las condiciones monetarias de una economía es una decisión de política monetaria. Cabría pensar que unos mayores excedentes de capital en el sector financiero podrían ser una alternativa a la subida de las tasas de interés, pero no es así. Aunque ambos instrumentos podrían limitar la disponibilidad de crédito, los mayores coeficientes de capital sólo afectan a los bancos, mientras que las mayores tasas de interés oficiales influyen en toda la economía, así como en el tipo de cambio. Una subida de las tasas de interés oficiales afecta a las decisiones intertemporales de ahorro y consumo de los hogares, a las decisiones de inversión de las empresas y al valor de los futuros beneficios y derechos sobre diferentes activos. Un aumento de la tasa oficial es también una señal importante sobre las perspectivas de la economía y, lo que aún es más importante, desempeña un papel fundamental en el anclaje de las expectativas de inflación. Cualquier respuesta concomitante de los tipos de cambio a una subida de las tasas de interés oficiales ofrece otro canal de reducción del producto, que opera a través del sector productor de bienes y servicios comerciables. En cambio, un aumento de los niveles mínimos y de los colchones de capital de las entidades bancarias tiene efectos mucho más limitados sobre las condiciones del sector financiero. Los hogares y empresas pueden eludir este canal del crédito bancario mediante su endeudamiento en los mercados de capitales o en el sector financiero no bancario, o utilizando el ahorro familiar o los beneficios no distribuidos para financiar la inversión.

¹⁰ J. Caruana, “Grappling with systemic risk”, International Distinguished Lecture en el Centro de Estudios Financieros de Melbourne, 10 de febrero de 2010.

**(b) Tratamiento de la prociclicidad**

La prociclicidad describe los mecanismos de retroalimentación existentes dentro del sistema financiero y entre éste y la economía real que pueden exacerbar los ciclos de expansión y contracción, socavando la estabilidad financiera y macroeconómica. Estos efectos son más visibles durante la fase contractiva. A medida que se acentúan las tensiones, se materializan riesgos previamente desconocidos, agudizando la contracción que ya está en curso. Sin embargo, los efectos de la prociclicidad son críticos (aunque están ocultos) durante la fase expansiva, cuando se acumulan los riesgos subyacentes. La experiencia histórica muestra que los errores en la concesión de créditos se cometen durante la fase expansiva, pero sólo se manifiestan durante la etapa contractiva.

La respuesta de política a la prociclicidad debe consistir en la acumulación y posterior reducción de reservas de capital con criterio anticíclico a lo largo del ciclo económico. Estos márgenes de seguridad deben crearse durante los periodos de bonanza, cuando resulta más sencillo y barato hacerlo¹¹. La acumulación de capital limitará la asunción de riesgos durante la fase expansiva del ciclo económico. Los márgenes de seguridad podrán luego reducirse durante la fase contractiva, lo que permitirá que el sistema absorba con mayor facilidad las tensiones que vayan apareciendo y debilitará los mecanismos de retroalimentación.

Es importante distinguir entre el requerimiento mínimo de capital regulador y los excedentes por encima del mínimo. El incumplimiento del mínimo regulador lleva aparejadas graves consecuencias, incluso el cierre del banco. En cambio, los excedentes de capital se acumulan durante los periodos de bonanza, de forma que puedan absorber pérdidas sin que el banco deje de ser solvente.

El Comité de Basilea ha propuesto la acumulación de estos excedentes a través de una combinación de requerimientos de capital anticíclicos, provisionamiento dinámico y medidas de conservación del capital¹². Hemos de explorar también otros posibles instrumentos macroprudenciales, como las relaciones préstamo-valor.

- Un requerimiento de capital anticíclico exigirá que las instituciones financieras mantengan más capital en épocas de bonanza, permitiendo su reducción en periodos de recesión¹³.
- El provisionamiento dinámico induce la dotación de provisiones con una orientación prospectiva basada en la pérdida esperada, a diferencia de las provisiones con orientación más retrospectiva basada en la pérdida registrada. El enfoque dinámico capta las pérdidas reales de una forma más transparente, siendo también menos procíclico que el actual modelo de dotación de provisiones basado en “la pérdida registrada”.
- Las medidas de conservación del capital incluyen actuaciones encaminadas a limitar el pago de dividendos excesivos, la recompra de acciones propias y las retribuciones que realizan las instituciones financieras. Mediante la retención de beneficios durante los periodos de bonanza, el banco acumula excedentes de capital que pueden absorber los quebrantos por pérdida de valor de los activos en

¹¹ Banco de Pagos Internacionales, “Addressing financial system procyclicality: a possible framework”, *Note for the FSF Working Group on Market and Institutional Resilience*, abril de 2009.

¹² Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Strengthening the resilience of the banking sector – consultative document*, diciembre de 2009.

