

REGULACIÓN E INNOVACIÓN EN LA RECIENTE CRISIS FINANCIERA

Jaime Caruana (*)

(*) Jaime Caruana es director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capitales del Fondo Monetario Internacional. El autor quiere expresar su agradecimiento a Juan Solé y a Daniel Pérez por su colaboración en la preparación de este trabajo.

Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

Regulación e innovación en la reciente crisis financiera

Tras varios años en los que el entorno macroeconómico ha sido favorable, y en los que se ha producido un rápido proceso de innovación, la estabilidad del sistema financiero internacional se está viendo sometida a una dura prueba. La intensidad de la crisis, y sus implicaciones para la economía real, han abierto un debate sobre las reformas necesarias y el nivel de regulación que sería adecuado en el sector financiero. Como resultado del mismo, parece que el péndulo se está moviendo hacia una mayor regulación y supervisión.

Lo que comenzó como una crisis en un segmento muy definido del mercado hipotecario estadounidense ha logrado penetrar, con una velocidad sorprendente, en el corazón del sistema financiero —el mercado interbancario—, forzando a distintos bancos centrales a intervenir de forma masiva, concertada y creativa. El riesgo de contrapartida entre las instituciones financieras ha aumentado de forma notable, al estar estas instituciones sometidas a importantes pérdidas y a numerosas presiones sobre sus balances. La amplia exposición de algunas entidades, principalmente de Estados Unidos y de Europa, a complejos productos empleados para la titulización de créditos hipotecarios de baja calidad originados en Estados Unidos, así como la dificultad de valorar dichos productos en mercados ilíquidos, especialmente cuando sus riesgos no son adecuadamente medidos por las agencias de calificación crediticia, han sido elementos primordiales en el rápido deterioro observado en los sistemas financieros.

La capacidad de mutación de esta crisis, que se gestó en el mercado hipotecario estadounidense, ha puesto de manifiesto la existencia de una serie de puntos débiles en el funcionamiento de los mercados financieros más desarrollados. Estas debilidades requieren un análisis cuidadoso, al tiempo que precisan acciones correctoras que permitan reforzar la solidez del sistema financiero. Las dudas acerca de la capacidad del mercado para superar la presente situación por sí mismo a un coste económico asumible, se ven intensificadas por las propias manifestaciones surgidas en el sector financiero, donde, de forma más o menos directa, hay voces que demandan una acción agresiva del sector público, tanto en lo relativo a sus políticas monetaria y fiscal, como en el uso del dinero público para solventar la crisis.

Una tentación obvia en situaciones como la presente, en la que los problemas financieros se transforman con celeridad en dificultades para la economía real que son percibidas de forma muy directa por los ciudadanos, es tratar de resolver dichos problemas mediante un incremento de la regulación. Sin duda, parte de las medidas correctoras que es necesario tomar van a requerir cambios regulatorios y mejoras supervisoras. No obstante, plantear nuevas normas de forma precipitada, y máxime cuando la crisis todavía está evolucionando, comporta el riesgo de que el resultado final implique una sobrerregulación ineficiente. Conseguir el equilibrio necesario no es fácil. Así, las deficiencias que se han puesto de manifiesto en los principales mercados financieros no deben ser minusvaloradas, y las iniciativas legislativas que se puedan poner en marcha son importantes. Antes de terminar de escribir este artículo, la Administración de Estados Unidos ha presentado una propuesta de reforma del marco regulatorio y supervisor que supone cambios significativos. Asimismo, cuando este trabajo ya esté publicado, se habrán dado a conocer una serie de iniciativas en las que diferentes organismos internacionales [como el Financial Stability Forum (FSF), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y diversos comités de reguladores y bancos centrales] han venido trabajando desde el comienzo de la crisis. La convergencia de todos estos organismos en una buena parte de las reformas que es necesario emprender es notable. A lo largo de este artículo, trataré de resumir algunos de los elementos básicos de las mismas.

No obstante, el presente trabajo no trata de ser prescriptivo ni concluyente en cuanto a los cambios regulatorios necesarios, detallando para ello un conjunto concreto de medidas, sino que su objetivo es invitar a una reflexión en torno al papel de la regulación. Está basado en una idea sencilla: la regulación financiera es necesaria, y en determinados casos puede ser la mejor de las soluciones, pero para que sea eficaz debe contestar adecuadamente, al menos, a las siguientes preguntas:

- 1 ¿Cuál es el fallo de mercado que se trata de corregir? ¿Hay problemas de externalidades, de información, de agencia o de acción colectiva que el mercado no pueda corregir de un modo más eficiente?
- 2 ¿Qué clase de incentivos y efectos secundarios genera? ¿Crea incentivos perversos que puedan alterar negativamente el comportamiento de los agentes económicos? ¿Distorsiona la competencia o dificulta la innovación financiera de forma significativa?
- 3 ¿Cómo funciona a lo largo del ciclo?, y muy especialmente ¿cómo se comporta en las épocas de bonanza, que son las fases en las que se acumulan los riesgos?
- 4 ¿Se puede implementar de una forma efectiva?

