



ARREGLAR el SISTEMA

Tras un primer impulso por reformar la regulación financiera, que a los ojos de muchos fue un factor que contribuyó a la crisis mundial, el ritmo se ha desacelerado

*Laura Kodres y
Aditya Narain*

UNA DÉBIL regulación financiera en las economías avanzadas —mal diseñada, impráctica e incoherente entre las distintas instituciones y segmentos del mercado, y más incoherente aún entre los distintos países— fue un factor importante que contribuyó a la peor crisis económica mundial desde la Gran Depresión.

También se consideraba que la regulación era demasiado laxa, y que las autoridades eran demasiado permisivas con el sector privado a fin de reducir el costo de cumplir con las normas. No es sorprendente entonces que, a partir de 2009, la agenda de los líderes del Grupo de los Veinte (G-20) se haya centrado en la reforma de la regulación financiera para controlar el tipo de riesgo sistémico y el contagio a otras instituciones y países y a la economía real que la crisis puso de manifiesto.

Ha habido cambios sustanciales desde 2009 como resultado de la presión sobre el Consejo de Estabilidad Financiera para que coordine mejor la regulación financiera mundial y de algunos cambios en la regulación en Estados Unidos y Europa.

Pero cinco años después de que hicieran su aparición los primeros signos de la crisis en el

mercado hipotecario estadounidense, la sensación es que el impulso de reforma regulatoria se ha atenuado, en parte debido a la fatiga y a la indiferencia cada vez mayor de la ciudadanía, más preocupada por los remezones económicos del lento crecimiento y el alto nivel de desempleo que por la regulación financiera. La industria financiera mundial también se ha resistido, alineando su posición con los estudios que hacen hincapié en el costo de la sobrerregulación y el riesgo de que el cambio regulatorio tenga consecuencias no deseadas. Las autoridades nacionales se ven asediadas por sus instituciones financieras, preocupadas por los efectos internos de las medidas tomadas en otros países. A las autoridades les preocupa que los beneficios de la globalización financiera se pierdan, debido en algunos casos a divergencias en la forma de aplicar el plan de reformas en cada país. Frente a este contexto, en este artículo se analiza lo que se ha logrado y lo que queda por hacer.

Los avances

Es mucho lo logrado ya. Dado que los líderes del G-20 se mostraron directamente interesados en la reforma financiera durante esta crisis, el ímpetu regulatorio es mayor que nunca. Se ha

fortalecido la arquitectura internacional otorgando al Consejo de Estabilidad Financiera mayores facultades para coordinar la reforma a escala mundial. Se han reescrito las reglas de juego a tal punto que podría hablarse de una “re-regulación”.

Un importante logro es el acuerdo de Basilea III para reforzar la calidad y cantidad del capital. Este acuerdo también establece requisitos de liquidez (efectivo y títulos que pueden venderse rápida y fácilmente a cambio de efectivo). Cuando se aplique plenamente a fines de 2017, los bancos dispondrán de colchones para hacer frente a tensiones súbitas como las que surgieron en 2008, cuando prácticamente se interrumpió el crédito interbancario y los costos de fondeo se fueron a las nubes. El

El sistema paralelo contribuyó en gran medida tanto a la oferta como a la demanda de productos titulizados exóticos y riesgosos, que desencadenaron el colapso financiero en Estados Unidos. Los entes titulizadores agrupan préstamos (por ejemplo, hipotecas, saldos de tarjetas de crédito, préstamos para automóviles) que sirven de respaldo a los títulos vendidos a los inversionistas. Los pagos de principal y de intereses de los préstamos se usan para pagar a los propietarios de los títulos, normalmente en tramos que otorgan diferente prioridad de pago. Debido a las bajas tasas de interés, los inversionistas se vieron atraídos por el pequeño rendimiento adicional que ofrecían estos títulos.

Las autoridades nacionales se ven asediadas por sus instituciones financieras, preocupadas por los efectos internos de las medidas tomadas en otros países.

capital adicional que se impondrá a las llamadas instituciones financieras de importancia sistémica global es una respuesta internacional a los riesgos derivados de la interconexión, es decir, los efectos que puede tener una institución sobre otras debido a la interrelación de sus posiciones financieras.

La noción en que se basa la Ley Dodd-Frank de Estados Unidos de que los bancos “demasiado importantes para quebrar” deben planificar su propia extinción es una señal de que su complejidad interna y los consiguientes efectos derivados de la interconexión se están considerando con seriedad. Estos planes procuran asegurar que una institución en quiebra pueda liquidar sus operaciones sin desbaratar el sistema financiero. También se han logrado avances en lo que alguna vez se consideró la última frontera: las normas internacionales de resolución bancaria que faciliten el cierre de instituciones financieras que operan en más de un país.