¹³ Banco de Pagos Internacionales, *79º Informe Anual*, 2009, pp 131–35.



las etapas de recesión. Cuando el banco está sufriendo pérdidas y su coeficiente de capital está cayendo hacia el mínimo, tiene difícil justificación el mantenimiento de esquemas de distribución de capital propios de periodos de bonanza. La crisis ha demostrado la necesidad de que los supervisores estén facultados para impedir excesivas distribuciones de capital a través de dividendos, recompras de acciones y pago de retribuciones.

- Por último, las relaciones préstamo-valor limitan el volumen de deuda que puede utilizarse para financiar un activo. Por ejemplo, numerosos países de Asia Oriental han impuesto límites máximos a las relaciones préstamo-valor en la concesión de créditos hipotecarios con el fin de contrarrestar el auge de los mercados de la vivienda.

(c) Tratamiento de instituciones financieras de importancia sistémica

En relación con la dimensión transversal, es preciso que capturemos el riesgo sistémico y ajustemos los instrumentos prudenciales en función de la contribución de cada institución individual a ese riesgo. Por enunciarlo con mayor claridad, la tarea consiste en identificar instituciones financieras de importancia sistémica y en ajustar sus requerimientos de capital para reflejar su mayor amenaza potencial para la estabilidad del sistema financiero global. Existen varios criterios que pueden utilizarse para identificar instituciones financieras de importancia sistémica (es decir, “demasiado importantes para quebrar”):¹⁴

- **Tamaño:** por lo general, la contribución de una institución financiera al riesgo sistémico aumenta de forma más que proporcional a su tamaño. Este resultado sugiere la necesidad de un coeficiente de apalancamiento simple que complemente el marco sensible al riesgo de Basilea II.
- **Interconectividad:** esta característica describe una situación donde los problemas de una institución elevan la probabilidad de problemas en otras.
- **Posibilidad de sustitución:** algunas instituciones prestan servicios cruciales para el fluido funcionamiento del sistema financiero, como los de compensación y liquidación.
- **Concentración:** algunos sistemas financieros o segmentos del mercado se caracterizan por la presencia de un escaso número de agentes de gran tamaño que dominan un mercado de servicios financieros con pocas alternativas.
- **Exposiciones comunes:** es posible que las instituciones financieras mantengan posiciones similares a las de sus competidores, por lo que una perturbación común podría generar problemas simultáneos en múltiples instituciones. La exposición de los bancos globales a los préstamos de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos constituye un ejemplo reciente.

Dada la complejidad y la operativa transfronteriza de las instituciones financieras de importancia sistémica, resulta necesario crear colegios de supervisores y mecanismos transfronterizos de reestructuración bancaria para subsanar esta vulnerabilidad del sistema financiero.

¹⁴ BPI-FMI, *Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations*, octubre de 2009.



(d) Tratamiento del riesgo moral: del rescate financiero a la asunción de costes

Identificando a las instituciones financieras de importancia sistémica y exigiéndoles que mantengan más capital y liquidez conseguiremos un sistema financiero con mayor capacidad de reacción. Sin embargo, evitaremos las quiebras bancarias. Así pues, otro importante aspecto de política macroprudencial es el tratamiento que deba darse a los bancos que son “demasiado importantes para quebrar”. Ante los problemas bien conocidos de riesgo moral asociados a esas instituciones financieras, es importante que los supervisores, los bancos centrales y los ministerios de finanzas comuniquen con claridad lo que sucederá en el futuro. En particular, existe un consenso generalizado sobre la necesidad de dejar de rescatar instituciones financieras (*bailing out*) y que sean sus accionistas y acreedores quienes realmente asuman los costes (*bailing in*).

Tomemos el ejemplo de la reciente crisis financiera. Tras la quiebra de Lehman Brothers, los gobiernos adoptaron medidas para evitar la quiebra de otras entidades bancarias y restablecer la confianza en el sistema financiero. Estas medidas incluyeron la recapitalización de bancos, el aumento de la cuantía del seguro de depósitos, la provisión de avales a la emisión de deuda, la constitución de garantías sobre activos deteriorados o la compra de éstos y, en algunos casos, la intervención directa de entidades bancarias. El 10 de octubre de 2008, los líderes del G-7 se comprometieron a “adoptar medidas firmes y utilizar todos los instrumentos disponibles para apoyar a las instituciones financieras de importancia sistémica e impedir su quiebra”. Este comunicado, respaldado por las actuaciones de los distintos gobiernos, detuvo la espiral contractiva del sistema financiero, aunque a costa de elevar el grado de riesgo moral. Compárese ese comunicado con el efectuado por el Presidente Obama el 21 de enero de 2010: “Nunca más el contribuyente estadounidense será rehén de un banco que es demasiado importante para quebrar”. Esta contundente declaración, realizada tras el anuncio del pago de elevados incentivos a final de año por parte de instituciones financieras que habían recibido capital público, sugiere que las condiciones de cualquier rescate futuro serán más punitivas. Resulta una incógnita si esta declaración ha influido o no en la conducta de directivos, acreedores y accionistas bancarios.