Para responder a estas preguntas, es importante, en primer lugar, ser consciente de las limitaciones de la regulación. El objetivo de la regulación y de la supervisión no puede ni debe ser el de intentar reemplazar una adecuada gestión de los riesgos por parte del sector privado. No se pueden regular ni la euforia ni el miedo. Ni siquiera es razonable esperar que se reduzca a cero la posibilidad de que se produzcan crisis financieras. De hecho, la asunción de riesgos es parte integral del funcionamiento de los mercados financieros, una parte necesaria para que el sistema financiero contribuya al crecimiento económico. Sin embargo, lo que sí puede y debe intentar la regulación es tratar de corregir los fallos de mercado y limitar la tendencia de los agentes económicos a infraestimar las externalidades y las implicaciones sistémicas que se derivan de la asunción individual de los riesgos.

La regulación ha de entenderse como un proceso a través del que es posible identificar las modificaciones necesarias en respuesta a una realidad económica cambiante. Para ello, la regulación precisa de un intenso diálogo con los principales participantes en los mercados, ya que su actuación es determinante en la corrección de aquellas prácticas que hayan mostrado fragilidades. El sector privado debe ser también activo a la hora de realizar los cambios necesarios en algunas prácticas y en los incentivos que las soportan. El grado de regulación que finalmente sea necesario introducir con el objetivo de mitigar potenciales crisis financieras futuras será también función de esa capacidad de respuesta del sector privado.

Dicho esto, lo cierto es que la incapacidad de los mercados para valorar adecuadamente los riesgos que se estaban acumulando, o para resolver por sí mismos los problemas creados cuando estos se han materializado, ha sido especialmente preocupante. Desde que la crisis empezara a concretarse en el mes de agosto de 2007, se han tenido que intervenir, de una u otra manera con la participación del sector público, varias instituciones financieras en Alemania, Reino Unido y Estados Unidos.

Es necesario, pues, que haya un serio debate sobre el nivel adecuado de regulación y supervisión del sistema financiero. En este debate conviene destacar también que no todas las

entidades financieras, ni todos los mercados, han mostrado las mismas fragilidades. Hay entidades que han sabido tomar sus decisiones de una forma más adecuada, al tiempo que países en los que sus sistemas financieros han sido menos afectados por esta crisis, si bien, en las circunstancias actuales, ninguno queda inmune a sus consecuencias. Hay que destacar el comportamiento positivo, muy diferente al observado en crisis pasadas, de una buena parte de los países emergentes, que, gracias a unas mejores políticas económicas, a las reformas realizadas en los últimos años y a un mayor volumen de reservas, han logrado, al menos por el momento, mantenerse a una cierta distancia de la crisis. Por estos motivos, las lecciones que puedan extraerse de este difícil período no se deben referir únicamente a cómo resolver los fallos que se han puesto de manifiesto, sino también al modo de reforzar las buenas políticas y estructuras que han mostrado su eficacia ante la crisis.

1 Naturaleza de la crisis

En los inicios de la crisis, durante el transcurso de una reunión internacional, una de las primeras tesis acerca de la naturaleza de este episodio fue resumida de un modo muy gráfico por un participante en dicha reunión con la frase «¡Buen provecho!». Según este enfoque, los mercados financieros habían cometido excesos en épocas de bonanza y habían asumido demasiados riesgos; ahora, en el momento de la crisis, les tocaba «digerir» dichos excesos. Es cierto que esta digestión es pesada y dolorosa, pero aquellos que hayan cometido los excesos deben «sufrir la indigestión»; lo único que se debe hacer es desearles «¡Buen provecho!». La idea implícita que subyace a este enfoque es que la economía real no sería afectada seriamente por las turbulencias financieras y que el coste derivado de las mismas, en líneas generales, quedaría limitado al sector financiero.

Aunque esta tesis incorpora elementos ciertos y atractivos, resulta insuficiente para explicar la crisis y minusvalora su impacto económico, al no tener en cuenta los importantes canales de interacción entre la economía real y los mercados financieros. No estamos solamente ante una simple burbuja especulativa que el mercado corrige, castigando a los que han tomado riesgos excesivos, y en la que, tras el doloroso ajuste y con la lección aprendida, todo continúa con normalidad. Es cierto que se está produciendo una importante corrección, muy dolorosa tanto en el sector financiero como en la economía real, pero, además de burbujas y ajustes, se han puesto de manifiesto fallos importantes tanto en los mercados como en el marco general de supervisión. Estos fallos requieren ser resueltos.

