

Zaragoza, 21 de noviembre de 2008

**Reflexiones Preliminares a la Regulación Financiera tras la Crisis de
Verano de 2007**

VIII Congreso Nacional de Economía/Colegio de Economistas de Aragón

José María Roldán Alegre

Director General de Regulación del Banco de España

Permítanme comenzar esta conferencia agradeciendo a los organizadores su amable invitación. El que la misma suponga, además, el privilegio de poder venir a Zaragoza es un incentivo adicional que he de destacar. Como aragonés, Zaragoza es, por supuesto, mi capital del mundo. Pero, en el ámbito personal, Zaragoza supone también agradables recuerdos de juventud, de buenos momentos vividos, aliñados, cómo no, por unas buenas dosis de cierzo a altas horas de la madrugada.

La situación que estamos viviendo desde el verano de 2007 no tiene precedentes históricos. Y esta frase, que parece una exageración, es simplemente un reflejo incontrovertido de la realidad. Ni por el gran número de mercados financieros que se han visto afectados, ni por la variedad de instituciones implicadas, ni por la velocidad de transmisión de las dificultades ni, por último, por la escala planetaria de los problemas, podemos encontrar precedentes en la historia reciente y menos reciente. En este contexto tan extraordinario, es realmente difícil analizar la situación sin llegar a perderse. Por ello, mi intervención se centra en algunos aspectos, concretos y sencillos, que la crisis ha puesto de manifiesto, y que afectan a la regulación financiera. Pero este análisis concreto y simplificado no debe entenderse, en absoluto, como una negación de la complejidad e intensidad de la crisis actual, sino que consiste tan sólo en un recurso, estilístico si se quiere, para poder navegar por los mares revueltos sin perderse en el camino.

Mis comentarios, como acabo de anunciar, se centrarán básicamente en torno a las lecciones que para la regulación financiera se pueden ya extraer. Obviamente, dichas lecciones tienen un elemento de provisionalidad grande en la medida en que la crisis sigue su curso, a veces con una velocidad apabullante, y dado que los efectos de la misma todavía no se conocen en su totalidad.

1. Naturaleza de la regulación financiera

La crisis financiera está produciendo un intenso debate sobre la regulación financiera, sobre la línea fronteriza entre mercado e intervención pública. Pero es en estos momentos de debate cuando conviene recordar que la intervención pública en el sistema financiero es tan antigua como el propio sistema financiero. Así, el padre del liberalismo económico y de la economía moderna, Adam Smith, en *La Riqueza de las Naciones*, ya reconocía la necesidad de regular la banca, y además lo hacía basándose en uno de los pilares de la regulación financiera actual, la necesidad de limitar el contagio de instituciones con problemas hacia instituciones sanas. Por lo tanto, la discusión no puede ser, ni ha sido nunca, si se deben o no regular los mercados financieros, sino si el alcance, la intensidad y los efectos negativos de las distintas regulaciones financieras justifican o no su existencia. De hecho, la historia de la regulación financiera ha vivido

casi desde sus inicios múltiples procesos de desregulación y rerregulación, al ritmo que marcaban las sucesivas crisis financieras.

Por otra parte, el entorno financiero se caracteriza por la existencia de información asimétrica, esto es, los demandantes y los oferentes de productos financieros no disponen de toda la información que necesitarían tener para su toma de decisiones. En la práctica, esto supone que las decisiones de los agentes no sólo se reflejan en el precio, sino también en las cantidades. Por ejemplo, un banco, en las relaciones con sus clientes, no sólo fija un tipo de interés en función del riesgo inferido del cliente, sino que también decide simultáneamente sobre la cantidad ofertada, es decir, sobre el volumen máximo de crédito que pondrá a disposición del cliente.

La presunción era que esa información asimétrica tendía a reducirse cuanto más profesionales y sofisticados eran los intermediarios financieros. Por ello, los mecanismos de regulación son más intensos en el segmento minorista, con instrumentos como la garantía de depósitos, que tienen por objeto limitar la inestabilidad que supone la existencia de agentes poco sofisticados (y, por tanto, con escasa información).