Dada la existencia de riesgo moral, las autoridades económicas deben explorar alternativas a los rescates bancarios financiados con dinero del contribuyente. Existe toda una gama de propuestas en estudio, que incluye:

- Mecanismos transfronterizos de reestructuración bancaria, mediante los cuales los colegios de supervisores acuerdan qué tratamiento dar a la quiebra de un banco global.
- Procedimientos ordenados de liquidación, incluido el uso de “testamentos vitalicios” que permitan a los supervisores resolver con rapidez una situación de quiebra bancaria.
- La utilización de instrumentos de capital contingentes de “actividad finalizada”, como la conversión de deuda en capital (*debt-for-equity swaps*), que obliga a los acreedores a convertir sus derechos en capital ordinario mediante un procedimiento similar al contemplado en el Capítulo 11 de la legislación sobre quiebras estadounidense.
- Imposición de descuentos a los tenedores de bonos no garantizados (es decir, a los acreedores al por mayor), garantizando que contribuyen a la solución del problema.
- Redes de seguridad limitadas a los depositantes minoristas.

Las medidas de este tipo generan los incentivos adecuados y dotan de mayor eficacia a la disciplina del mercado. Sin ellas, la amenaza de permitir la quiebra de un banco no será creíble.

**(e) Tratamiento de vulnerabilidades en la infraestructura del sistema financiero**

Aunque la mayoría de los debates sobre la dimensión transversal de la política macroprudencial se centran en las instituciones financieras, conviene no descuidar la infraestructura de los mercados que permite el funcionamiento fluido del sistema financiero. Los sistemas de pago, liquidación y compensación crean interconexiones entre las entidades financieras, pudiendo actuar como canal de contagio. Por ejemplo, la quiebra de un intermediario financiero podría inducir la suspensión de pagos de sus contrapartes si el valor de las garantías aportadas es insuficiente para cubrir el tamaño de las exposiciones. Desde una perspectiva macroprudencial, se precisa una vigilancia sistémica para subsanar esta vulnerabilidad del sistema financiero.

Un claro ejemplo es la necesidad de una vigilancia sistémica de los mercados de derivados OTC. Como se señaló anteriormente, las instituciones financieras no mantenían suficiente capital económico para sus posiciones en derivados. Tras la crisis, los reguladores están examinando diversas opciones para reducir esta fuente de riesgo sistémico, como ajustar los requerimientos de capital a las exposiciones bilaterales en derivados y exigir (o incentivar) la negociación de los derivados OTC a través de una entidad de contrapartida central. El Comité de Sistemas de Pago y Liquidación tiene también en estudio medidas para fortalecer las infraestructuras financieras.

(f) Ilustración: las políticas macroprudenciales en Asia

Los bancos centrales asiáticos han liderado la adopción de diversos instrumentos macroprudenciales antes y después de la crisis de 1997, como ilustra el Cuadro 6. Su conocimiento de estos instrumentos es particularmente avanzado comparado con el de otras regiones y su experiencia ofrece lecciones interesantes a otros países.

Cuadro 6

Experiencia con instrumentos macroprudenciales en Asia

Objetivo	Instrumentos	Ejemplos
Gestión del riesgo agregado a lo largo del tiempo (es decir, prociclicidad)	<ul style="list-style-type: none"> Excedentes de capital anticíclicos vinculados al crecimiento del crédito Provisionamiento anticíclico Relaciones préstamo-valor Controles directos del crédito a determinados sectores 	<ul style="list-style-type: none"> China¹ China, India China, Hong Kong RAE, Corea, Singapur Corea, Malasia, Filipinas, Singapur
Gestión del riesgo agregado en todo momento (es decir, vigilancia sistémica)	<ul style="list-style-type: none"> Requerimientos de capital adicionales Requerimientos de liquidez / financiación Límites a los descalces de monedas Requerimientos préstamos-depósitos 	<ul style="list-style-type: none"> China, India, Filipinas, Singapur India, Corea, Filipinas, Singapur India, Malasia, Filipinas China, Corea

¹ En estudio.

Obsérvese que los coeficientes de reservas obligatorias no se incluyen, al considerarse un instrumento de política monetaria.



Por ejemplo, los países asiáticos vienen utilizando el provisionamiento anticíclico, las relaciones préstamo-valor y los controles directos del crédito a determinados sectores con el fin de contrarrestar la prociclicidad de sus sistemas financieros. También están dando respuesta al riesgo agregado en el sistema financiero mediante requerimientos de capital adicionales y requerimientos de liquidez.