Así pues, cabe preguntarse ¿cuán diferente es esta crisis de las anteriores? Reinhart y Rogoff (2008) han defendido que, sin duda, existen paralelismos importantes con otras crisis. En líneas generales, la mayoría de las crisis anteriores fueron precedidas por un período de liberalización, de acumulación de deudas y de pensar que «esta vez es diferente», y, finalmente, por un proceso de reconocimiento de los excesos cometidos con un coste importante para la economía. Aunque en esta ocasión no se ha llevado a cabo una liberalización en sentido estricto, estos autores argumentan que de hecho sí que ha habido un proceso análogo a la misma. Este proceso sería una consecuencia del mayor peso que un conjunto de entidades poco reguladas ha ido ganando en la originación de hipotecas en Estados Unidos. No obstante, a pesar de estas similitudes, y como en toda crisis, hay elementos nuevos. En esta ocasión, lo más novedoso es la complejidad de los nuevos productos y su proceso de distribución a través de un sector financiero que cada vez es más global y complejo, lo que ha permitido un elevado apalancamiento.

De un modo parecido, Edward M. Gramlich (2007), antiguo miembro del FOMC y estudioso del mercado de hipotecas de baja calidad en Estados Unidos (*subprime*), ha argumentado que la crisis en este segmento de negocio es comparable a los procesos de expansión y corrección que habitualmente van asociados a los procesos de incrementos de la productividad. El

intenso crecimiento del segmento de las hipotecas de baja calidad en Estados Unidos sería semejante a otros procesos de innovación y rápido crecimiento de la productividad, que no suelen producirse de forma lineal, sino que tienden a combinar fases de rápida expansión y euforia con importantes correcciones posteriores.

Lo cierto es que no hay una explicación única que permita descifrar las causas ni los complicados canales de transmisión de la crisis en los últimos meses. Como se ha repetido en numerosas ocasiones, nos encontramos ante una crisis extraordinariamente compleja. Por ello, su comprensión requiere el análisis de un amplio conjunto de elementos y de la interacción entre ellos.

El primer factor necesario para explicar la crisis es de naturaleza macroeconómica. La economía mundial ha vivido un largo período de baja inflación, de reducidos tipos de interés, de crecimiento estable y de escasa volatilidad en los mercados financieros. Este período de «gran moderación» y de «exceso de ahorro» observado en algunas economías ha sido ampliamente analizado y no constituye el objeto de este artículo. Sin embargo, es importante resaltar que existen diferentes razones, que incluyen la innovación financiera, los bajos tipos de interés y la reducida volatilidad, que han contribuido al crecimiento del apalancamiento en el sistema financiero, a la minusvaloración de los riesgos y a la sobrevaloración de algunos activos. Esta evolución ha sido particularmente importante durante los últimos años en el mercado de la vivienda en Estados Unidos y en otros países, donde el sostenido aumento de los precios configuró unas expectativas muy optimistas en cuanto a la continuidad de la revalorización de las viviendas.

Hay que decir, sin embargo, que la minusvaloración de los riesgos por parte de los mercados no fue algo inadvertido: desde hace tres o cuatro años se podía leer acerca de ello en muchos de los numerosos informes de estabilidad financiera elaborados por diferentes bancos centrales y organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, posiblemente se ha producido un fallo colectivo en el análisis, esto es, una incapacidad de entender y apreciar la magnitud y las implicaciones del extraordinario grado de apalancamiento que se estaba acumulando veladamente en los sistemas financieros de las principales economías. Este fallo colectivo no solo es achacable a los supervisores, sino principalmente al propio mercado.

El crecimiento del apalancamiento se ha producido a través de una acumulación de riesgos en los sistemas financieros mucho más rápida que el crecimiento de la base de capital que debe cubrir las pérdidas cuando estas se materializan. Este apalancamiento ha sido explícito en lo relativo al crédito bancario y a la emisión de deuda, pero, sobre todo, ha estado implícito en los nuevos instrumentos financieros, derivados, titulización y productos estructurados, así como en nuevas estructuras fuera de balance, como son los vehículos de inversión estructurada (SIV), y en el aseguramiento de productos estructurados por parte de entidades con una base de capital relativamente estrecha.

Así pues, la innovación financiera ha crecido tanto en los últimos años que ha superado la propia capacidad del mercado para controlar sus efectos. Por su parte, aquellos elementos que deberían haberse desarrollado en paralelo al avance de la innovación, y que hubiesen permitido una mayor estabilidad financiera, se quedaron atrás: la información proporcionada al mercado no fue suficiente ni adecuada; la gestión de los riesgos, que abarca desde los modelos de medición hasta los procesos de toma de decisión y control, ha probado ser deficiente en muchas instituciones financieras; la falta de regulación en algunos segmentos del mercado, como la originación de hipotecas en Estados Unidos, ha facilitado la reducción de los estándares crediticios, hasta llegar, en muchos casos, al fraude; la disciplina de mercado

no ha sabido corregir los defectos cometidos en la originación y distribución de riesgos; y las estructuras de supervisión han mostrado debilidades a la hora de detectar vehículos fuera de los balances bancarios y nuevos mecanismos de apalancamiento en el sistema financiero.

