

PALABRAS CLAVE

Crisis financiera
 Crisis económica
 Estados Unidos
 Instituciones financieras
 Regulación económica
 Sistemas bancarios
 Crédito
 Riesgo
 América Latina
 Caribe

Regulación y supervisión financiera: lecciones de la crisis para América Latina y el Caribe

Filipa Correia, Luis Felipe Jiménez y Sandra Manuelito

El análisis de la crisis financiera desencadenada a mediados de 2008 en los Estados Unidos generó un intenso debate sobre el papel de la regulación y supervisión financieras. En este artículo se analiza brevemente esa crisis con énfasis en dichos aspectos a objeto de proponer algunas lecciones para América Latina y el Caribe. Para ello se describen la coyuntura económica y los significativos cambios en el sistema financiero de los Estados Unidos durante los años noventa y la presente década, señalando la contribución de esos factores a la crisis. Sobre la base de este análisis se proponen primeras lecciones: i) la necesidad de incluir en la regulación los aspectos macroprudenciales del riesgo; ii) la reducción de la prociclicidad del sistema; iii) la ampliación del ámbito de la regulación; y iv) los conflictos de interés que afectan a la divulgación fidedigna y oportuna del riesgo que asumen las instituciones financieras.

Filipa Correia

Oficial de Asuntos Económicos

Oficina de la Secretaría Ejecutiva, CEPAL

✉ filipa.correia@cepal.org

Luis Felipe Jiménez

Oficial de Asuntos Económicos

División de Desarrollo Económico, CEPAL

✉ felipe.jimenez@cepal.org

Sandra Manuelito

Oficial de Asuntos Económicos

División de Desarrollo Económico, CEPAL

✉ sandra.manuelito@cepal.org

I

Introducción

La evidencia histórica señala que las crisis que se originan en los sistemas financieros han formado parte indefectible del proceso de desarrollo económico. Esas crisis han acarreado en un primer momento importantes consecuencias sociales y económicas derivadas de caídas en los niveles de actividad y del empleo, aumentos en los niveles de pobreza y cargas para el presupuesto público. Ello ha afectado significativamente a los programas orientados a mejorar las condiciones sociales de la población de menores ingresos. Eliminar por completo la posibilidad de ocurrencia de crisis financieras requeriría inhibir considerablemente la toma de riesgos, que es consustancial al progreso, la innovación y el crecimiento económico. En consecuencia, la autoridad reguladora debe ejercer un delicado balance entre los aspectos positivos para el crecimiento económico derivados del desarrollo financiero, por una parte, y el control de la acumulación de riesgos que pueden redundar en crisis sistémicas, por otra.

En el centro de este debate subyacen cuatro aspectos clave de los sistemas financieros: por su elevado apalancamiento, estos son intrínsecamente frágiles o vulnerables; su falencia compromete a la fe pública (en especial en el caso de instituciones que captan depósitos del público, emiten valores de oferta pública o ambas cosas); su comportamiento es procíclico, puesto que se muestra expansivo en épocas de auge y contractivo durante las recesiones; y su influencia es sistémica, porque la falencia de algunas instituciones de importancia no solo puede llegar a amenazar al conjunto del sistema financiero, sino que también puede (y suele) afectar al resto de la economía.

En el caso de los bancos y de otras instituciones especializadas, como fondos de inversión y fondos mutuos, la relación entre deuda y capital es elevada, sus colocaciones (créditos e inversiones financieras) difieren en plazo —y en ocasiones también en monedas de denominación— de sus captaciones, lo que desde

luego las sitúa en un plano de fragilidad ante bruscos cambios en el mercado. No obstante, la toma de riesgos es esencial para cumplir con la función de transformación de plazos, empleando ahorro financiero (generalmente de corto o mediano plazo) para conceder créditos de mayor plazo y, particularmente, efectuar inversiones de largo aliento. Exigir una coincidencia absoluta entre las características del ahorro financiero y de las inversiones redundaría en niveles insuficientes de inversión y desarrollo económico. En este sentido, la toma de riesgos por parte de algunos agentes económicos es requisito indispensable del crecimiento.

A su vez, cuando las autoridades permiten y fomentan la canalización del ahorro desde el público hacia la inversión a través de instituciones esencialmente frágiles comprometen la fe pública y, en consecuencia, deben velar porque los eventos de pérdida de esos ahorros no se sucedan y tengan los menores efectos negativos cuando ocurren. Ello es particularmente cierto para el caso de pequeños ahorrantes que, dadas las inevitables asimetrías de información, no están en condiciones de tener un conocimiento cabal acerca del uso de sus recursos y de los riesgos que asumen las instituciones financieras. La regulación prudencial de la solvencia es entonces una herramienta indispensable cuyo fin es velar por el equilibrio entre el uso del ahorro para el crecimiento y la preservación de la fe pública.

Este dilema se complica debido a algunos aspectos de los sistemas financieros y de la formación de expectativas que caracterizan sistemáticamente al comportamiento de ahorrantes, inversores, deudores e intermediarios, es decir, al mercado en general. Por una parte, las expectativas de bonanza suelen traducirse en profecías autocumplidas por comportamientos que las retroalimentan, a la vez que eventos negativos despiertan expectativas y comportamientos recesivos. Lo mismo ocurre con respecto a la tolerancia frente al riesgo, que se eleva durante los auges y se reduce durante las recesiones.

