



Qué medidas adoptar

Laura Kodres y Aditya Narain

AUNQUE las responsabilidades están bastante repartidas, un factor esencial que contribuyó a la crisis financiera mundial fue una regulación inadecuada, tanto por su fragmentación como por su falta de aplicación. Hay que remodelar las estructuras regulatorias para impedir otro aumento de los riesgos sistémicos, proporcionar una base más sólida para conectar a los ahorristas e inversionistas internacionales (es decir, intermediación financiera internacional) y garantizar un método claro y homogéneo para hacer frente a la inestabilidad financiera. También deben examinarse los procedimientos de los bancos centrales para proporcionar liquidez a los mercados.

El FMI ha analizado diversas áreas que requerían atención para evitar crisis sistémicas:

- **El alcance de la regulación:** qué instituciones y prácticas deberían entrar dentro del ámbito de actuación de los reguladores.

- **La prociclicidad:** la tendencia de algunas prácticas regulatorias y empresariales a intensificar el ciclo económico.

- **Las brechas de información:** sobre el riesgo y su distribución en el sistema financiero.

- **La armonización de las políticas regulatorias y los marcos jurídicos nacionales:** para mejorar la supervisión y la resolución coordinadas de las empresas y mercados que operan a escala transfronteriza.

- **La provisión de liquidez a los mercados:** para garantizar el flujo ordenado de fondos de inversión y la transmisión eficaz de la política monetaria.

El alcance de la regulación

La última crisis ha dejado claro que hay que ampliar el alcance de la regulación para incluir instituciones y mercados que se encontraban fuera de su ámbito de aplicación y, en algu-

Hay que reformar el alcance de la regulación financiera y mejorar la provisión de liquidez. Veamos cómo se hace

nos casos, fuera del ámbito de detección de los reguladores y los supervisores. Algunas de estas entidades lograron obtener deuda a corto plazo para invertir en activos a más largo plazo y aumentaron su apalancamiento (uso de deuda para adquirir activos) hasta tal punto que se puso en peligro la estabilidad del sistema financiero cuando los prestamistas a corto plazo reclamaron sus fondos. Sin embargo, la inclusión de todos los intermediarios financieros es innecesaria y limitaría las ventajas que algunos de ellos proporcionan a la economía (como innovación y transferencia eficiente de fondos). Para evitar sobrecargar a los mercados e instituciones útiles es importante identificar detenidamente las deficiencias específicas que se intentarían solventar con una regulación más amplia (es decir, las “fallas del mercado”). Este objetivo podría alcanzarse mediante un enfoque de doble perímetro. Muchas actividades e instituciones financieras se encontrarían en el perímetro externo y estarían sujetas a requisitos de declaración de información. Aquellas que plantearan riesgos sistémicos pasarían al perímetro interno y estarían sometidas a regulaciones prudenciales.

En una primera instancia, entre las actividades o entidades no reguladas que deberían incluirse en el nuevo ámbito de aplicación se encuentran las siguientes:

- Instituciones que son contrapartes en las transferencias de riesgos desde los sectores regulados: la nueva regulación debería contemplar a las entidades fuera de balance, como los vehículos de inversión estructurada, que podrían utilizarse para adquirir activos de riesgo a bancos y otras empresas reguladas.
- Sociedades de inversión que utilizan el apalancamiento y tienden a acentuar las caídas de los precios de los activos cuando necesitan desapalancarse, es decir, vender activos prematuramente para reducir su dependencia de la deuda cuando consideran que su apalancamiento es excesivo.

Resultará difícil establecer una distinción clara entre las entidades que tienen una importancia sistémica y aquellas que no la poseen, pero en teoría las instituciones menos apalancadas y menos interrelacionadas deberían tener una carga reguladora menor. Aun así, los reguladores deben poder recoger suficiente información sobre las instituciones para ser capaces de decidir si contribuyen al riesgo sistémico.

Prácticas procíclicas

Los ciclos económicos son esperables, pero algunas prácticas reguladoras e institucionales pueden acentuar los movimientos cíclicos. Dichas prácticas pueden abarcar desde regulaciones en materia de capital y normas sobre constitución de provisiones para los bancos hasta la gestión de riesgos y las políticas retributivas en muchas instituciones financieras.

La regulación prudencial se enfrenta al reto de eliminar los elementos procíclicos sin renunciar a la toma de decisiones en función del riesgo en las instituciones financieras. Además, cualquier iniciativa para añadir normas que exijan capital adicional debería ser gradual para evitar causar más daño a un sistema financiero debilitado.