Si han estado atentos habrán observado que he dicho “la presunción era”, esto es, he utilizado el tiempo verbal pasado. Porque, en efecto, la crisis de Verano de 2007 pone en duda este pilar básico de nuestros sistemas regulatorios en el ámbito financiero. Los problemas de falta de confianza, con la consiguiente inestabilidad financiera, no comienzan en el segmento minorista o poco sofisticado. Al contrario, es en el mercado financiero más profesional, en el mercado interbancario, donde comienzan los problemas, que se van extendiendo poco a poco al resto de los segmentos del mercado financiero, en función de su grado de sofisticación (esto es, cayendo en la inestabilidad primero los mercados con inversores sofisticados). Más aún, en el caso de instituciones concretas, que entraron en crisis por retiradas de depósitos, precisamente fueron los depositantes mayoristas o institucionales los que precipitaron la situación. De todos los aspectos de esta compleja crisis, es éste el que más pone en duda algunas de las presunciones más arraigadas en el ámbito de la regulación financiera. No me atrevo, ni siquiera, a extraer algunas conclusiones preliminares de lo que esto supone para la regulación financiera de cara a futuro. Pero sí me gustaría destacar que éste es uno de los aspectos más desconcertantes de la actual crisis financiera.

2. Ámbito de la Regulación Financiera Prudencial

Los requisitos de solvencia sobre los intermediarios financieros cumplen un doble propósito. Primero, garantizar que dichos intermediarios dispongan de los recursos propios suficientes para poder asumir los riesgos que se derivan de su actividad financiera. Segundo, que esa exigencia

de recursos propios les lleve a seleccionar cuidadosamente los riesgos que asumen (en función, claro está, del perfil de riesgo que quieran alcanzar en sus negocios).

La regulación de solvencia tiende a aplicarse selectivamente, esto es, no todos los intermediarios financieros están sujetos a ella. Cuando la estructura financiera del pasivo los hace, por la propia naturaleza de su actividad, potencialmente inestables, cuando existen depositantes minoristas, y cuando pueden existir efectos de contagio a otras instituciones o mercados financieros, se someten a supervisión prudencial. Si no se dan estas condiciones, las instituciones no se les exigen necesariamente requerimientos de solvencia.

Esto es lo que ocurrió en los Estados Unidos con los llamados brokers hipotecarios, entidades especializadas en la concesión de créditos, que a su vez eran empaquetados y vendidos, mediante complejas estructuras de titulización, a inversores finales radicados fuera de los EEUU. Cuando comenzaron a aparecer los problemas de morosidad en el segmento de hipotecas de alto riesgo (el ya por desgracia famoso “subprime”), se hizo evidente que la selección de riesgos no había sido la adecuada, pues para esas instituciones lo relevante no era el riesgo, que era soportado por los inversores finales de las estructuras de titulización y retitulización, sino el volumen de negocio. Es decir, sus objetivos se establecían en términos del número de créditos concedidos, porque de ello dependían sus comisiones cobradas y, en consecuencia, sus beneficios.

Por tanto, son unas instituciones pequeñas, poco sofisticadas, con estructuras financieras estables, sin depositantes minoristas y desde las que no se podía producir contagio, las que generaron un riesgo sistémico que, a la postre, provocó el estallido de la crisis financiera en Verano de 2007. Según el paradigma dominante de la regulación financiera, no era necesario someter a estos intermediarios a supervisión prudencial. Esta conclusión, a la vista de lo acontecido, no se puede sostener, y debemos examinar, a nivel global, si sería necesario extender el ámbito de la regulación prudencial a todos los intermediarios financieros.

3. Enfoque directo o indirecto de la regulación

La regulación, ante un fallo de mercado, puede optar por tratar directamente dicho fallo o por hacerlo indirectamente, esto es, mediante regulaciones sobre agentes e intermediarios sometidos a supervisión. La regulación directa puede no ser óptima porque puede suponer un mayor coste en términos de eficiencia económica, algo que podría ocurrir, por ejemplo, si limita drásticamente la innovación financiera. Además, la regulación indirecta puede tener la ventaja de ser más fácilmente controlable, al imponerse sobre instituciones ya sometidas a regulación.