Por otra parte, las características y los comportamientos de los sistemas financieros —a diferencia de otros organismos— mutan constantemente, innovando en búsqueda de oportunidades de rentabilidad. Su naturaleza altamente innovadora y rápida para aprovechar ventajas en segmentos no regulados le hace asemejarse

□ Los autores agradecen los comentarios de Osvaldo Kacef, Director de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, a una versión previa de este artículo, así como los efectuados a la presente versión por un evaluador anónimo.

a un virus, capaz de transformarse según el entorno y producir con ello beneficios y costos, y externalidades positivas y negativas para el crecimiento y la estabilidad. Por tanto, toda regulación irá indefectiblemente rezagada con respecto a los cambios en el sistema financiero, pero por las razones antes señaladas no puede abandonarse, sino que requiere una continua renovación.

En los orígenes de la actual crisis del sistema financiero de los Estados Unidos es posible apreciar la influencia de prácticamente todas las características mencionadas, a lo que se sumaron factores ligados a la coyuntura económica y serias falencias en la supervisión.

II

Elementos para el análisis de la actual crisis financiera

Una mirada a la actual crisis financiera permite observar la confluencia de varios factores. Primero, cobra particular relevancia la coyuntura económica de los Estados Unidos. Desde finales de la década de 1980, este país experimentó un período de elevado crecimiento económico, solo interrumpido en 1991 (guerra del Golfo) y en 2001 con la caída del índice bursátil de acciones tecnológicas (NASDAQ), y luego debido a las turbulencias económicas derivadas del atentado a las Torres Gemelas del 11 de septiembre de 2001.

Durante la década de 1990, la actividad económica se expandió sobre la base del alza de la inversión y un elevado ascenso del consumo. Este dinamismo fue sostenido por un fuerte aumento de la liquidez en el mercado monetario y una significativa reducción de las tasas de interés. A partir de 2001, al acelerado crecimiento de la demanda privada se sumó el pronunciado incremento del déficit fiscal, derivado del alza del gasto público a consecuencia del engrosamiento de los gastos militares y del programa de estímulo económico.¹

El sostenido ritmo de expansión de la demanda interna se tradujo a su vez en un alza significativa de las importaciones de bienes y servicios, con lo que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos como

A continuación se realiza un breve análisis de cómo lo sucedido en el plano macroeconómico en ese país contribuyó a crear las condiciones de esta crisis y el papel desempeñado por el sector financiero. Posteriormente, desde la perspectiva de los sistemas financieros de América Latina y el Caribe se discute qué lecciones principales se desprenden para la regulación y supervisión financieras en la región. Dado que este es un debate que recién se inicia, más que formular conclusiones definitivas, el ánimo de los autores es señalar las áreas en que, a su juicio, se deberían centrar las próximas reformas de la regulación en estos países.

porcentaje del producto interno bruto (PIB) aumentó de 1,7% en 1998 a 6,2% en 2006.² Debido a las necesidades de financiamiento de los Estados Unidos, la venta de bonos del Tesoro creció considerablemente y, con ello, las reservas internacionales de países emergentes invertidas en esos instrumentos. En 2007, la inversión efectuada por los no residentes equivalía a alrededor de la mitad de la inversión total en estos títulos.³

El descenso en las tasas de interés, la disponibilidad de fondos y el sostenido incremento de la actividad económica generaron un ambiente de optimismo que, a su vez, retroalimentó una acentuada expansión del crédito bancario, tanto de consumo como hipotecario. Se asistió a una importante subida en los precios de las viviendas, que se explica por el pronunciado aumento de la demanda, fomentado a su vez por la mayor disponibilidad de crédito.⁴ Se generó, por lo tanto, un círculo en que el mayor crédito generaba mayor demanda, y esta por su parte incidía en una persistente expansión del crédito. La disminución de las tasas de interés se traspasó a otras

² En 2007 y 2008 el déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB se redujo en 5,2% y 4,7%, respectivamente.

³ Otras interpretaciones de los orígenes de la crisis enfatizan el rol del dólar de los Estados Unidos como moneda de reserva y la reacción de la economía y la autoridad económica de ese país ante la acumulación de reservas por parte de las economías emergentes. Véanse: Greenwald y Stiglitz (2008) y Financial Services Authority (2009).

⁴ Entre enero de 2000 y diciembre de 2007, el índice de precios de viviendas S&P/Case-Schiller aumentó un 85%.

¹ Para una discusión más detallada acerca de los factores de índole macroeconómica que incidieron en la crisis, véase Manuelito, Correia y Jiménez (2009). En particular, con respecto al rol desempeñado por la política monetaria, véase Machinea (2009).

economías, lo que originó un comportamiento similar de los principales índices bursátiles y de los precios de las viviendas en varias ciudades capitales en el mundo.⁵

Un segundo factor fue la gestación de importantes cambios en el funcionamiento del sistema financiero estadounidense: i) la creciente importancia de los mercados de derivados desde el año 2000; ii) la desregulación del sector financiero verificada durante los años noventa y la presente década; iii) la aparición del modelo “originar para distribuir” (*originate to distribute*) y de los nuevos instrumentos derivados, y iv) la gran expansión de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*).

En los Estados Unidos, los contratos de derivados alcanzaron montos muy significativos. Al segundo trimestre de 2008, estos llegaban a los 182 mil millones de dólares, equivalentes a 12 veces el PIB de ese país (OCC, 2008). En total, y a nivel mundial, los contratos de derivados extrabursátiles (*over-the-counter* - OTC) aumentaron de 95.200 miles de millones de dólares en diciembre de 2000 a 683.725 miles de millones de dólares al final del primer semestre de 2008.⁶ En este incremento resalta el alza de los derivados de crédito (*credit default swaps*) de 6.396 miles de millones de dólares a 57.894 miles de millones de dólares. Su participación en el total de los montos vigentes en contratos de derivados OTC a nivel mundial creció del 2% al 10% (véase el cuadro 1).