Un aspecto esencial para mitigar la prociclicidad sería la regulación del capital: los fondos que las instituciones deben mantener para absorber pérdidas. (Por ejemplo, se considera que el capital “básico” está compuesto por el capital social en acciones

y las reservas declaradas constituidas con cargo a los beneficios). Deben introducirse incentivos para animar a las entidades a acumular reservas de capital adicionales durante las épocas de auge, dejando que disminuyan en los momentos de desaceleración. Hay varias maneras de conseguirlo, pero una forma sencilla sería hacer que los requerimientos de capital fueran anticílicos (la cantidad de capital necesario para respaldar un determinado nivel de activos aumentaría durante las fases de expansión y caería durante las fases bajistas). En teoría, estas regulaciones anticíclicas de capital no serían discrecionales, sino que se plasmarían en normas, convirtiéndose en un estabilizador automático que durante las fases de auge permitiría a los supervisores resistir las presiones de las entidades o de los políticos para dejar que las cosas continúen su trayectoria al alza.

La crisis ha destacado el papel del apalancamiento. En principio, los requerimientos de capital ponderado en función del riesgo, que exigen más capital para los activos de mayor riesgo que para los de menor riesgo, deberían controlar el apalancamiento excesivo. Pero aplicar un coeficiente de apalancamiento máximo (como capital de alta calidad dividido por activos totales), incluso a las entidades fuera de balance, también sería un método útil y relativamente sencillo para limitar el apalancamiento general de las instituciones financieras durante una fase expansiva.

Aunque los métodos de contabilidad a valor razonable, que exigen a las instituciones valorar sus activos a los precios corrientes del mercado, son una buena referencia en la mayoría de las situaciones, la crisis mostró que en períodos de desapalancamiento pueden acentuar las caídas de los precios. Si una empresa tiene que vender un activo a un precio bajo, otras compañías pueden tener que valorar activos similares al nuevo precio bajo, lo cual puede animar a otras empresas a vender, especialmente si las normas les impiden mantener activos de poco valor. Por tanto, las normas contables deberían permitir que las entidades financieras con activos negociados registrasen “reservas de valoración” que aumenten para reflejar excesos de valoración durante fases expansionistas y sirvan para amortiguar cualquier retroceso a valores inferiores durante fases bajistas. Del mismo modo, los valores de los activos en garantía, como las viviendas, también tienden a moverse con el ciclo. Las normas contables tienen que permitir realizar valoraciones más conservadoras, basadas en indicadores prospectivos medibles.

Otra característica procíclica del sistema financiero es la liquidez de financiamiento, es decir, la capacidad de las entidades financieras para conseguir fondos para prestar. Los fondos suelen ser más abundantes durante las épocas de expansión y menos abundantes durante las fases de desaceleración. La primera medida defensiva para garantizar la disponibilidad constante de fondos es reforzar las técnicas de gestión del riesgo de liquidez en las instituciones financieras. Hay que procurar que estas entidades se basen en formas de financiamiento menos volátiles, como los depósitos minoristas, más que en financiamiento mayorista a corto plazo. Establecer requerimientos adicionales de capital en función del riesgo o imponer algún tipo de gravamen podrían ser métodos eficaces para revalorar el riesgo de liquidez a fin de mitigar una parte de los riesgos sistémicos. También podrían considerarse medidas más contundentes que exijan a los bancos mantener una cantidad mínima de activos líquidos de alta calidad.

Cubrir las brechas de información

Uno de los aspectos más preocupantes de la crisis ha sido la incapacidad para ver qué riesgos se distribuían a los distintos tenedores y quiénes eran esos tenedores. Se suponía que muchos de los nuevos productos de crédito estructurado distribuían el riesgo a quienes, en teoría, podían gestionarlo mejor. Pero en muchos casos los supervisores y otros participantes en el mercado no podían ver dónde estaban localizados los distintos riesgos. Es más, los riesgos solían dividirse de forma que impedían a quienes los empaquetaban y los compraban entender claramente qué riesgos habían vendido o adquirido. Además, la información subyacente utilizada para determinar el precio de estos complejos activos no era fácilmente accesible ni interpretable.

Debe ponerse énfasis en recoger información que permita crear indicadores que alerten sobre problemas inminentes.

Un análisis riguroso del riesgo sistémico y de la forma de evitarnos exige cubrir las brechas de información. Quizá los datos más necesarios sean aquellos sobre las exposiciones al riesgo de los bancos e instituciones financieras no bancarias que son de importancia sistémica. Los niveles y la concentración de sus exposiciones (información que las autoridades recogerían, pero no publicarían) y las vinculaciones entre las instituciones a través de los distintos países y mercados resultan vitales para analizar los riesgos sistémicos y las vulnerabilidades.

Más información pública sobre las técnicas de valoración de los activos y sobre los datos e hipótesis subyacentes permitiría determinar mejor los precios y ayudaría a los participantes a detectar mejor las correlaciones y, posiblemente, los riesgos de cola (resultados poco probables que son devastadores cuando se producen). La información sobre precios, volúmenes y concentración global en mercados extrabursátiles también requiere atención, porque generalmente no se registra de forma que permita a terceros ver los datos de las transacciones, limitando la liquidez en períodos de tensión. Puede utilizarse un sistema de compensación para recoger (y compensar) las operaciones, permitiendo a los participantes y a terceros ver el riesgo total asumido.