El epicentro de la crisis

La re-regulación también apunta directamente a ciertos tipos de actividades que estuvieron en el epicentro de la crisis.

El llamado sistema bancario paralelo —en el cual las instituciones financieras realizan actividades que en general se asocian a la banca pero que están fuera del sistema bancario regulado— ahora ocupan el centro de la escena en la revisión de las actividades e instituciones que posiblemente deban quedar comprendidas en el perímetro de la regulación. En gran parte, las actividades que desencadenaron la crisis global tuvieron lugar entre el sistema paralelo y el sistema bancario más formal. En Estados Unidos, corredores bursátiles, sociedades de gestión especializada, fondos del mercado monetario, fondos de inversión libre (*hedge funds*) y una variedad de instituciones financieras interactuaron de modo tal que crearon crecientes desajustes sistémicos entre los activos a largo plazo y los pasivos a corto plazo con que se financiaban dichos activos. Algunas de las instituciones dependían de manera malsana de instrumentos a corto plazo similares a los depósitos que se negocian en los mercados monetarios (véase “Qué son los mercados monetarios”, en esta edición de *F&D*).

Las regulaciones orientadas a lograr que los productos titulizados sean más seguros han abordado muchos de los defectos detectados. Por ejemplo, los originadores ahora deben mantener en su poder una mayor cantidad de los productos que crean, lo cual los obliga a ser más cautelosos a la hora de evaluar el riesgo de los préstamos subyacentes. Las nuevas normas contables internacionales limitan la capacidad de las instituciones financieras para mantener activos titulizados en entidades fuera del balance. La ley Dodd-Frank exige más transparencia a los originadores en cuanto a los activos que forman parte de estos productos. Las regulaciones en vigor en Estados Unidos y la Unión Europea exigen que las agencias de calificación presten más atención a los productos que califican.

Otras actividades bancarias paralelas también están bajo la lupa del Consejo de Estabilidad Financiera y de otros entes para determinar si presentan las mismas posibilidades de apalancamiento y otros riesgos que podrían perjudicar al sistema financiero.

A cierta distancia

Aun actividades bancarias que no estuvieron involucradas en la crisis —por ejemplo, la negociación de títulos por cuenta propia (no para clientes) y los *hedge funds* patrocinados por bancos— se consideran demasiado riesgosas para entidades que reciben apoyo estatal. La llamada regla Volcker en Estados Unidos y el informe Vickers en el Reino Unido propugnan la separación de las actividades bancarias tradicionales —depósitos y préstamos— de actividades más arriesgadas que podrían poner a los bancos en peligro de necesitar respaldo con dinero de los contribuyentes. La mayoría de los bancos afectados se han resistido, dado que estas iniciativas, en caso de aplicarse plenamente, probablemente reduzcan los rendimientos que reciben los accionistas.

Si bien la mayor parte de las normas apuntan a fortalecer las instituciones, otras abordan la disfuncionalidad del mercado financiero en su conjunto. Entre estas se incluyen las relacionadas con la liquidación de los contratos de derivados extrabursátiles por contrapartes centrales. Cuando un número suficiente de

estos contratos se liquidan de manera centralizada, en lugar de hacerlo directamente entre las partes, se reduce el riesgo debido a que la contraparte central puede compensar el flujo de fondos de múltiples contratos. Por supuesto, si surgen múltiples contrapartes centrales (como está ocurriendo) las ventajas de la compensación multilateral son menores y se necesitan más recursos para que esta pieza clave de la infraestructura financiera funcione de manera segura.

El mercado de repos —en el cual las instituciones venden títulos de su propiedad para obtener fondos a corto plazo con la promesa de recomprarlos en un futuro cercano— también concita atención. Si repentinamente estos mecanismos de financiación se interrumpen o su costo resulta prohibitivo, algunas instituciones que dependen de ellos pueden verse debilitadas por la insuficiencia de efectivo. Este mercado se vería fortalecido si se compilara y publicara información sobre el costo de los repos (los descuentos aplicados al valor nominal de los activos de garantía) y sobre los tipos de activos admisibles como garantía. Pese a toda la atención que ha recibido este mercado, los grupos de trabajo que han estudiado el tema no han logrado impulsar reformas.