En lo referente a la desregulación del sector financiero, a inicios de la década de 1990 el Sistema de la Reserva Federal (FED) de los Estados Unidos había autorizado la remuneración de las cuentas corrientes por parte de los bancos comerciales. Ello permitió que estos bancos empezaran a competir con las instituciones de ahorro y préstamos (*Savings & Loans*) en términos de captación de depósitos, pero también implicó que esas instituciones tuvieran que empezar a asumir los mismos riesgos que los bancos comerciales. A fines de la década de 1990, la FED abolió el requerimiento que exigía a los bancos especializarse como bancos comerciales, bancos de inversión o cajas de depósito, permitiéndoles realizar todo tipo de operaciones. Esta medida, si bien hizo posible mantener el desarrollo del sistema financiero del país, se adoptó en un contexto de aprendizaje de negocios acerca de los cuales los bancos no tenían suficiente experiencia. Finalmente, la desregulación financiera limitó el poder de la FED para controlar la oferta de crédito, dejando la tasa de los fondos federales (*federal funds rate*) y la tasa de descuento como únicos instrumentos de política monetaria.

En los años recientes se asistió asimismo a un cambio importante en el funcionamiento del mercado financiero, desde un modelo de “originar para mantener en cartera” (*originate and own*) a uno de “originar para distribuir” (*originate to distribute*). El nuevo modelo de negocios permitió separar en distintos componentes o fases el proceso de extensión de crédito desde su generación hasta el financiamiento último (Bernanke, 2008). Así, el enfoque de las operaciones de crédito bancarias cambió a un mayor énfasis en la valoración de la transferencia y el arbitraje del riesgo.

La aparición de este modelo de negocios se produjo en el contexto del elevado crecimiento de los derivados

⁵ Londres y Madrid constituyen ejemplos relevantes.

⁶ Los derivados extrabursátiles (*over-the-counter*) son aquellos que se transan a través de las instituciones financieras y que, por lo general, no están estandarizados, en contraposición a aquellos que se transan en los mercados organizados (principalmente en los mercados de bolsas), que están generalmente estandarizados.

CUADRO 1

**Instrumentos financieros derivados extrabursátiles (OTC):
montos vigentes a nivel mundial, por tipo de derivado**
(En miles de millones de dólares, fin de período)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Junio-2008
Divisas	15 666	16 748	18 469	24 475	29 289	31 364	40 239	56 238	62 983
Tasas de interés	64 668	77 568	101 699	141 991	190 502	211 970	291 582	393 138	458 304
Bonos con características de acción (<i>Equity linked bond</i>)	1 891	1 881	2 309	3 787	4 385	5 793	7 488	8 469	10 177
Productos básicos	662	598	923	1 406	1 443	5 434	7 115	8 455	13 229
Derivados de crédito (<i>Credit default swaps</i>)	6 396	13 908	28 650	57 894	57 325
No asignados	12 313	14 384	18 337	25 508	25 879	29 199	39 740	71 146	81 708
<i>Total</i>	95 200	111 179	141 737	197 167	257 894	297 668	414 845	595 341	683 725

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), *Quarterly Review*, varios números.

de crédito en un corto período. Estos instrumentos fueron inicialmente concebidos como mecanismos que permitirían dispersar el riesgo vinculado al crédito a través del sistema financiero. Se suponía que aumentarían la liquidez y la transparencia en este mercado y fomentarían el surgimiento de nuevas herramientas para administrar el riesgo (Kroszner, 2007), permitiendo a su vez separar la función de financiamiento de los créditos de la función de asignación del riesgo ligado a ellos, característica que los hizo muy atractivos para las instituciones financieras. En este contexto, estos títulos incentivaban una mayor toma de riesgos, dado que se podían realizar operaciones que no resultaban rentables antes de su existencia, y se asumía que, si bien las operaciones podrían resultar más riesgosas, el riesgo individual asumido por los agentes financieros sería potencialmente menor debido a la mayor dispersión del riesgo en el mercado financiero (Eichengreen, 2008; Financial Services Authority, 2009). Sin embargo, se reconocía que la complejidad de algunos de estos instrumentos hacía que existieran dificultades relacionadas con su valorización y medición y con la administración del riesgo asociado.

Por consiguiente, se pasó de un sistema en que las instituciones financieras concedían el crédito (se mantenían como generadoras del crédito), evaluaban el riesgo de las operaciones crediticias y luego diversificaban ese riesgo mediante su transferencia parcial a otras instituciones o, a través de la gestión de portafolio, a un sistema en que no se hacían cargo del riesgo asociado al crédito otorgado por ellas mismas. De este modo, el sistema bancario tradicional se transformó en uno cuyo modelo de negocio se basó en la transacción del riesgo en el mercado financiero, por lo que el riesgo en sí mismo pasó a producir ganancias adicionales a las instituciones financieras mediante su venta a inversionistas dispuestos a diversificar sus portafolios con exposiciones a sectores y perfiles de riesgo-rentabilidad que antes no estaban disponibles para ellos.

En este contexto, los bancos dejaron de tener incentivos para evaluar, mitigar y resguardarse ante el riesgo relacionado con este tipo de operaciones, puesto que lo transferían a los compradores de títulos a través de la obligación de deuda garantizada (*collateralized debt obligations* - CDO). Estos se creaban por medio de vehículos de inversión estructurada (SIV, en inglés) que, al ser instituciones separadas de los bancos, permitieron evitar el registro de sus operaciones en los balances bancarios.⁷ Ello hizo posible eludir las regulaciones de

solvencia y liquidez y control del riesgo que se debían aplicar a los bancos y aumentó la falta de incentivos a la correcta medición del riesgo.⁸ Como resultado, la gran mayoría de los compradores de estos títulos no sabían exactamente qué estaban comprando.