Debe ponerse énfasis en recoger información que permita crear indicadores que alerten sobre problemas inminentes. Los analistas deben reflexionar sobre el tipo de información que podría ofrecer valoraciones prospectivas del riesgo tanto en el sistema como en instituciones o mercados concretos. Intuitivamente, los indicadores que incorporan riesgos (como los basados en los precios de las opciones) serían más adecuados, pero dado que utilizan precios de mercado, es probable que reflejen solo las percepciones actuales del riesgo futuro y que no puedan predecir cuándo los riesgos pasarán a ser sistémicos.

También hay que mejorar las normas de declaración de información para las instituciones financieras, de manera que esta sea más específica y homogénea. En concreto, la información debería abarcar tanto las partidas del balance como las que están fuera de él, ya que se mantenía mucho riesgo fuera del balance

(oculto tanto para los inversionistas como para los supervisores). Además, las instituciones financieras no bancarias deberían presentar medidas básicas de su apalancamiento y su exposición al riesgo, en parte para juzgar su importancia sistémica. Asimismo, deberían revelarse los modelos y técnicas de valoración para permitir a los inversionistas evaluar mejor los riesgos de los activos que compran. El objetivo de declarar esta información es brindar una oportunidad para que la disciplina de mercado funcione.

A otro nivel, los mercados funcionarán mejor si puede accederse más fácilmente a los precios, los montos de las operaciones y otra información relativa a los mercados de derivados no oficiales. Los mercados que no revelan información de forma homogénea han sido los más problemáticos y los que han estado asociados a una mayor incertidumbre. Ya se recogen algunos datos extrabursátiles, los que podrían revelarse con mayor frecuencia, junto con más información sobre la ubicación geográfica y la cobertura de los instrumentos, el tipo de contrapartes y la concentración global del mercado. Así, la recopilación de datos pasaría a estar centrada en la exposición al riesgo, en vez de estarlo en la información sobre volúmenes. Debe mejorar la información sobre los *swaps* de riesgo de crédito, ya que estos "seguros" son mantenidos por tantas partes interrelacionadas que resulta difícil discernir quién está expuesto al incumplimiento de las diversas entidades. Un sistema de compensación centralizado para los contratos de CDS, como el que se está construyendo en la actualidad, ayudaría a reducir los riesgos de contraparte y proporcionaría un punto central para la recogida de información.

Mejorar la coordinación transfronteriza

La supervisión de las entidades financieras importantes a escala mundial y regional no permitió la gestión fluida de los riesgos sistémicos y globales asociados a esta crisis. Los reguladores no son los únicos responsables. La quiebra de Lehman Brothers, la insolvencia de tres bancos islandeses y la disolución del gigante internacional de seguros AIG son episodios de falta de coordinación que han deteriorado la confianza y el funcionamiento de los mercados financieros. Las dificultades de deponer los intereses nacionales—así como otras limitaciones de índole estructural, política, cultural y jurídica—han impedido la supervisión eficaz de los grupos financieros.

Las autoridades técnicas y políticas de los países en los que operan los conglomerados financieros deben actuar conjuntamente para solucionar las incongruencias que se han puesto de manifiesto en los marcos jurídicos nacionales con las últimas quiebras bancarias. Es importante garantizar que los sistemas de insolvencia bancaria sean compatibles entre los países de origen y de acogida en una serie de aspectos fundamentales. Un conjunto homogéneo de directrices para iniciar resoluciones bancarias, que incluya mecanismos de activación, plazos y procedimientos, podría ayudar a conservar el valor de franquicia de una entidad. Los sistemas de protección de los depositantes e inversionistas de las distintas jurisdicciones deberían evitar generar flujos de depósitos desestabilizadores desde un lugar hacia otro durante períodos de incertidumbre. Por último, un mecanismo basado en criterios objetivos, como volumen proporcional y calidad de los activos entre países, debería garantizar una distribución equitativa de las pérdidas, de forma que las jurisdicciones mejor supervisadas asuman una parte menor del costo. Estas medidas también podrían reducir las

operaciones de una entidad en el extranjero si el país de origen no posee la capacidad para contribuir a los costos de resolución.

Existen diversas maneras de mejorar la cooperación entre jurisdicciones. Por ejemplo, un colegio de supervisores de los países en los que opera una entidad podría supervisar a dicha entidad. El responsable de dicho colegio, o supervisor principal (generalmente del país donde el banco tiene su domicilio), se encargaría de formular una descripción clara de la concentración de riesgos en toda la institución así como de sus principales fortalezas y deficiencias. El supervisor principal y otros supervisores pertinentes decidirían las actividades permitidas de una empresa. El colegio examinaría las actividades de la entidad y solicitaría información ad hoc cuando fuera necesario. En términos generales, incluir la minimización del riesgo sistémico como un objetivo explícito de la supervisión financiera ayudaría a armonizar distintos aspectos de la regulación de las entidades financieras nacionales e internacionales.