Esta decisión, es decir, si adoptar un enfoque directo o uno indirecto, se pone de manifiesto, evidentemente, cuando se considera por primera vez la necesidad o conveniencia de regular un sector de actividad financiera.

En el ámbito de la crisis financiera de 2007, las consideraciones anteriores se podrían aplicar a la industria de “Hedge Funds”. Mi objetivo aquí no es, no obstante, discutir sobre la necesidad o no de regular este sector, ni tampoco sobre el papel que ha jugado en la crisis. Tan sólo quiero utilizarlos como ilustración de las opciones abiertas en el proceso de rerregulación que se aproxima.

Partamos de que se concluye que es conveniente regular la industria de “Hedge Funds”, con el objeto de limitar su impacto sobre los mercados financieros (sobre su volatilidad, etc.). La primera opción sería regular la actividad de estas entidades. Pero hacerlo sería una tarea compleja, si no imposible. Así, debería regularse a nivel global, y de manera homogénea (lo que requiere tiempo y recursos), tener en cuenta toda la casuística (difícil, ya que cada “Hedge Fund” representa una “brain idea” única), decidir qué limitaciones se establecen (sobre su apalancamiento, su dimensión, su peso relativo respecto a los mercados en que operan, etc.), aspectos de gobierno corporativo, niveles de transparencia, sujeción a regímenes sancionadores, y así en una lista interminable de aspectos sobre los que decidir.

Existe otra posibilidad, sin embargo, mucho más sencilla. En vez de acometer la regulación directa, se puede optar por acometer la intervención pública indirectamente, a través de regulaciones ya existentes. Por ejemplo, se puede limitar el riesgo de contraparte, esto es, la exposición de las entidades bancarias respecto a los “Hedge Funds” que son sus clientes, reduciendo así el apalancamiento de éstos y los potenciales efectos sistémicos que tendría la quiebra de un “Hedge Fund”. Las regulaciones indirectas pueden ser, pues, una opción sencilla, rápida y eficaz. Por lo tanto, en el proceso de rerregulación que deberemos acometer no cabe sólo preguntarse qué regular y por qué regular, sino cómo hacerlo.

4. La consistencia intersectorial de la regulación entre los sectores de banca, valores y seguros

Los motivos para acometer regulaciones específicas en los sectores de banca, valores y seguros se asientan sobre las diferencias que instituciones financieras y productos financieros presentan en cada sector. No es lo mismo un seguro de vida que un depósito bancario, ni las técnicas de gestión del riesgo de una aseguradora del ramo de vida son las mismas que las de una caja de ahorros. Hasta ahora, sabiduría convencional.

Pero la crisis ha puesto de manifiesto que las diferencias entre regulaciones sectoriales no estaban tan justificadas o bien daban lugar, merced al arbitraje regulatorio, a la asunción de riesgos sistémicos que no eran detectados por los reguladores.

¿Es acaso casual que una parte muy relevante del riesgo de crédito del sistema financiero estuviera en manos de compañías de seguros como AIG y las llamadas “monoliners”? La ausencia de una regulación del riesgo de crédito en el ámbito de las compañías de seguro en EEUU lleva a preguntarse si esto no derivó en una asunción irresponsable de un riesgo, el de crédito, que no era bien conocido desde el punto de vista de la gestión del riesgo en entidades no bancarias.

Algo parecido ocurre con la ya desaparecida banca de inversión. Lo que en principio parecía una regulación específica de instituciones con operativas y riesgos distintos de los bancarios, demostró a la postre ser meramente una imitación al exceso de apalancamiento y, por ende, una fragilidad innata. No había motivos para la regulación sectorial o, con mayor precisión, para unas diferencias en la regulación sectorial tan notables.

Dentro de ese proceso de rerregulación, pues, deberemos examinar con ojo crítico las diferencias en la regulación de productos e instituciones financieras en los sectores de banca, valores y seguros, de forma que podamos garantizar que un mismo riesgo financiero es tratado igual entre sectores o, con otras palabras, que suprimamos el arbitraje regulatorio.

Ello no quiere decir, por supuesto, que debamos eliminar todas las diferencias entre las regulaciones de la actividad de banca, de valores y de seguros. Sí quiere decir, no obstante, que el actual status quo internacional deja demasiado espacio para el arbitraje regulatorio, y que debemos rebajar la especificidad sectorial y relanzar la consistencia en el tratamiento del riesgo entre sectores.