En los años recientes tuvo además un gran desarrollo el mercado *subprime*, principalmente en el mercado hipotecario, sobre la base de los altos precios de las viviendas. Este mercado se compone de créditos concedidos a personas con mayor riesgo crediticio —o que, incluso, no son sujetos de crédito—, los que bajo condiciones usuales de aplicación de las normas y las prácticas internas de control del riesgo solo son otorgados a mayores tasas de interés y condiciones más estrictas.

Dada la posibilidad de titularización de estos créditos y de transferir el riesgo asociado a otros agentes en el mercado, estas hipotecas fueron agrupadas por las instituciones financieras transformándolas en títulos que posteriormente se transaron en el mercado con un sello de alta calidad crediticia, pues se suponía que sus riesgos estaban diversificados y eran respaldados por garantías inmobiliarias. A ello se sumó el generalizado optimismo respecto del desempeño de la economía, que se tradujo en una sobrevalorización de los activos inmobiliarios, subestimándose la posibilidad de caídas en sus precios. No obstante, en estos nuevos instrumentos se incluían grupos de hipotecas con diferentes niveles de riesgo, y la correlación de la probabilidad de incumplimiento (*default*) entre ellos era significativa. En suma, la medición del riesgo padecía de graves debilidades y el riesgo de incumplimiento fue subestimado, o era simplemente desconocido (Bernanke, 2008; Rudolph y Scholz (2008).

Varios elementos han sido señalados para explicar las fallencias en la medición, comunicación y administración de riesgos. Por una parte, estos instrumentos eran relativamente nuevos, por tanto la información estadística disponible sobre su comportamiento abarcaba solo períodos de expansión económica. Por otra, los tests de tensión aplicados a los modelos no fueron suficientemente extremos, de modo que los requerimientos de liquidez para hacer frente a períodos de dificultad no eran adecuados (Bazinger, 2008). A su vez, los modelos de precios para estos activos tenían como premisa la existencia continua de señales de precios en los mercados y que estos

⁷ *Structured Investment Vehicles*.

⁸ El registro de las operaciones *off-balance* implica que estas están registradas en las cuentas extrapatrimoniales de las instituciones financieras, con lo cual no están registradas ni en los activos ni en los pasivos de sus balances contables.

últimos mantendrían siempre cierta liquidez, lo que a la postre resultó ser falso (Eichengreen, 2008; Financial Services Authority, 2009). A esto se sumó una notoria falta de transparencia del sistema, con una inadecuada comunicación de los riesgos incurridos, haciéndose muy difícil saber cuál era el real grado de riesgo incurrido por las instituciones financieras y por los inversionistas en este tipo de instrumentos. Agréguese a lo anterior los esquemas de incentivos implementados por las altas gerencias y el rol de las agencias calificadoras de riesgos y de los potenciales conflictos de interés derivados de su actuación.

En este contexto de fuerte expansión crediticia, carencias de regulación y riesgos mal medidos, o simplemente no cuantificados, a mediados de 2007 se generó la alarma en el sistema financiero de los Estados Unidos. La tasa de desempleo, después de reducirse en forma importante, empezó a repuntar sostenidamente. Como consecuencia del alto endeudamiento de las familias y de la percepción de las dificultades para el pago de las hipotecas, el precio de los títulos basados en ellas empezó a declinar. El aumento de la morosidad en el pago de los dividendos en el mercado *subprime* se tradujo en un incremento de los remates judiciales de las casas hipotecadas. La menor demanda de viviendas, junto con la existencia de una amplia oferta, redundó en que los precios de estas empezaran a disminuir. Con ello se interrumpió bruscamente el círculo vicioso que había elevado artificialmente el valor de las casas, la riqueza financiera, la expansión del crédito y de las utilidades y los balances de numerosas instituciones financieras (bancarias y no bancarias), dando lugar al fenómeno inverso y detonando la crisis.

Esta sucesión de eventos demostró que los bancos habían concedido esos créditos sobre la base de activos inflados en su precio. Por ello, cuando el valor de los

activos bancarios (créditos e inversiones financieras) comenzó a desplomarse, también se redujo el capital, el que muchas veces desapareció debido al abultadísimo apalancamiento, en particular en el caso de los bancos de inversión, actividad que prácticamente desapareció en menos de un mes. Varias instituciones que respaldaban las hipotecas afectadas mostraban considerables participaciones de mercado y fueron apoyadas mediante programas de salvataje (Bear Stearns, AIG, Fannie Mae, Freddie Mac). Estos sucesivos rescates dieron pábulo a comportamientos especulativos y las autoridades estimaron que se había exacerbado el riesgo moral por parte de las instituciones en falencia. Por ello, luego de una ardua negociación destinada a evitar la quiebra del banco de inversiones Lehman-Brothers, estas cambiaron de actitud y decidieron no intervenir. Ello precipitó la falencia de ese banco y desató el pánico, pues se disiparon las expectativas de una garantía implícita de rescate.

La alta probabilidad de que se produjera un problema de contagio y de quiebras, debido a la baja confianza y a la incertidumbre vinculada a la extensión de la crisis hipotecaria *subprime*, terminó materializándose a fines de septiembre de 2008. Como resultado, se contrajo la liquidez en los mercados internacionales, las tasas de interés del mercado interbancario aumentaron en forma importante, y se asistió a una deflación generalizada de los activos financieros en los mercados internacionales en las primeras semanas de octubre, con caídas importantes en los precios de las acciones y de los productos básicos. Puesto que no se conocía la exposición al riesgo de los otros agentes financieros, los bancos prefirieron no prestar sus fondos, lo que generó una significativa ausencia de liquidez en los mercados interbancarios nacionales e internacionales, que derivó en la contracción del crédito. Con ello, la crisis financiera llegó finalmente al sector real y a los países en desarrollo.