La dimensión de política monetaria

Como ha venido defendiendo desde hace tiempo el BPI, la estabilidad de precios no basta para lograr la estabilidad financiera¹⁵. La reciente crisis financiera ha demostrado que la estabilidad de los precios de consumo es insuficiente para garantizar la estabilidad macroeconómica. En retrospectiva, ahora sabemos que la Gran Moderación encubrió la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero. Los bancos centrales lograron expectativas de inflación reducidas y estables, pero ello enmascaraba una rápida expansión del crédito, una menor aversión al riesgo, una subida de los precios de los activos y un aumento de la vulnerabilidad del sistema financiero. La implicación de esta forma de ver las cosas es que la política monetaria debe tener más en cuenta los precios de los activos y las expansiones del crédito. Los bancos centrales también deben prestar atención al canal de política monetaria que opera a través de la asunción de riesgos en un entorno de tasas de interés reducidas¹⁶.

(a) *Modificaciones simétricas de las tasas de interés oficiales a lo largo del ciclo*

El objetivo prioritario de la política monetaria debe seguir siendo el logro de la estabilidad de precios. Las tasas de interés oficiales constituyen el principal instrumento para alcanzar este objetivo. Sin embargo, parece estar gestándose un consenso entre banqueros centrales y supervisores sobre la necesidad de que los bancos centrales añadan a su función de política monetaria cierta responsabilidad en materia de estabilidad financiera. Bajo ciertas circunstancias, las tasas oficiales también pueden contribuir a la estabilidad financiera, pero su ajuste debe ser simétrico. Con esto quiero decir que dichas modificaciones deben responder por igual a las fases contractivas y a las etapas de auge para limitar expansiones del crédito y escaladas de los precios de los activos. Permítanme ser claro sobre este punto. La cuestión no estriba en si la política monetaria debe tener como objetivo los precios de los activos. Éstos son una variable indicativa y no deben ser un objetivo de política monetaria en sí. La cuestión es, más bien, cuál es el papel que le corresponde a la política monetaria en la lucha contra la acumulación de los desequilibrios conducentes al riesgo sistémico que puede lastrar la economía, inclusive las perspectivas de inflación.

Este enfoque aboga por un papel más importante de los agregados crediticios en la conducción de la política monetaria. Aunque numerosos observadores asociarían inmediatamente este enfoque con la estrategia de dos pilares que utiliza el BCE, otros ejemplos incluyen el seguimiento flexible de objetivos de inflación practicado en Australia y Tailandia (entre otros países).

En esencia, los bancos centrales deben aplicar un enfoque de gestión de riesgos a la política monetaria, persiguiendo su objetivo prioritario pero teniendo en cuenta la posibilidad y los efectos potenciales de eventos poco probables. Los bancos centrales deben reconocer el potencial de intercambio a corto plazo entre el control de la inflación y la estabilidad

¹⁵ W. White, "Is price stability enough?", *Documentos de Trabajo del BPI*, no. 205, abril de 2006.

¹⁶ L. Gambacorta, "Monetary policy and the risk-taking channel", *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2009.

financiera. Una situación de este tipo se produjo en el último trimestre de 2008, cuando muchos países afrontaron una perturbación de precios transitoria ante el encarecimiento de los alimentos y de la energía, mientras el sistema financiero registraba considerables tensiones. La gestión de futuras situaciones de este tipo será indudablemente difícil, por lo que es importante que los bancos centrales comuniquen sus medidas con claridad para garantizar que las expectativas de inflación continúan bien ancladas.

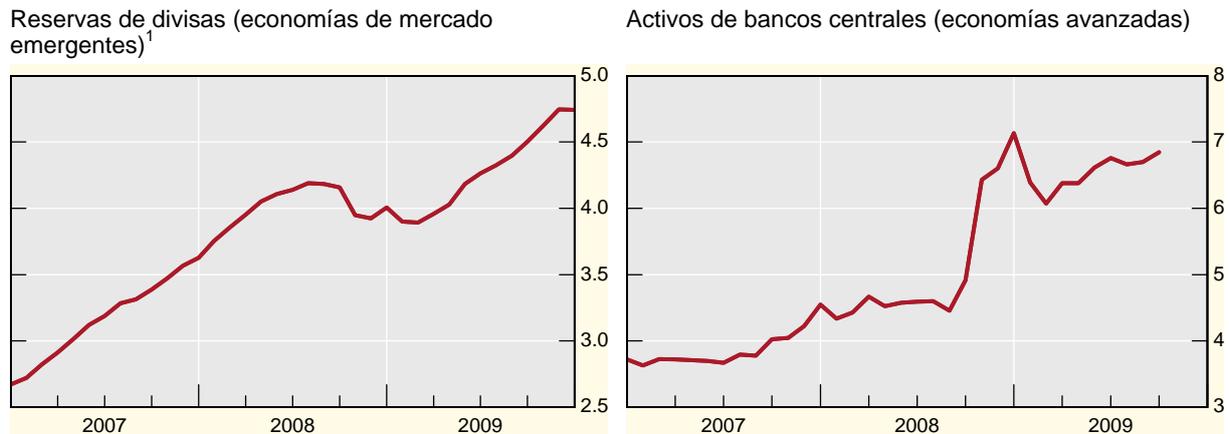
(b) Las reservas de divisas como instrumento de estabilidad financiera