Pero el elemento aglutinador de todos estos factores ha sido que la estructura de incentivos que existía en la banca tradicional se ha visto alterada con el desarrollo de nuevos modelos de negocio basados en la *originación para la distribución* y en la *transferencia de riesgos*. Existen menos incentivos a vigilar la calidad crediticia de los créditos que se conceden si estos van a ser empaquetados y transmitidos. Esto es así especialmente cuando los inversores están ávidos de nuevos productos en los que invertir su abundante liquidez que ofrezcan una mayor rentabilidad, y este apetito por la rentabilidad relaja su capacidad de análisis, de tal modo que terminan confiando excesivamente en las calificaciones crediticias.

Desafortunadamente, se sobrevaloró la calidad de los activos, especialmente cuando el mercado de la vivienda no pudo mantener la subida de precios, se sobrevaloró la liquidez de muchos de los nuevos productos financieros y se sobrevaloró también la efectividad de la transferencia de los riesgos fuera de los balances bancarios. Así, por razones que van desde el compromiso contractual hasta el simple riesgo reputacional, los riesgos han vuelto al sistema bancario de una forma inesperada e indeseada en un gran número de casos.

2 ¿Se han producido fallos en la regulación financiera?

Es interesante analizar cómo esta pregunta ha recibido diferentes respuestas.

Algunos han puesto el énfasis en el hecho de que han sido precisamente las entidades reguladas, principalmente la gran banca internacional, las que gestaron la crisis y más la han sufrido, mientras que entidades no reguladas como los *hedge funds* han capeado la tormenta, al menos en sus seis primeros meses, sin contribuir de forma importante al riesgo sistémico.

Otros prefieren señalar que el origen de la crisis fue el segmento menos regulado del mercado hipotecario estadounidense. La originación de hipotecas a través de intermediarios especializados está poco regulada y se halla sujeta a una escasa supervisión, bajo la competencia principal de los Estados. Bajo esta línea argumental, también se señala que los vehículos de inversión estructurada (*structured investment vehicles*, SIV), al haber logrado mantenerse al margen de la supervisión prudencial, podrían compararse a «bancos sin capital ni regulación», convirtiéndose en importantes canales de transmisión y amplificación de la crisis. De hecho, a través de estos SIV se canalizaba una buena parte de los recursos procedentes de fondos de dinero a activos que, a pesar de estar calificados como AAA, tenían como subyacente hipotecas de baja calidad.

Conviene hacer un paréntesis en la explicación para tener una idea de la magnitud del problema. La originación de hipotecas en Estados Unidos se realiza, en buena parte, a través de intermediarios independientes. El volumen de hipotecas *subprime* está en torno a 1,4 mm de dólares, lo que equivale a un 14% del conjunto de hipotecas. Más aún, desde 2004, las hipotecas *subprime* crecieron muy rápidamente, representando un 20% del total de hipotecas originadas anualmente.

Este rápido crecimiento se vio favorecido por el proceso de titulización que financió buena parte de dichas hipotecas. Aproximadamente 1,1 mm de dólares están titulizados en los denominados ABS (*asset-backed securities*). A su vez, una parte de estos ABS se incluyen en productos estructurados denominados CDO (*collateralized debt obligations*). Es en este proceso de doble titulización donde se ha producido la mayor concentración de pérdidas. El

importe de los denominados *Mezzanine ABS CDO*, que corresponden a CDO constituidos con base en tramos de ABS de calidad BBB, se cifra en algo más de 200 mm de dólares.

A finales de 2005 y comienzos de 2006, se introducen, respectivamente, los *Asset-backed default swaps* (ABCDs) de forma estandarizada y el índice ABX. El índice ABX se construye a partir de una cartera de ABS, y tiene varios subíndices, que van desde una calificación crediticia AAA hasta otra BBB-. La descripción de estas innovaciones financieras es importante, ya que, cuando los mercados no han podido valorar adecuadamente los productos surgidos del proceso de titulización, se ha recurrido a su valoración empleando los índices ABX como referencia. No obstante, estos índices han reflejado unas pérdidas notables, posiblemente descontando escenarios más negativos que los actuales. Baste recordar la evolución de la prima de riesgo (*spread*) de algunos de estos productos:

ÍNDICE	FECHA	
	18.3.2008	UN AÑO ANTES
ABX 07-1 AAA	936 pb	21 pb
ABX 07-1 BBB	10.270 pb	1.014 pb

Las pérdidas totales estimadas (directamente en hipotecas, así como en sus titulaciones y productos estructurados) en el mercado *non-prime* (que incluye el *subprime* y el siguiente nivel de calidad, denominado Alt-A) están en torno a 525 mm de dólares (en marzo de 2008), de los cuales algo más de la mitad está en manos de la banca, principalmente en Estados Unidos y en Europa¹. Estas cifras ponen de manifiesto la relevancia cuantitativa del problema, pero, a pesar de su tamaño, el efecto en el sistema financiero ha sido muy superior al que podría deducirse de estas cantidades. El impacto en el mercado interbancario, el hecho de que algunos mercados no funcionen correctamente y su grado de persistencia solo pueden explicarse si se añaden otros elementos: la complejidad y opacidad de los productos estructurados; la dificultad de su valoración y los problemas asociados con la contabilización a precios de mercado; los fallos en la metodología del cálculo de la calidad crediticia de los productos estructurados; la excesiva confianza en los *ratings* por parte de los inversores que no llevaron a cabo su propio, y necesario, análisis de los riesgos; la fragilidad de las estructuras SIV; los fallos en la gestión del riesgo por parte de entidades de crédito, especialmente en lo relativo al riesgo de liquidez; y, finalmente, las debilidades en algunos elementos de los marcos regulatorios y supervisores.