5. La convergencia internacional de la regulación

El equilibrio competitivo ha sido un objetivo buscado en la regulación financiera supranacional. Este equilibrio se entiende, además, en un doble sentido de garantizar tanto la igualdad competitiva entre entidades de distintos países como la existente entre entidades de pequeño y de gran tamaño. Si bien este objetivo nunca se ha interpretado de manera taxativa o absoluta, sí que es cierto que ha tenido un peso considerable tanto en la discusión como en el diseño final de regulaciones, como el Acuerdo de Basilea II.

La crisis actual, no obstante, obliga a reflexionar sobre si ese equilibrio competitivo entre entidades debe ser un objetivo de la regulación. Por ejemplo, una institución de gran tamaño, con una fuerte actividad en múltiples mercados financieros, puede exigir una regulación más estricta y una supervisión más intensa habida cuenta de las implicaciones sistémicas que tendría su quiebra.

Por otra parte, pueden existir motivos fundados para que un país se aparte del consenso internacional. Así, si una economía tiene instituciones financieras de un tamaño tal que no pueden ser rescatadas por las autoridades públicas ni en caso de crisis sistémica (“too big to rescue”), debería establecer condiciones muy estrictas sobre la actividad de dichas entidades. Este no es un caso teórico, sino que se ha puesto de manifiesto en el caso de Islandia, país sumido en una compleja crisis generada por sus bancos internacionales, de una dimensión muy desproporcionada en relación a la economía islandesa.

Si pensamos en el caso español, también podemos extraer lecciones de la actual crisis. En concreto, dos decisiones en las que el Banco de España se apartó del consenso internacional vigente han sido la clave para mantener a salvo, de momento, a las instituciones españolas. Me refiero, claro está, a la instauración de una provisión dinámica y a la prohibición de mantener vehículos estructurados, conocidos como SIVs, fuera de los balances bancarios. Dados los recursos empleados en garantizar la convergencia de la regulación y práctica supervisora, tanto en el Comité Europeo de Supervisores Bancarios como el Comité de Basilea, créanme si les digo que este hecho no sólo produce satisfacción, sino también perplejidad: después del esfuerzo personal que he dedicado a la convergencia supervisora internacional, con varias presidencias de grupos internacionales dedicados a ella, lo más acertado que he hecho como regulador es justo lo que se alejaba de ese consenso internacional.

La reflexión que cabe hacer es que, quizás, el equilibrio competitivo no es un valor absoluto, sino que debe ser interpretado desde una perspectiva de largo plazo, y en función de las peculiaridades existentes en cada país. La convergencia supervisora y regulatoria es necesaria para poder afrontar los desafíos que plantea un sistema financiero crecientemente integrado y globalizado. Pero, quizás, ésta no debe interpretarse de manera absoluta, y un cierto grado de autonomía y dureza diferencial es conveniente, e incluso recomendable.

6. La brecha de implementación de guías y de regulaciones

A raíz de la crisis, la atención se ha volcado en la regulación, en los fallos que la crisis ha puesto de manifiesto y en las áreas en que es necesario rerregular. Sin embargo, la atención se debería centrar no tanto en los fallos de la regulación, sino en la falta de implementación y seguimiento

del cumplimiento. Pensemos, por ejemplo, en los SIVs, cuya consolidación resultaba obligatoria según la norma contable internacional, pero fue ignorada en la aplicación práctica de dicha norma.

Si bien estas lagunas en la implementación de las regulaciones fueron puntuales, en el ámbito de la autorregulación o “soft regulation”, la situación es, sin duda, más dramática. En efecto, la industria presentaba estudios que identificaban mejores prácticas en materia de gestión de riesgo de la industria que dejaban a los supervisores y reguladores tranquilos, pues demostraban el progreso que se estaba realizando en el área de gestión del riesgo. El problema era que esas mejores prácticas no reflejaban en absoluto las prácticas medias (por oposición a mejores) y efectivas (esto es, reales) de la industria financiera en el área de gestión de riesgo. La crisis puso de manifiesto con crudeza ese lapso de implementación.