III

Algunas lecciones de la actual crisis financiera para América Latina y el Caribe

La evidencia histórica, así como el análisis de la naturaleza esencialmente frágil de los sistemas financieros, señalan que las crisis originadas en estos forman parte indefectible del proceso de crecimiento. Eliminarlas completamente implicaría inhibir la toma de riesgos

que es consustancial al progreso, la innovación y el desarrollo económico. ¿Qué lecciones aplicables a América Latina y el Caribe podemos sacar de esta crisis para así reducir su ocurrencia y aminorar sus efectos cuando sucedan?

Los sistemas financieros de la región están lejos de mostrar la sofisticación de los de aquellos países en los que se origina la actual crisis y su grado de bancarización es considerablemente más bajo. En particular, en nuestra región no está presente la complejidad de la estructura de generación y captación de financiamiento característica de países desarrollados —con una multiplicidad de agentes que median entre los ahorrantes o inversionistas financieros y el inversionista real o el usuario final del crédito—, aunque ciertos componentes se aprecian en algunos casos (Chile, Brasil, México y, en menor grado, Colombia) (véase el gráfico 1). Así, los mercados de capitales, y en especial los segmentos de mercados de derivados y de instrumentos titularizados, muestran escaso desarrollo, o son inexistentes.

Escapan en cierta medida a esta generalización aquellos países en que ha habido un desarrollo significativo de inversionistas institucionales —tales como fondos de pensiones y compañías de seguros de vida— a consecuencia de reformas de los sistemas de pensiones. A su vez, el desarrollo de compañías titularizadoras de crédito es muy reciente.

De este modo, el sistema financiero de la región sigue dominado por la presencia de bancos comerciales que retienen en cartera una parte significativa del riesgo que originan sus colocaciones y emplean un sistema de fondeo sustentado básicamente en depósitos, colocaciones de bonos de carácter estandarizado y, en ciertos casos, acceso a recursos del sistema financiero internacional.

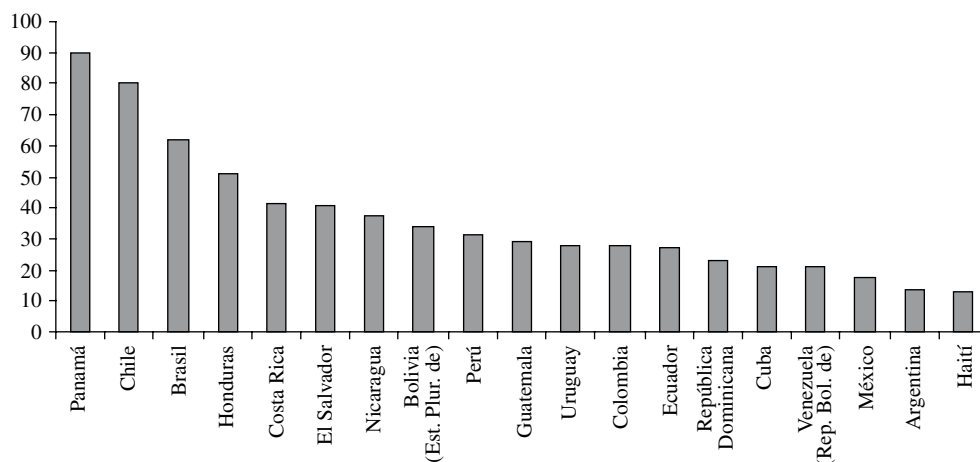
No obstante que ello derive posiblemente en un menor grado de eficiencia para transformar el potencial de ahorro en financiamiento para el crecimiento y el desarrollo, esta menor complejidad ha contribuido a que en la presente coyuntura los sistemas financieros de la región no hayan mostrado en un grado comparable los síntomas y fallas que originaron la actual crisis en varios mercados de países desarrollados. Probablemente, la influencia directa más palpable para los bancos de la región se dio en aquellos casos en que su fondeo descansaba en forma importante en recursos de corto plazo provenientes del exterior.

A su vez, se han realizado evidentes progresos en la regulación bancaria, sobre todo a partir de la adopción por varios países de las recomendaciones del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, conocidas como Acuerdo de Basilea I, pero su implementación varía caso a caso.⁹ Dichos progresos se deben en parte a las pasadas experiencias de crisis financieras en América Latina y al propósito de evitar los elevados costos que estas conllevaron, tanto en términos de caídas de la actividad económica como de los importantes montos de recursos fiscales que fueron comprometidos en el salvataje de los bancos. Así, en principio, en relación con episodios críticos previos, las instituciones

⁹ Los Estados Unidos no han adherido plenamente a estas recomendaciones.

GRÁFICO 1

América Latina: crédito interno al sector privado
(Saldos a fin de año, como porcentaje del PIB)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

bancarias de la región se encuentran en un mejor pie de solvencia para hacer frente a fluctuaciones en la actividad económica.