Por todo ello, después de los meses transcurridos, creo que se puede defender sin dificultad que no solo se han producido fallos de mercado que requieren cambios en las prácticas de los operadores, sino también en los marcos regulatorio y supervisor que soportan la estabilidad financiera.

3 Respuestas a la crisis

Desde el inicio de la crisis, se ha producido un intenso trabajo por parte de autoridades nacionales e instituciones internacionales tratando de diagnosticar con precisión sus causas y su potencial evolución para poder proponer las medidas y los cambios necesarios para reforzar el sistema financiero. Baste mencionar los trabajos en el *Financial Stability Forum*, en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en IOSCO, en AIAS y en el *Joint Forum*, entre otros.

¹ *Global Financial Stability Report* (abril de 2008).

Como es de esperar, no todas las iniciativas analizadas en estos y otros foros desembocarán en cambios regulatorios. En unos casos se harán recomendaciones al sector privado en cuanto a su gestión de los riesgos, recomendaciones a las que, sin duda, los supervisores prestarán más atención en el futuro. En otros casos, las recomendaciones se materializarán en códigos de conducta, que, sin llegar a ser normas, serán incorporados por los supervisores como parte regular de su proceso supervisor. También habrá cambios regulatorios que requerirán un proceso formal, y, finalmente, un conjunto de medidas, de carácter más general, que irán dirigidas a la mejora de los procesos de coordinación de los supervisores y al diseño de sus estructuras, que en algún caso pueden necesitar regulación que las sustente.

El Fondo Monetario Internacional, por su parte, desde una perspectiva más global, recibió el mandato de trabajar con el FSF para el desarrollo de soluciones en la reunión del International Monetary and Financial Committee de noviembre de 2007, lo que se añadía al trabajo regular de seguimiento y supervisión de los mercados que ya realiza la institución.

A continuación resumiré los resultados preliminares de una serie de trabajos realizados en el seno del FMI en los últimos meses, que, en buena parte, pero no en su totalidad, han sido reflejados en el *Global Financial Stability Report* publicado por esta institución. Los resultados de estos trabajos a los que me referiré seguidamente se agrupan en cinco grandes categorías: (i) gestión de riesgos; (ii) agencias de calificación crediticia; (iii) valoración, normas contables y transparencia; (iv) gestión de liquidez por parte de los bancos centrales, y (v) marco supervisor y de gestión de crisis.

3.1 GESTIÓN DE RIESGOS

Los fallos en la gestión de los riesgos por parte de algunas instituciones financieras y de determinados inversores han contribuido al desarrollo de la crisis. Es importante destacar que los fallos en las entidades financieras han sido debidos tanto a deficiencias en los modelos cuantitativos que facilitaban la toma de decisiones, como —lo que posiblemente sea más importante— a las debilidades detectadas en las estructuras de gobierno y en los procesos de toma de decisiones y de control de riesgos. La gestión del riesgo de liquidez requiere una atención especial, lo que ha de aplicarse en función del modelo de negocio desarrollado por cada entidad. De hecho, como pone de manifiesto el distinto grado de distribución de las pérdidas, no todas las entidades han tenido el mismo comportamiento. Las recomendaciones van dirigidas, por tanto, a mejorar el gobierno y las estructuras de control del riesgo. No todos los gestores y administradores de las entidades financieras se han hecho las preguntas oportunas, ni han realizado el seguimiento necesario de los riesgos que se estaban asumiendo. No parece que la buena gestión de los riesgos pueda ser regulada, pero sí es importante que tanto la regulación prudencial como las normas contables proporcionen un conjunto de incentivos consistentes con su adecuada gestión. La transparencia en las posiciones en productos estructurados y en los métodos empleados para su gestión y valoración, así como en posiciones a través de vehículos fuera de balance, puede contribuir a una mejor disciplina de mercado y a aliviar algunas de las incertidumbres presentes en la crisis.

La supervisión debe prestar más atención a la gestión de riesgos y reforzar el uso de análisis de escenarios, especialmente en los momentos de bonanza (*stress tests*), de modo que se pueda informar al proceso supervisor.