A partir del año 2000, hemos asistido a un extraordinario aumento del volumen de reservas de divisas que mantienen las economías de mercado emergentes (véase el panel izquierdo del Gráfico 3). Este incremento refleja dos aproximaciones distintas a la gestión de las reservas de moneda extranjera. Por un lado, la acumulación de reservas suele considerarse como elemento de una política de autoseguro frente a la posibilidad de “paradas súbitas” y volatilidad de los flujos de capitales. Desde esta perspectiva, las reservas de divisas sirven como instrumento anticíclico, acumulándose excedentes durante las épocas de bonanza, que pueden luego utilizarse en periodos de tensión en el sistema financiero. En este caso, numerosas economías de mercado emergentes sostendrían que las reservas de divisas forman parte integral de un marco de estabilidad financiera global.

Gráfico 3

Dos modalidades de políticas de balance

(en billones de dólares corrientes de EEUU)



¹ Total de las principales economías de mercado emergentes (China, Taipei chino, Corea, Hong Kong RAE, India, Malasia, Singapur, Tailandia, Brasil, México, Rusia y Turquía). ² Total de Estados Unidos, zona del euro, Japón, Canadá, Suecia, Suiza y Reino Unido.

Fuente: Datos nacionales.

Por otra parte, la acumulación de reservas de divisas es, en algunos casos, un subproducto de una política de tipo de cambio diseñada para resistir la apreciación de la moneda nacional. Esta política suele identificarse por la magnitud de la acumulación de reservas. Sin embargo, la frontera entre ambas aproximaciones podría, en ocasiones, ser difusa.

En periodos de tensión, una incógnita adicional es el respectivo papel del autoseguro y de la ayuda externa a través de mecanismos como los acuerdos *swap* bilaterales de divisas entre bancos centrales o las facilidades multilaterales como la Iniciativa Chiang Mai o la línea de crédito flexible del FMI.



La dimensión de política fiscal

En el marco del nuevo paradigma que hoy estoy esbozando, las autoridades deben reconocer que la política fiscal forma parte integral de un marco de estabilidad financiera global.

(a) *La política fiscal como amortiguador de perturbaciones*

A las políticas fiscales les corresponde un papel destacado como amortiguador de perturbaciones en el logro y mantenimiento de la estabilidad financiera global. Junto con los hogares y empresas, el sector público es uno de los actores más importantes de la economía. Su presupuesto es el de mayor dimensión. Sus decisiones de ingresos y gastos son las que mayor impacto generan sobre la demanda agregada. Además, es el mayor prestatario individual de la economía nacional y sus pasivos en moneda local son fuente y referencia de las tasas de interés libres de riesgo de su sistema financiero. Por estas razones, los gobiernos no pueden ignorar los efectos de sus decisiones sobre la estabilidad del sistema financiero. En concreto, la política fiscal debe tener una orientación anticíclica con el fin de suavizar el ciclo económico.

Un método para adoptar esta orientación consiste en seguir reglas presupuestarias equilibradas ajustadas al ciclo. La acumulación de superávits fiscales durante las épocas de bonanza ofrece al Gobierno la posibilidad y capacidad de endeudarse para responder en periodos de crisis financiera. Por trazar un paralelismo con el sector bancario, el Gobierno debe acumular excedentes fiscales durante los periodos de prosperidad para luego utilizarlos en apoyo del sistema financiero y de la economía real en las fases de recesión. La reciente crisis financiera ha puesto de relieve la importancia que puede tener la capacidad de apoyar al sector financiero a través de paquetes de rescate bancario y de estimular la economía real mediante estímulos fiscales discrecionales.

(b) *La política fiscal no debe ser fuente de perturbaciones*

Por desgracia, hoy en día la política fiscal es más una fuente potencial de perturbaciones que un amortiguador. De hecho, unas políticas fiscales demasiado expansivas constituyen en el presente una importante amenaza para la estabilidad financiera (véase el Cuadro 7). La reacción de los mercados a los acontecimientos en Grecia está poniendo de manifiesto esta situación. Ni las reglas fiscales (por ejemplo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la zona del euro), ni la disciplina del mercado (como las advertencias de las agencias de calificación crediticia) fueron capaces de limitar el endeudamiento público durante la última década. Como consecuencia, parece que estamos asistiendo a otro “momento Minsky”, a medida que los participantes en los mercados financieros –tras un largo periodo de complacencia frente a esas políticas fiscales laxas– revisan brutalmente sus percepciones sobre la sostenibilidad fiscal de una serie de economías avanzadas. Es posible que sea ahora el momento de revisar un antiguo debate sobre la necesidad de agencias fiscales independientes o, como mínimo, sobre un marco que garantice la independencia de los institutos de estadística a cargo de las cuentas nacionales. Este tema reviste particular importancia en un momento como el actual donde preocupan sobremanera el riesgo de tipo de interés asociado a un endeudamiento público creciente y el abandono de las políticas monetarias no convencionales por parte de los bancos centrales.