Sin embargo, la regulación pone su acento en aspectos de suficiencia del capital, provisiones por pérdidas y normas sobre liquidez y descalses de monedas y plazos para un banco considerado individualmente. Escapan a este énfasis precisamente aquellos aspectos característicos que han estado tras las crisis sistémicas, incluida la actual: el crecimiento sostenido del crédito agregado y alzas continuadas de precios de activos y la concentración del crédito en ciertos segmentos del mercado, rasgos todos indicativos de una ingente acumulación de riesgo sistémico.¹⁰ Recientemente, desde el mismo Comité de Basilea, así como de autoridades responsables de la estabilidad de sus sistemas financieros, han surgido propuestas que apuntan precisamente a tomar en cuenta esos aspectos agregados que subyacen en las crisis financieras sistémicas, abriendo así el campo incipiente de la regulación prudencial macrofinanciera.¹¹ Diferentes autoridades reguladoras y de gobierno han aceptado, implícita o explícitamente, la necesidad de un nuevo enfoque.¹² No obstante, todavía queda por dilucidar la mejor manera de implementar indicadores financieros que posibiliten este tipo de regulación y reglas aplicables en caso de que —aun cuando las instituciones tomadas individualmente se encuentren cumpliendo con sus límites de riesgo— un sector se torne riesgoso para el sistema en su conjunto.

Con respecto a la región, cuatro esferas del debate entregan importantes resultados, aunque provisorios: i) los aspectos macroprudenciales orientados a prevenir las crisis; ii) el mejoramiento de la regulación prudencial de las instituciones financieras a fin de reducir la prociclicidad de su comportamiento; iii) la ampliación del ámbito de la regulación; y iv) ciertos conflictos de interés que afectan a la divulgación fidedigna y oportuna de los niveles de riesgo que asumen las instituciones financieras.

¹⁰ Entendemos por riesgo sistémico la probabilidad de que la falencia o dificultades de una institución financiera se traduzcan en una severa disrupción de los mercados y sistemas de pagos, ocasionando la falencia de otras instituciones, tanto en la esfera financiera como en el resto de la economía. La importancia sistémica de una institución no se remite solo a su tamaño (Ej.: participación de mercado) sino que también toma en cuenta el papel que esta desempeña, por ejemplo, en la cadena de pagos o en el proceso crediticio en su conjunto.

¹¹ Véanse, por ejemplo, White (2008) y Borio y Shim (2007).

¹² Véanse Financial Services Authority (2009) y las propuestas realizadas por el Gobierno de los Estados Unidos en torno de la reforma del régimen de regulación financiera.

1. Aspectos macroprudenciales

Las significativas expansiones del crédito y alzas sostenidas en los precios de ciertos activos, que han precedido a varias crisis financieras, han dado pie a un debate en torno del rol de la política monetaria frente a la acumulación de signos de una burbuja en ciernes. El tema central ha sido en qué medida la política monetaria debiera orientarse a desactivar los mecanismos conducentes al auge en los precios de los activos y cómo esta nueva orientación de la política se integra con los objetivos convencionales: mantener bajo control la inflación y la estabilidad del empleo.¹³ Algunos autores plantean que una de las condiciones que justificarían una intervención de parte de la autoridad monetaria en el mercado de activos es que existan evidencias de una relación de mutua causalidad y retroalimentación entre auges en los precios de activos y el crédito, pero que aun así la política monetaria debiera intervenir solo en la medida en que ese círculo vicioso afecte a los objetivos de control inflacionario y al logro de un nivel de empleo sostenible. En este enfoque, el propósito de prevenir que desarrollos del mercado financiero deriven en crisis sistémicas es considerado más apropiado a las características y herramientas de la política regulatoria (Mishkin, 2008).

En el caso de América Latina y el Caribe, en razón de la naturaleza menos sofisticada de sus sistemas financieros, las crisis financieras sistémicas han tenido en general orígenes diferentes a los señalados para el caso de sistemas financieros más desarrollados, por lo que es necesario considerar este debate desde un punto de vista distinto. Las expansiones de crédito que han derivado en crisis financieras en la región se relacionan más bien con la persistencia de desequilibrios de tipo macroeconómico conducentes a excesos de gasto, tanto públicos como privados, inconsistencias entre las políticas macroeconómicas y los regímenes cambiarios y regímenes regulatorios permisivos que desembocaron en una excesiva toma de riesgos. Algunas veces, lo anterior fue agravado por laxas prácticas en materia de créditos a clientes relacionados con la propiedad o la administración de los bancos.

En varios casos las expansiones crediticias se originaron en significativos inlfujos de capitales externos,

¹³ En varios países de la región se ha tendido a establecer la estabilidad de precios como único objetivo de la política monetaria. Según Mishkin (2008), el mandato del Congreso de los Estados Unidos para la política monetaria es triple: estabilidad de precios junto con el máximo empleos, y moderadas tasas de interés de largo plazo.

en el contexto de regímenes cambiarios fijos y altas tasas de interés domésticas. Las garantías implícitas que genera un régimen cambiario de ese tipo pueden inducir a comportamientos de sobreendeudamiento externo por parte de bancos y otros agentes, acumulando descálces de monedas y originando excesos de gasto que presionan los precios internos, reducen el tipo de cambio real y deterioran el balance externo, lo que finalmente obliga a una devaluación. A partir de allí, los eventos son similares a los de una crisis inducida por una burbuja de precios de activos: la devaluación hace evidente los descálces entre el valor de los activos y pasivos de los bancos y de otros agentes que esperaban recibir la garantía ofrecida por el régimen cambiario, entonces se producen las quiebras de instituciones financieras y la contracción del crédito.

En un plano asociado, aunque sin reflejar necesariamente desequilibrios de orden macroeconómico, la exposición de bancos domésticos a riesgos de fluctuaciones agudas de la liquidez externa, ya sea por la vía de descálces de plazos o de monedas entre sus activos y sus pasivos, también ha sido una fuente de crisis financieras y ha contribuido a agravar aquellas crisis originadas en desequilibrios internos, perturbaciones (*shocks*) externas o en ambos (véase el gráfico 2).