3.2 AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

La metodología empleada para la calificación crediticia de los productos estructurados no fue capaz de representar adecuadamente la complejidad de los riesgos de estos productos, ni su potencial para un rápido deterioro cuando las condiciones cambian. Esto ha quedado evidenciado a través de numerosos casos, en los que se ha rebajado, en varios escalones de una sola vez, la calidad crediticia de determinados productos estructurados. Esta reacción

por parte de las agencias de *rating* denota un comportamiento muy diferente en los productos estructurados en comparación con el observado en las calificaciones crediticias de otros valores, como podrían ser los representativos de deuda soberana o empresarial. La lección es clara: no todos los valores con una calificación crediticia AAA tienen el mismo riesgo, ni se comportan de forma similar en el mercado.

Las recomendaciones en este ámbito se han orientado en varias direcciones: mejora de la metodología de calificación crediticia en los productos estructurados; mayor información acerca de las metodologías, de los productos y de sus riesgos; utilización de una escala diferente de calificación crediticia para los productos estructurados, de tal modo que se señale claramente que incorporan características diferentes, y reducción de los potenciales conflictos de interés que afectan a las agencias de calificación que pueden deteriorar la credibilidad de los *ratings*².

También es importante destacar que parte del problema asociado a las calificaciones crediticias fue la excesiva confianza que los inversores depositaron en estas como elemento de decisión para sus inversiones. Los *ratings* proporcionan una información valiosa, pero ello no elimina la necesidad de que los inversores hagan su propio análisis, que considere otros factores que van más allá de la probabilidad de impago, que es lo que básicamente tratan de medir las agencias de calificación.

3.3 VALORACIÓN, NORMAS CONTABLES Y TRANSPARENCIA

Los problemas que se han planteado al tratar de valorar los productos estructurados complejos para los que la liquidez del mercado secundario desapareció desde que empezaron las turbulencias han amplificado la profundidad y la duración de la crisis. La valoración a precios de mercado de productos complejos y opacos, en mercados poco líquidos, y cuyo activo subyacente (la vivienda) ha sufrido un continuo deterioro ha generado una dinámica descendente de los precios y de las valoraciones muy corrosiva para los balances de las instituciones financieras. En particular, las ventas forzadas de activos y el endurecimiento de las condiciones crediticias han acelerado los procesos de devaluación de los precios de los activos.

Además de los aspectos relacionados con las dificultades de valoración, los modelos de negocio que han financiado una buena parte de estos productos se basaron en estructuras fuera de los balances bancarios que se acabaron liquidando debido a su elevado apalancamiento (SIV).

3.4 GESTIÓN DE LIQUIDEZ POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES

Las intervenciones por parte de los bancos centrales para suministrar la liquidez necesaria en plazos más amplios que los habituales han sido decisivas para mitigar las potenciales consecuencias de los problemas en el funcionamiento de los mercados interbancarios y garantizar el acceso de los bancos a la financiación que necesitaban. Sin embargo, en estas intervenciones se han puesto de manifiesto algunas limitaciones y notables diferencias en los instrumentos utilizados por los diversos bancos centrales para facilitar el acceso a la liquidez. Por una parte, se ha evidenciado la necesidad de contar con un amplio número de bancos de contrapartida que permitan una apropiada distribución de la liquidez cuando los mercados no funcionan correctamente. El argumento también es válido en lo relativo al colateral utilizado, ya que se ha demostrado la conveniencia de disponer de la posibilidad de descontar un amplio número de instrumentos, con sus correspondiente *haircuts*. Finalmente, también hay lecciones en cuanto a la posibilidad de operar, si es preciso, a plazos más amplios de los habituales en política monetaria, así como en lo relativo a la necesidad de actuar limitando el riesgo de estigmatizar al banco que requiere financiación.

² Véase, por ejemplo, el *Código de Conducta para Agencias de Rating* elaborado por IOSCO.

En resumen, los bancos centrales han sido capaces de adaptarse a las necesidades y posiblemente van a tener que continuar haciéndolo durante un cierto período de tiempo. En el medio plazo, lo importante es que las lecciones aprendidas sean cuidadosamente analizadas para refinar los instrumentos y procesos, y para converger, de forma natural, a un conjunto de mejores prácticas que permitan actuar en futuras crisis y que ayuden a limitar los potenciales conflictos en las operaciones de política monetaria.

3.5 MARCO SUPERVISOR Y DE GESTIÓN DE CRISIS

Como ya se ha indicado anteriormente, la crisis ha puesto de manifiesto una serie de debilidades en las estructuras de regulación, supervisión y gestión de crisis. El enfoque de esta sección no pretende resolver los fallos concretos, sino que supone una reflexión acerca de cambios que pueden desarrollarse en el medio plazo y que permitirían afrontar mejor este tipo de situaciones. Este punto de vista hace más evidentes los méritos de regulaciones como Basilea II, que aportan una mayor sensibilidad al riesgo.