Cuadro 7

Déficits fiscales y deuda pública en economías avanzadas y emergentes

En % del PIB	Posición fiscal ¹			Deuda de las Administraciones Públicas ^{1,5}		
	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Economías avanzadas:						
Estados Unidos	-2,8	-10,7	-9,4	62	92	100
Japón	-2,5	-8,2	-9,4	167	197	204
Reino Unido	-2,7	-13,3	-12,5	47	83	94
Alemania	0,2	-5,3	-4,6	65	82	85
Francia	-2,7	-8,6	-8,0	70	92	99
Italia	-1,5	-5,4	-5,1	112	127	130
España	1,9	-8,5	-7,7	42	68	74
Grecia	-4,0	-9,8	-10,0	104	123	130
Economías emergentes:						
Asia ²	0,1	-3,5	-3,6	37	40	41
Europa Central ³	3,7	-4,4	-3,9	23	28	29
América Latina ⁴	-1,5	-2,4	-2,0	41	37	35

¹ Promedios regionales calculados como medias ponderadas a partir del PIB y de los tipos de cambio PPA de 2005. ² China, Corea, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia. ³ Hungría, Polonia y República Checa. ⁴ Argentina, Brasil, Chile y México. ⁵ En los casos de Argentina, Filipinas y Tailandia, deuda de la Administración Central.

Fuentes: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial; OCDE, Economic Outlook.

Permítanme mencionar también que, dada la importancia de anclar las expectativas de inflación, la reciente propuesta realizada en algunos ámbitos de duplicar los objetivos de inflación del 2% al 4% resulta inadecuada.

Los recientes acontecimientos en Grecia han puesto de manifiesto que el debilitamiento de la disciplina fiscal tiene importantes repercusiones sobre la estabilidad financiera.

En retrospectiva, ahora parece que el debilitamiento de las reglas fiscales de la Unión Europea –conocidas como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento– a lo largo de la última década ha socavado la estabilidad financiera. Partiendo de un cociente de deuda pública sobre PIB ya elevado del 66% en 2007, los niveles de deuda pública han crecido debido a la combinación de (i) el considerable coste de los planes de rescate del sector financiero (con compromisos que ascienden al 26% del PIB, habiéndose utilizado ya el 10%) y (ii) los cuantiosos estímulos fiscales aplicados entre los años 2008 y 2010. Además, observamos la inminente amenaza de (iii) los enormes pasivos implícitos relacionados con el envejecimiento de la población. La combinación de estos factores ha conducido a una situación precaria. A la luz de esta situación, no parece prudente esperar a 2011 para iniciar la consolidación fiscal.

El aumento de la deuda pública estadounidense constituye también un importante motivo de preocupación para el sistema financiero global. Con todo, Estados Unidos dispone de un



mayor margen para elevar los impuestos que la zona del euro, donde la presión fiscal ya es muy alta.

Un aspecto reseñable que ilustra el Cuadro 7 es que las economías de mercado emergentes han mostrado, por lo general, una mayor disciplina fiscal que las economías avanzadas. Las primeras han aprendido sin duda de las dificultades experimentadas durante las dos últimas décadas y han tomado medidas para garantizar el mantenimiento de un margen de maniobra en sus posiciones fiscales. La política fiscal debe instrumentarse con el objetivo de acumular excedentes durante las épocas de bonanza que puedan luego utilizarse para estimular la economía en periodos de contracción.

Los mercados financieros vienen señalando ya la próxima amenaza potencial para la estabilidad financiera. El Gráfico 4 muestra la evolución de los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS), que son contratos de derivados que ponen precio al coste de asegurarse frente a un evento de crédito como el impago de un bono. Las líneas verdes muestran el rápido aumento del coste del seguro frente a una posible quiebra o impago de algunos de los principales bancos internacionales. Aunque la ampliación de los diferenciales de los CDS de los bancos radicados en Estados Unidos resultó particularmente acusada en torno a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, los aumentos relativos de la percepción del riesgo también fueron elevados en otros sistemas bancarios.

Las líneas rojas del Gráfico 4 muestran, por su parte, el aumento del coste de asegurarse frente a un impago soberano. Es obvio que el inversionista siempre debe ponderar la probabilidad de que la contraparte esté en disposición de pagar en un evento de este tipo. En cualquier caso, en los ocho países que ilustra el gráfico, la probabilidad y severidad de un impago soberano se consideraba insignificante antes del inicio de la crisis financiera en 2007. Sin embargo, en el último trimestre de 2008, el coste de asegurarse frente a un impago soberano había aumentado tras las intervenciones de los poderes públicos en apoyo de sus sistemas bancarios. Como puede observarse, el diferencial del CDS de la deuda soberana aumentó hasta el mismo nivel que el del banco promedio, sugiriendo que los mercados consideraban similares el riesgo de crédito de la deuda soberana y el de los bancos del país. Conforme hemos visto durante el mes pasado, el coste del seguro de impago para países como Grecia casi se ha triplicado. Estos instrumentos negociados evidencian la creciente preocupación por la sostenibilidad fiscal en una serie de países.