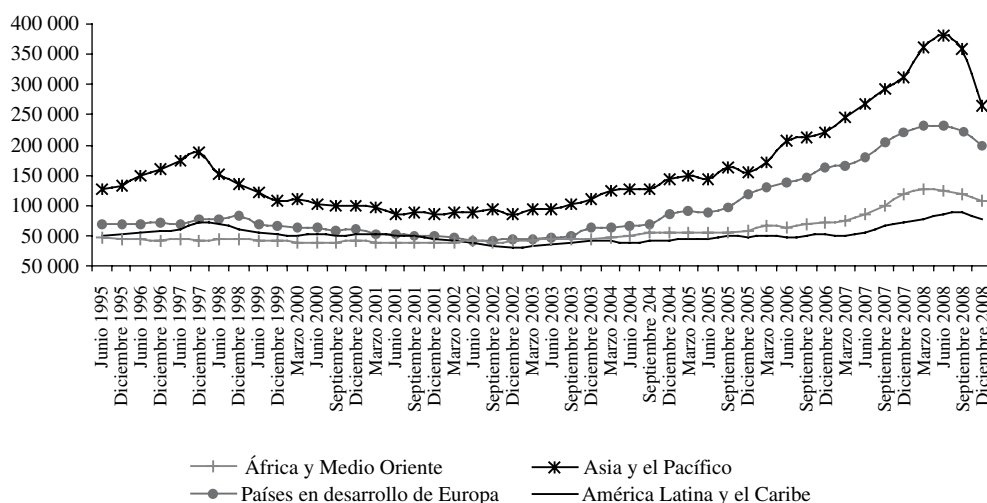
A su vez, al igual que la crisis actual, la experiencia en la región y en otros países en desarrollo señala

asimismo como antecedente de una crisis inminente la significativa concentración del crédito en ciertos segmentos del mercado, en particular el inmobiliario (residencial y comercial), lo que origina una sobreinversión en esos sectores y siembra así las semillas del colapso en esos sectores y de los bancos. Dicho comportamiento se explica en parte por la incapacidad de los agentes financieros individuales para evaluar los riesgos de mercado causados por la concentración del crédito a nivel agregado, centrandose su interés casi exclusivamente en los riesgos de la cartera propia de créditos. Tras ello subyace un excesivo optimismo respecto de su capacidad para deshacer posiciones de cartera ante posibles dificultades, como más adelante se señala.

La concentración del crédito tiene tres dimensiones adicionales que han sido fuentes relevantes de quiebras de instituciones financieras y crisis sistémicas. La primera es la existencia de instituciones bancarias muy grandes en relación con el tamaño de las economías, y cuya quiebra puede llegar a representar una amenaza sistémica. La segunda amenaza de ese tipo es una elevada exposición bancaria a los riesgos de falencias de algunos grandes clientes. Por último, también ha estado en el origen de crisis en América Latina la concesión de crédito a partes relacionadas con la propiedad o administración de los bancos. Las políticas preventivas de este tipo de crisis claramente no están en el ámbito monetario, definido en

GRÁFICO 2

Obligaciones externas de bancos de países emergentes con bancos que reportan al Banco de Pagos Internacionales
(En millones de dólares)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del Banco de Pagos Internacionales.

su sentido más estrecho, situándose algunas en el campo de la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y otras en el de las políticas prudenciales o regulatorias y de la competencia en el mercado.

Así, en varios países se ha optado por regímenes cambiarios que evitan las garantías implícitas, de modo tal que los agentes internalicen el riesgo de su exposición externa, previniendo de esta forma comportamientos de gasto no sostenibles. Esta es posiblemente una de las principales medidas para prevenir la aparición de crisis originadas en un excesivo optimismo con respecto a la capacidad de acceder a recursos externos. Ello, no obstante, puede ser un disuasivo insuficiente en contextos de elevada liquidez externa y bajas tasas de interés en los principales centros financieros mundiales, tal como se observó hasta hace poco. La mayor tolerancia al riesgo, así como un posible relajamiento del rigor regulatorio durante las fases de auge económico y amplia liquidez global, pueden conducir a una subestimación de las posibilidades de reversión de escenarios externos favorables.¹⁴

De este modo, aunque en el régimen cambiario se eviten garantías implícitas, la sobreexposición externa de bancos, empresas y otros agentes puede empinarse a niveles no sostenibles o riesgosos. La responsabilidad de la autoridad reguladora pertinente (el regulador bancario o el regulador responsable de la supervisión de instituciones que hacen oferta pública de valores) consiste en este caso en elevar la transparencia de los riesgos incurridos por esas instituciones, tanto en términos individuales como del sistema en su conjunto y, además, hacer presente los riesgos mediante advertencias, tales como exigir que en la información periódica se incluya el resultado de tests de tensión en que se estimen, mediante metodologías conocidas, los efectos patrimoniales y las necesidades de liquidez y capital ante escenarios externos menos propicios.

A su vez, reconociendo que las expansiones sostenidas del crédito han estado entre los factores causales de crisis financieras, recientemente han cobrado nueva relevancia medidas de control del apalancamiento global de una institución financiera como complemento de las regulaciones que determinan los requisitos de capital. Estas se discuten en la sección siguiente.