3.5.1 Originación de hipotecas

Aunque la crisis ha desbordado las fronteras del mercado hipotecario estadounidense, para hacerse mucho más amplia y profunda, creo que conviene empezar por su foco inicial: el deterioro en los estándares en la originación de las hipotecas *subprime*. La insuficiencia de regulación y la falta de supervisión efectiva en el mercado hipotecario en Estados Unidos han sido uno de los factores que más ha contribuido a la crisis. Los límites de la regulación y supervisión son siempre complejos de definir. Es difícil decidir qué entidades requieren una regulación específica y cuáles pueden funcionar sin ser reguladas o con una regulación menos intensa. Ambas opciones implican riesgos: una excesiva extensión de la regulación puede limitar la innovación, pero, en sentido contrario, las diferencias en los marcos regulatorios para entidades que trabajan en los mismos mercados pueden dar lugar a arbitraje regulatorio, a ventajas comparativas indeseadas y a una excesiva asunción de riesgos. Creo que, con los meses transcurridos, ha quedado patente que la actividad de los intermediarios independientes que originan hipotecas en Estados Unidos estaba insuficientemente regulada y supervisada. Por ello, serían necesarias una regulación y una supervisión similares a las de los competidores bancarios.

3.5.2 Gestión de riesgos y regulación del capital

En el contexto financiero actual, caracterizado por la innovación y la complejidad, así como por los poderosos canales de influencia recíproca con la economía real, la regulación del capital tiene que ser sensible al riesgo y debe tratar de generar incentivos que fortalezcan las fuerzas de mercado en la dirección de promover una mejor gestión de los riesgos. Como se ha visto, los incentivos al arbitraje regulatorio generados por una regulación sin suficiente sensibilidad al riesgo resultaron en una proliferación de procesos de titulización, así como de estructuras de negocio que trataban de sacar fuera de los balances bancarios determinados riesgos, especialmente los vinculados a exposiciones con buena calidad crediticia.

La crisis ha venido a confirmar dos elementos importantes en lo relativo a la regulación del capital. En primer lugar, la cantidad de reservas y capital de que debe disponer una entidad bancaria es importante para su estabilidad. Por muy buena que sea la gestión de riesgos, siempre habrá sorpresas, circunstancias imprevistas y pérdidas inesperadas que harán necesario disponer de los «colchones» suficientes para poder continuar la actividad y resolver los problemas. En segundo lugar, la regulación genera incentivos muy potentes, y por ello es importante que sea sensible al riesgo, que apoye la buena gestión y que introduzca las menores distorsiones posibles en las decisiones de las entidades privadas.

Estas fueron algunas de las razones por las que se inició el proceso de discusión de Basilea II, frente al planteamiento excesivamente simplista de Basilea I. Desafortunadamente, su proceso de desarrollo fue más largo de lo previsto, y también de esta experiencia deberían extraerse lecciones sobre cómo reforzar la coordinación internacional.

Creo que, si Basilea II hubiese estado en funcionamiento hace varios años, los incentivos para que se produjese una crisis como la actual hubiesen sido menores. Los cuatro canales a través de los que Basilea II mejora la estabilidad financiera son: una regulación de capital más proporcionada a los riesgos reales de la entidad; unos incentivos que favorecen una mejor gestión de los riesgos; un proceso supervisor sensible al riesgo y consciente de la importancia de la evolución cíclica de los factores de riesgo, y una mayor transparencia basada en proporcionar información al mercado orientada a definir mejor el perfil de riesgo de la entidad. De haber estado presentes estos cuatro elementos en la actualidad, se hubiese dispuesto de una mejor plataforma para contener y mitigar la crisis.

Por este motivo, la implementación efectiva de Basilea II, haciendo uso de las posibilidades contempladas en los pilares uno y dos para reducir la prociclicidad, parece una de las recomendaciones obvias. Ello no impide que sea conveniente revisar algunos aspectos del marco regulador del capital a la vista de lo aprendido en la crisis reciente.

3.5.3 Estructura de la supervisión

Un tercer grupo de propuestas se dirigen a reforzar las estructuras y procesos supervisores. Tras la intervención de Northern Rock y de Bear Stearns, el concepto de entidad sistémica se ha ampliado sustancialmente. Cuando el conjunto del mercado financiero está en una situación de fragilidad, puede ser sistémica una entidad de poco tamaño o una entidad que no tiene depositantes, pero que, por ser parte integrante de un mercado financiero complejo, está demasiado interrelacionada con otras como para asumir el coste de su fallo (*too connected to fail*). Es más, en la actualidad puede ser sistémico un mercado financiero. Parece, pues, que el enfoque supervisor en función del riesgo, según el cual la frecuencia de supervisión se determina en función del perfil de riesgo de las entidades, debe ser actualizado. Así mismo, lo sucedido puede suponer una oportunidad para reflexionar acerca de si la supervisión que se delega en auditores externos no dificulta el diálogo e intercambio de información que es necesario entre el supervisor y las entidades para tener un correcto conocimiento y una adecuada comprensión del perfil de riesgo de la entidad.