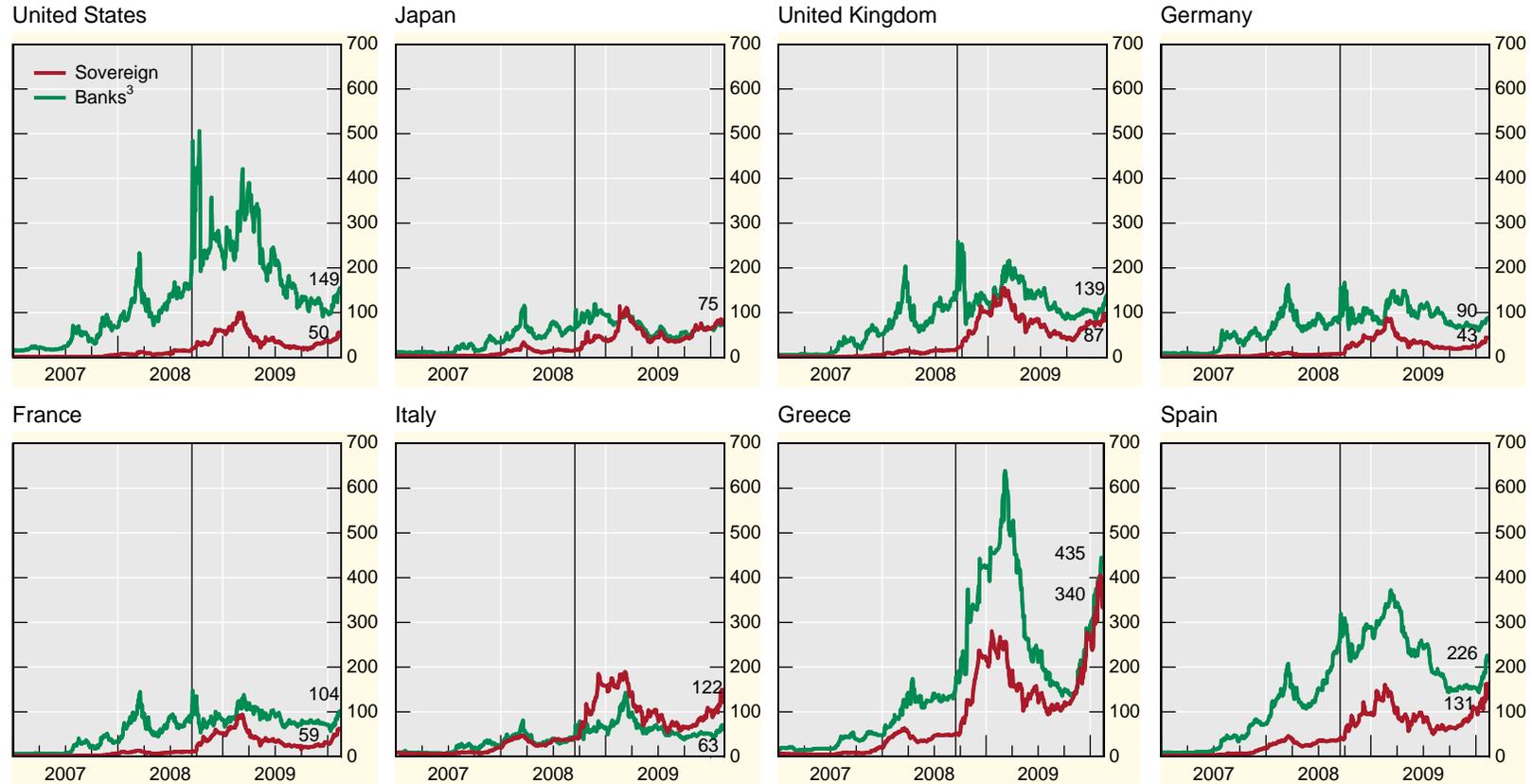
(c) *Impuestos y gravámenes puntuales sobre el sector financiero*

Se han propuesto diversas iniciativas encaminadas a que el sector financiero se autoasegure frente a una futura crisis. El FMI está estudiando propuestas de tributación sobre el sistema bancario global. La aplicación de impuestos o gravámenes puntuales sobre el sector financiero podría utilizarse para devolver el dinero del contribuyente utilizado en los rescates bancarios, o para financiar un fondo de reestructuración del sector bancario. Esta segunda alternativa, que han propuesto algunos de los principales banqueros mundiales, aunque sin ser actual objeto de debate en los foros internacionales, plantea un elevado riesgo moral.