En definitiva, antes de precipitarnos a poner en marcha nuevas regulaciones que sustituyan a las ya existentes, debemos examinar si ha fallado la regulación o tan sólo su implantación y seguimiento. Porque, si lo que ha fallado es esa implantación, regular de nuevo no sirve para nada si no se instrumentan medidas adicionales que garanticen el cumplimiento de las normas o recomendaciones.

7. La imprescindible coordinación internacional en tiempos de crisis

La globalización de los mercados financieros supone, a su vez, la globalización de los problemas. Así, desde el Verano de 2007 hemos visto episodios en los que los problemas en un sistema financiero nacional se transmitían a otro a velocidades de vértigo. Ante problemas globales, deben buscarse soluciones globales. La reciente reunión del G-20 es una buena muestra de esa necesidad de cooperación y coordinación.

A pesar de que la reunión del G-20 marca claramente una línea futura de cooperación internacional para superar la crisis, no tiene sentido negar que al inicio de la misma la característica dominante fue la búsqueda de soluciones nacionales escasamente coordinadas y con contradicciones entre países. No deja de sorprender que, aun cuando problemas globales exigen soluciones globales, la gestión de las crisis sigue teniendo un componente nacional excesivo.

Especialmente preocupantes han sido algunos de los aspectos de la gestión nacional de las crisis que han afectado a los consensos logrados en materia de regulación financiera en los últimos quince años. Me refiero, en concreto, a las medidas de recapitalización de instituciones financieras llevadas a cabo en diversos países, y no tanto a aspectos como las condiciones establecidas y su impacto sobre el equilibrio competitivo entre entidades, sino a su impacto

sobre lo que se considera capital regulatorio de mejor categoría, lo que en la jerga supervisora conocemos como “Core Tier 1” y “Tier 1”.

Permítanme que me extienda un poco. Las regulaciones prudenciales para el sector bancario, consensuadas en el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea, imponen un capital mínimo que los bancos han de tener para poder operar. Es el ya conocido 8%. Este requerimiento se descompone en un capital computable, el numerador, y en una medida de los riesgos de los distintos activos, los activos ponderados por riesgo (el denominador). Ese capital computable se divide a su vez en un capital de primera categoría, el “Tier 1”, y uno de segunda, o “Tier 2”. El “Tier 1” es mejor porque puede absorber pérdidas sin dar lugar a la liquidación de la entidad. Y dentro de éste, el capital ordinario (las acciones con voto) y las reservas constituyen el capital regulatorio de mejor calidad, el “Core Tier 1”. Como creo que sospecharán después de oír toda esta liturgia regulatoria, el consenso internacional en torno a estas exigencias de capitales mínimos se ha forjado a lo largo de muchos años de duras y difíciles negociaciones.

Pues bien, en el proceso de recapitalización de entidades acometido por algunos países, se ha declarado de manera unilateral que las inyecciones de capital públicas constituirían recursos propios regulatorios de primera categoría, e incluso “Core Tier 1”, sin tener en cuenta el consenso internacional existente en torno a las características que los instrumentos deben tener para estar en las distintas categorías de capital computable. De nuevo, no se trata de discutir este tema en concreto, o de afejar la conducta de algunos gobiernos, sino de destacar cómo la falta de coordinación internacional en situaciones de crisis puede perjudicar la credibilidad de los procesos de regulación internacional.

Más allá de las mejoras en la coordinación internacional de la crisis que se están ya produciendo, cabe preguntarse si no sería conveniente, para futuras crisis potenciales, establecer mecanismos de cooperación basados en reglas predecibles y que evitaran daños colaterales indeseados e imprevistos como los ya comentados. Frente a esta idea de gestión de crisis pactada ex ante y basada en reglas, la heterogeneidad de cada crisis y la imposibilidad de predecir dónde puede estallar la siguiente, cómo va a evolucionar y a qué instituciones o países va a afectar nos llevarían a declarar la imposibilidad de basar la gestión de crisis en reglas preestablecidas. Como ven, no faltan elementos sobre los que reflexionar en los próximos años.