3.5.4 Resolución de crisis

Un cuarto grupo de iniciativas es el referente a la resolución de crisis. En este campo, la más relevante se refiere al seguro de depósitos. Baste decir que ha quedado demostrada la importancia de contar con sistemas de seguro de depósito que sean capaces de responder en un breve espacio de tiempo para disminuir la probabilidad de huidas rápidas de los depositantes. Los mecanismos de financiación de estos instrumentos son una de las variables clave para esa capacidad de respuesta, siendo los esquemas prefinanciados los que ofrecen una mayor efectividad y menos prociclicidad. La necesidad de revisar los sistemas de seguro de depósito es más urgente cuando se analizan las posibles complicaciones derivadas de la presencia de bancos en diversos países. Por ello, creo que, aunque esta dimensión internacional no ha sido importante en esta crisis, es una buena oportunidad para converger a unos estándares adecuados.

En la medida en que se consigan concretar y clarificar las reglas que rigen el principio de acción rápida del supervisor prudencial cuando una entidad se encuentra en problemas, se reducirá la necesidad de utilizar los sistemas de garantía de depósito.

3.5.5 Arquitectura de la supervisión financiera

Finalmente, hay una última categoría que podría denominarse «la arquitectura de la supervisión financiera». La forma en la que las diversas instituciones que tienen responsabilidades regulatorias, de supervisión o de gestión de la liquidez se relacionan entre sí ha demostrado ser relevante. La crisis financiera ha puesto de manifiesto el papel crucial del banco central como proveedor de liquidez en última instancia. Sin poder concluir que haya una arquitectura de distribución de competencias supervisoras que, de forma definitiva, sea mejor que las demás,

lo que sí parece demostrado es que el banco central debe ser capaz de llevar a cabo el seguimiento no solo de la estabilidad financiera en general, sino de instituciones individuales. Por ello, también debe ser responsable de dicho seguimiento. Para ello, el banco central debe recibir la información supervisora necesaria, independientemente de si la labor de supervisión le ha sido encomendada o no.

Aunque, hasta la fecha, los problemas con entidades concretas han sido fundamentalmente de índole nacional, la dimensión internacional de la crisis y los canales de contagio han tenido una dimensión internacional evidente. Por ello, y como último punto de este artículo, es necesario insistir en seguir avanzando en la coordinación internacional entre autoridades nacionales, tanto supervisores como bancos centrales, y utilizar esa coordinación para tratar de reducir, en la medida en que no estén determinadas por las características de los sistemas financieros nacionales, las diferencias entre las diversas regulaciones y prácticas, algo que plantea ventajas evidentes en un sistema financiero cada vez más globalizado.

4 Conclusión

La presente crisis financiera está siendo duradera y costosa. Combina elementos presentes en crisis anteriores con aspectos novedosos derivados de la complejidad de la innovación financiera de los últimos años. Las debilidades puestas de manifiesto requieren reforzar los sistemas financieros con un amplio número de iniciativas que están siendo objeto de estudio por parte de las autoridades e instituciones competentes. Encontrar el equilibrio apropiado para no sobreregular y contribuir a un sistema financiero internacional eficiente, basado en modelos de negocio y esquemas de incentivos adecuados, debe ser el objetivo primordial de todos los que participan en este esfuerzo.

BIBLIOGRAFÍA

- BERNANKE, B. (2007). «Financial regulation and the invisible hand», discurso, New York University Law School, abril.
- (2007). «Subprime mortgage lending and mitigating foreclosures», discurso, Committee on Financial Services, US House of Representatives, septiembre.
- BORIO, C. (2003). *Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?*, Documento de Trabajo n.º 128, BIS.
- CAPIE, F. (2007). «Some Historical Perspective on Financial Regulation», en D. Mayes, y G. Wood, *The Structure of Financial Regulation*, pp. 43-65.
- CECCHETTI, S. G., A. FLORES-LAGUNES y S. KRAUSE (2006). *Assessing the Sources of Changes in the Volatility of Real Growth*, Documento de Trabajo n.º 11946, National Bureau of Economic Research.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2008). *Global Financial Stability Report*, abril.
- (2007). *Global Financial Stability Report*, octubre.
- (2007). *Global Financial Stability Report*, abril.
- (2006). *Global Financial Stability Report*, octubre.
- (2006). *Global Financial Stability Report*, abril.
- GRAMLICH, E. (2007). «Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgages», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, cuarto trimestre, pp. 105-114.
- IOSCO (2008). «The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets», Report of the Technical Committee of IOSCO, documento de consulta, marzo.
- KROZNER, R. S. (2007). «Markets, Financial Institutions, and Consumers: The Roles of The Federal Reserve», discurso, National Bankers Association 80th Annual Convention, octubre.
- RAJAN, R. G. (2006). «Monetary Policy and Incentives», Bank of Spain Conference on Central Banks in the 21st Century, junio.
- REINHART, C. N., y K. S. ROGOFF (2008). *Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*, Documento de Trabajo n.º 13761, National Bureau of Economic Research.
- SANTOS, J. A. C. (2000). *Bank Capital Regulation in Contemporary Banking Theory: a Review of the Literature*, Documento de Trabajo n.º 90, BIS.