Gráfico 4

Diferenciales de los swaps de incumplimiento crediticio (CDS) de la deuda soberana y del sector bancario^{1,2}



1 Diferenciales de los contratos de CDS a cinco años más recientes. ² Media muestral simple de los principales bancos de Estados Unidos (Bank of America, Citigroup, JPMorgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley), Japón (Mitsubishi UFJ, Mizuho FG, Sumitomo Mitsui FG), Reino Unido (Barclays, HBOS, HSBC, RBS), Alemania (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank), Francia (BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole), Italia (Unicredit, Intesa Sanpaolo), Grecia (Alpha Bank, National Bank of Greece) y España (BBVA, Banco Popular Español, Banco Sabadell, Banco Santander, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, BANCAJA).

Fuentes: Markit; cálculos del BPI.



Así pues, el sector financiero no debe hacerse la ilusión de que esos impuestos podrían ser sustitutivos de unos mayores requerimientos de capital.

La dimensión global (mundial)

La estabilidad financiera global es un bien público y un sistema financiero global exige soluciones globales. Deben continuar los sustanciales avances realizados en la coordinación internacional de la regulación sistémica. La crisis ha vuelto a demostrar que la estabilidad financiera no puede garantizarse aun cuando cada país mantenga en orden su sistema financiero interno. Esta condición es necesaria, pero no suficiente. Como hemos visto, los problemas financieros en una parte del sistema financiero global pueden transmitirse con rapidez a otras partes debido a las numerosas interconexiones financieras y reales.

El G-20 viene desempeñando una función cada vez más importante en el fomento de la coordinación global de las políticas macroeconómicas y en el logro de apoyos políticos para la reforma de la regulación financiera. El proceso de evaluación mutua refuerza el compromiso de las autoridades nacionales con la adopción de medidas conjuntas y coordinadas. Al igual que la estabilidad financiera precisa la ayuda de las políticas monetaria y fiscal en el ámbito nacional, la estabilidad financiera global requiere el apoyo de políticas consistentes de ámbito internacional.

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) ha asumido el liderazgo en la coordinación de los trabajos de las autoridades nacionales y de los organismos de normalización reguladora y contable para garantizar la consistencia internacional. El FSB, que incluye representantes de 24 países, seis instituciones financieras internacionales y seis organismos de normalización reguladora y contable, es el principal foro de trabajo sobre la estabilidad financiera global¹⁷. Los comités radicados en Basilea –sobre todo, el Comité de Basilea, el Comité sobre el Sistema Financiero Global y el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación–, en tanto que importantes foros de debate de soluciones e intercambio de experiencias nacionales, realizan aportaciones fundamentales a los trabajos que coordina el FSB.

Cuadro 8

Antiguos y nuevos paradigmas de estabilidad financiera

Antiguo paradigma	Nuevo paradigma
Política monetaria exclusivamente centrada en la inflación de precios	Política monetaria centrada en la inflación de precios, pero que también lucha contra los desequilibrios financieros
Política microprudencial centrada en las entidades bancarias individuales	Política microprudencial combinada con un tratamiento macroprudencial del riesgo sistémico
Confianza en la gestión interna de riesgos, la autoregulación y la disciplina del mercado	Mayor capital bancario, mejor gobernanza y ampliación del perímetro de regulación
La política fiscal no incorpora criterios de estabilidad financiera	Política fiscal anticíclica (excedentes fiscales)
Orientación interna	Mayor coordinación internacional

¹⁷ Véase la relación de miembros del FSB en <http://www.financialstabilityboard.org/members/links.htm>.



El FSB también ha trabajado con el FMI en un ejercicio conjunto de alerta temprana con el objetivo de identificar vulnerabilidades en el sistema financiero global, mejorar la cooperación transfronteriza y promover la realización de evaluaciones mutuas.

Conclusiones

En resumen, debemos garantizar que todas las políticas públicas –microprudencial, macroprudencial, monetaria y fiscal– contribuyen a la estabilidad financiera global a través de respuestas anticíclicas y simétricas a los ciclos expansivos y contractivos (véase el Cuadro 8). Este marco debe ser integral, en el sentido de que ninguna política puede por sí sola alcanzar este objetivo. Además, el ámbito de esta cooperación debe ser mundial para dar respuesta a un sistema financiero global.

Con el fin de dotar de eficacia a este marco, debe llevarse a cabo un análisis exhaustivo del marco institucional y de la coordinación internacional. Resulta fundamental armonizar objetivos, conocimientos y control de los diversos instrumentos de política, debido precisamente a la amplia dispersión de las responsabilidades en materia de estabilidad financiera. En consecuencia, el marco institucional debe basarse en mandatos precisos y en un claro proceso de asunción de responsabilidades. Asimismo, debe cimentarse en una estrecha cooperación entre bancos centrales y autoridades supervisoras, tanto en el ámbito nacional como internacional.

Muchas gracias por su atención.