También se han logrado avances en la gestión del riesgo sistémico por medio de políticas macroprudenciales, que reconocen que no basta con mantener la solidez de las instituciones financieras individualmente consideradas para garantizar la solidez de todo el sistema. (Véase “Proteger el todo”, en la edición de marzo de 2012 de *F&D*). Los enfoques más holísticos abordan algunos de los fenómenos que hacen que el crédito y el apalancamiento amplifiquen las oscilaciones del ciclo económico. También se alude a la interconexión de las instituciones y los mercados para explicar por qué un problema en una institución o mercado puede afectar rápidamente a otros. Entre las medidas iniciales para atender los problemas más sistémicos se cuentan el colchón de capital anticíclico de Basilea III —que exige a las instituciones incrementar su capital en los tiempos de prosperidad— y el recargo de capital acordado recientemente para las instituciones financieras de importancia sistémica mundial.

Queda más por hacer

Mucho se ha reflexionado sobre lo que hay que hacer, pero estamos lejos de llegar a la meta. En algunas áreas, como la unificación de las normas contables aplicadas a ambos lados del Atlántico, el cambio ha sido lento. Y tres años después de haber llegado a un compromiso de reforma a escala mundial, los países aún no han comenzado a aplicar algunos de sus elementos clave, como las políticas de gestión del riesgo de liquidez sistémico.

En cierta medida esto es así deliberadamente, porque su aplicación debe ser gradual a fin de amortiguar el impacto en el sector y en la economía en general. Con todo, el retraso en su aplicación significa que el mundo sigue expuesto a que se repitan los mismos riesgos que paralizaron los mercados financieros hace tan solo tres años.

Además, las reformas se ven ante dos obstáculos: la resistencia ante lo ya acordado y una inadecuada implementación.

La resistencia a las reformas acordadas provino inicialmente del sector financiero, pero ahora también las autoridades de algunos países están oponiendo resistencia. Los requisitos de capital y liquidez reforzados aceptados por un comité de organismos reguladores de todo el mundo —Basilea III— aún no han entrado en juego, aunque se han establecido algunas mejoras menores (Basilea 2.5). Sin embargo, se está culpabilizando a las reglas de Basilea III por el proceso actual de desapalancamiento de los bancos y la desaceleración del crecimiento del crédito. Algunos países también han comenzado a levantar un dedo acusador frente a otros, alegando manipulación competitiva, por ejemplo por no cumplir con los plazos acordados.

El resultado de la inadecuada implementación se observa en varios aspectos. Se ha prestado poca atención a la asignación de los recursos necesarios para fortalecer la supervisión, y el arbitraje regulatorio está haciendo su aparición. Recién empiezan a identificarse las formas de reforzar la capacidad supervisora en general, y su autonomía, mandato, recursos, autoridad y técnica en particular, a fin de asegurar que se implemente de manera uniforme en todas las instituciones, mercados y países. Aun así, es improbable que la autonomía de los entes supervisores llegue pronto a tener el mismo status que la independencia del banco central, y los supervisores seguirán enfrentándose a la presión del sector y del gobierno en su intento por influir en los incentivos a que se enfrentan las instituciones demasiado importantes para quebrar, que muestran poca inclinación a reducir su tamaño o su alcance.

Un camino difícil

Puede que la reforma regulatoria se haya desacelerado, pero ha habido progresos. Se han recogido los frutos al alcance de la mano, y queda por delante la tarea más ardua, la de abordar los problemas más difíciles. Entre las cosas por hacer se pueden mencionar las siguientes:

Diseñar y crear herramientas para mitigar el riesgo sistémico, una tarea aún en las primeras etapas.

Mejorar la capacidad de las autoridades para hacer frente a las consecuencias si dichas herramientas fallan.

Crear un marco para la intermediación financiera (la transferencia del ahorro a la inversión) que contribuya a un crecimiento económico fuerte y estable, sin una regulación demasiado preceptiva.

La persistencia de tensiones financieras en algunas regiones, sobre todo en Europa, es una traba, en particular debido a los problemas adicionales para reformar el régimen regulatorio cuando la capacidad de un gobierno soberano para respaldar al sistema financiero se ve potencialmente comprometida.

No obstante, no se puede desperdiciar el impulso, porque si no se abordan las cuestiones más espinosas sin duda la futura estabilidad financiera mundial se verá afectada. Se necesita claridad sobre el punto de llegada a fin de infundir confianza en el futuro, una confianza que hace mucha falta en el contexto actual. ■

Laura Kodres es Directora Adjunta y Aditya Narain es Jefe de División en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.