Es muy importante que los nuevos procedimientos para proveer liquidez y servicios de intermediación a los prestatarios necesitados incluyan alguna pauta sobre cómo suspender su aplicación cuando las condiciones se normalicen.

La fragmentación de la regulación nacional también exige más coordinación y cooperación. Si existen múltiples supervisores puede establecerse a escala interna un enfoque similar al del colegio internacional de supervisores. La capacidad de las entidades reguladoras internas para mejorar la mitigación del riesgo sistémico no depende de su estructura institucional (si están radicadas en una institución o en varias, o dentro o fuera del banco central), sino de la estrecha cooperación y coordinación entre los reguladores responsables.

Provisión de liquidez a los mercados

La crisis ha originado múltiples formas de proporcionar liquidez a los mercados. Los bancos centrales han aumentado el número de contrapartes, ampliado los tipos de garantía admisibles y alargado el vencimiento de las operaciones de provisión de liquidez. En algunos casos, se han introducido nuevos servicios financieros. Pero aunque dichas medidas han ayudado a satisfacer la mayor demanda de liquidez, no han sido capaces de mantener el funcionamiento de los mercados (en parte porque no eliminan la incertidumbre de la contraparte que invade los mercados financieros). La capacidad de los bancos centrales para utilizar las tasas de interés para gobernar el proceso de intermediación se ha complicado. Los bancos centrales deben considerar en qué tasas de mercado pueden influir, teniendo en cuenta cómo se traducen en las tasas pasivas pagadas por los usuarios finales. En los mercados emergentes, los bancos centrales

también tienen que luchar con el dilema entre proporcionar la liquidez necesaria y correr el riesgo de facilitar las fugas de capitales.

Dado que los mecanismos de transmisión de la política monetaria han sido menos fiables, los bancos centrales deben determinar cómo pueden respaldar directamente la intermediación durante un período de ajuste del balance de los bancos. Las medidas cuafiscales, como utilizar el balance del banco central para proporcionar crédito a prestatarios específicos, ayudan a mantener el funcionamiento de los mercados de crédito, pero podrían tener efectos perjudiciales si se emplean durante largos períodos. En concreto, pueden enturbiar la señal de la tasa de interés de referencia del banco central, excluir a los prestatarios no preferentes (posiblemente privándolos de recursos) y aumentar el tamaño del balance del banco central hasta tal punto que comience a comprometer su credibilidad como institución bien gestionada.

Es muy importante que los nuevos procedimientos para proveer liquidez y servicios de intermediación a los prestatarios necesitados incluyan alguna pauta sobre cómo suspender su aplicación cuando las condiciones se normalicen. El momento de la salida debe coordinarse para evitar un movimiento brusco de la liquidez y del crédito.

El futuro de la regulación

En muchos foros internacionales se está debatiendo sobre el rediseño del marco regulatorio para evitar futuras crisis. Aunque se reafirma el imperativo de reestructurar la regulación, también resulta clave recordar la necesidad de reforzar la capacidad y voluntad de los supervisores de hacer cumplir la normativa de forma oportuna y creíble. El rediseño de las normas no será eficaz a menos que mejore su aplicación, lo cual a su vez exigirá garantizar la independencia operativa y la idoneidad de los recursos de que disponen los organismos de supervisión.

Aunque se tardará en reestructurar la regulación, hay un gran impulso para avanzar en las direcciones señaladas. Cuanto antes puedan distinguir los mercados la dirección que están tomando las nuevas regulaciones, antes podrán considerar los inversionistas el nuevo entorno. Dado que muchos inversionistas prevén reformas rigurosas, están a la espera antes de desplegar sus fondos por diversas instituciones y mercados financieros. La incertidumbre del panorama regulador hace difícil evaluar qué líneas de negocio serán productivas y cuáles desaparecerán a raíz de su regulación. Por tanto, las medidas para homogeneizar la regulación en algunas zonas, tanto entre países como en jurisdicciones internas, podrían ayudar a recuperar parte de la confianza que desesperadamente se necesita en el sistema financiero. ■

Laura Kodres es Jefa de División y Aditya Narain es Subjefa de División del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Este artículo está basado en “Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management”, preparado por el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI y supervisado por Luis Cortesvarría-Checkley, Simon Gray, Barry Johnston e Ian Tower, entre otros autores. El citado documento así como los documentos en los que este se basó, junto con una lista completa de los colaboradores, se pueden consultar en www.imf.org/fandd.