8. El enfoque macroprudencial de la regulación

Otro de los rasgos característicos del ciclo financiero que hemos vivido, tanto de la actual crisis como de la burbuja financiera que la precedió, es la perseverancia de los comportamientos gregarios, esto es, situaciones en las que los agentes encuentran racional no actuar en función

de sus propias impresiones o decisiones, sino hacerlo en función de cuál se piensa que va a ser el comportamiento del conjunto de agentes económicos. En la fase alcista del ciclo, los agentes de los mercados financieros asumían riesgos que pensaban excesivos, pero que quedaban soportados por la reacción del resto del mercado. Nos estamos refiriendo a la ya famosa frase sobre la exuberancia irracional, o a la menos afortunada de “mientras la música suene, nosotros seguiremos bailando”, pronunciada justo antes de la crisis por un banquero estadounidense. En la fase bajista, de crisis, sigue dándose esta misma situación, pero a la inversa. Ahora el problema no es la excesiva asunción de riesgos, sino la excesiva aversión al riesgo, y de nuevo consecuencia del comportamiento en manada de los agentes que operan en los sistemas financieros. El resultado es una excesiva prociclicidad del sistema financiero, una brusca sucesión de periodos de expansión y de periodos de contracción, que puede a su vez causar una excesiva variabilidad de la economía real, de variables como el crecimiento económico y el empleo.

Las regulaciones financieras, y en concreto las prudenciales, se diseñan, en general, desde un punto de vista micro, esto es, para alterar o condicionar el comportamiento de las instituciones financieras individuales. No se tienen en cuenta los efectos que esos comportamientos individuales tienen para el sistema en su conjunto. Pero habida cuenta de la tendencia al comportamiento gregario de los agentes financieros, y los efectos que pueden inducir sobre la economía real, la regulación debería tener una inspiración macroprudencial, esto es, no sólo afectar a los comportamientos individuales sino limitar a su vez los efectos agregados perniciosos.

No quiero centrar estas reflexiones en el caso español, pero no puedo dejar de mencionar que la bien conocida provisión anticíclica o dinámica es un ejemplo de regulación macroprudencial, que no sólo intenta condicionar el comportamiento de las entidades de depósito, sino también alcanzar, para el sistema financiero en su conjunto, un comportamiento más estable y estabilizador a lo largo del ciclo económico. Esperemos que cunda el ejemplo, y que en los próximos años veamos un mayor peso de las consideraciones macroprudenciales en las regulaciones financieras de los distintos países. La discusión actual sobre la inclusión en el Pilar II del acuerdo de capitales mínimos de Basilea, o Basilea II, de elementos contracíclicos, es un primer paso en la dirección adecuada.

9. Conclusiones

La crisis financiera de verano de 2007 obligará a revisar la actual regulación sobre los mercados financieros, no siendo posible en una etapa tan temprana determinar con precisión qué debería cambiar. Lejos de ser excepcional, ese potencial proceso de rerregulación es intrínseco al propio

sistema financiero, que siempre ha sido sometido a regulaciones que evolucionaban, en fases de rerregulación y desregulación, al ritmo que marcaban tanto las crisis financieras como los procesos de innovación financiera.

Antes de acometer ese proceso de regulación debemos identificar, primero, por qué es necesario regular, esto es, el fallo de mercado que tratamos de corregir. En segundo lugar, qué medidas se pueden tomar, cuáles son sus efectos, tanto respecto a la corrección del fallo de mercado como a los efectos secundarios indeseados que la mera regulación puede introducir. Además, debemos valorar si basta con medidas de carácter temporal o es necesario acometer regulaciones permanentes de la actividad financiera, e igualmente si es mejor acometer el fallo de mercado mediante regulaciones indirectas o directas de la actividad financiera. En tercer lugar, deberemos coordinarnos con otros reguladores nacionales e internacionales, pues esa coordinación es imprescindible si queremos aumentar la eficacia de la regulación y minimizar los posibles costes en términos de bienestar. Por último, deberemos valorar cómo garantizamos el cumplimiento de las nuevas regulaciones, incluso de las medidas de autorregulación mediante guías de mejores prácticas.

En definitiva, la necesidad de actuar ante la crisis, de acometer reformas regulatorias, no debe llevarnos a prescindir de los principios básicos de la regulación financiera sana.