Un incremento sostenido de la concentración del crédito en ciertos segmentos de mercado acrecienta el

riesgo sistémico, por cuanto, aun cuando cada institución individual muestre indicadores de liquidez y de provisiones por pérdidas esperadas aparentemente suficientes para cubrirlas, ello puede no ser válido para el conjunto de ellas, debido a que subyace una falacia de composición. En efecto, en el caso de una perturbación (*shock*) en ese mercado, varias instituciones demandarán liquidez simultáneamente para hacer frente a sus pasivos (depósitos y otras captaciones). Si esa mayor demanda por liquidez se traduce además en que los bancos recurran a la venta de parte de sus inversiones en otros instrumentos y en restricciones crediticias, las pérdidas de valor podrían extenderse a otros segmentos de mercado, de modo que la liquidez y las provisiones iniciales podrían no ser suficientes. Es entonces aconsejable que el regulador realice, sobre la base de las exposiciones totales, tests de tensión para el conjunto del mercado y, cuando ello indique potenciales demandas de liquidez consideradas elevadas, utilice normas prudenciales para contener el crecimiento del crédito en ese mercado.

Las normas prudenciales han reconocido el riesgo que representa para las instituciones financieras la exposición a grandes deudores y partes relacionadas con la propiedad, la administración o ambas de dicha institución, por lo que se han establecido límites cuantitativos para esos créditos. Desafortunadamente, no se encuentra disponible un diagnóstico fundado con respecto a cuán efectiva ha sido la implementación en América Latina de dichas normas o de otras tendientes a reducir esos riesgos. No obstante, aún resta mucho por hacer en materia de entrega de información periódica y pública respecto del nivel de riesgo implícito en las carteras de los bancos y de otras instituciones de importancia sistémica. Ello representa un serio atraso, dado que la capacidad de los sistemas financieros para movilizar eficientemente el ahorro descansa en forma crítica en el conocimiento que tengan los agentes respecto de los riesgos incurridos al depositar esos ahorros en los bancos o al comprar valores (bonos y acciones u otros instrumentos) emitidos por ellos. Además, esa transparencia actúa como un factor adicional de disciplina para los bancos, contribuyendo a un comportamiento de crédito más cauto, bajo amenaza de que sus depositantes e inversionistas pierdan la confianza en ellos si asumen posiciones muy riesgosas. Así, tanto en este caso como en lo relativo a todos los riesgos de cartera es deseable que como mínimo se informe en forma periódica, fidedigna y oportuna, de modo tal que los depositantes e inversionistas estén conscientes de los riesgos asumidos y por esa vía se promueva la disciplina del mercado.

¹⁴ Borio y Zhu (2008) exploran la relación entre el ciclo económico y la percepción del riesgo y argumentan que esta relación procíclica ha adquirido recientemente una mayor incidencia en la génesis de crisis financieras.

Finalmente, las normas relativas a la promoción de la competencia, así como aquellas referentes a la entrega y revocación de licencias bancarias, la entrada de bancos extranjeros y la fusión de instituciones financieras, entre otras regulaciones atinentes a la concentración de mercado, forman parte de los aspectos que igualmente muestran un bajo desarrollo en la región cuando se los examina desde el punto de vista de la estabilidad del sistema financiero.

2. Reducción de la prociclicidad del sistema financiero

Como ha sido ampliamente reconocido, el comportamiento procíclico de los sistemas financieros es uno de los factores causales y agravantes de las crisis. Dos órdenes de problemas se destacan para el regulador en este ámbito: el comportamiento de los agentes de mercado ante el riesgo a lo largo del ciclo y el grado en que ciertas normas prudenciales podrían acentuar el carácter procíclico del sistema.¹⁵

Los mercados financieros están gobernados por el comportamiento de las expectativas de rentabilidad futura, que han demostrado ser demasiado optimistas en las fases ascendentes, aumentándose la tolerancia al riesgo de los agentes, y excesivamente pesimistas y adversas al riesgo durante las declinaciones del mercado. Con ello, el crédito y la liquidez suelen mostrar comportamientos que acentúan las fluctuaciones cíclicas.¹⁶ Sin pretender agotar las explicaciones para ello, una de las áreas de fallas es la percepción del riesgo por parte de los agentes. Como se ha señalado con frecuencia, en la medida que no consideran debidamente los efectos sistémicos de una excesiva expansión del crédito y del eventual colapso de la burbuja, los agentes sobrestiman su capacidad para cambiar sus exposiciones al riesgo (es decir, su capacidad para transferirlo a otros antes de dicho colapso) y subestiman sus necesidades de liquidez, pues no consideran escenarios de crisis sistémicas. La falacia de composición es evidente y se manifiesta en pronunciadas caídas de precios de activos y aguda demanda por liquidez al desencadenarse una crisis. A su vez, los efectos del aumento de la tolerancia al riesgo durante las fases de alzas son agravados por sistemas de

incentivos que premian la rentabilidad de corto plazo, lo que induce a la emulación de comportamientos riesgosos y tiende a deteriorar la gobernabilidad de las instituciones, relajando controles internos que teóricamente debieran mitigar la toma de riesgos.

En el plano de normas regulatorias que pueden acentuar la prociclicidad, se destacan la medición del riesgo a partir del comportamiento de corto plazo de la cartera, con el propósito de establecer provisiones por pérdidas esperadas, y la aplicación del *ratio* entre el patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo, como medida de adecuación del capital regulatorio.^{17, 18}

Según la normativa vigente en varios países de la región, las provisiones —que son imputaciones de costos que afectan al resultado o rendimiento de la cartera— deben constituirse según la categoría de cumplimiento en que se encuentren los créditos. Por ejemplo, un crédito que registra atrasos por más de determinado lapso de tiempo debe ser catalogado como incobrable y ocasionar una provisión, reconociendo una pérdida por el 100% de su valor. Al contrario, créditos sin atrasos actuales ni previos no originan costos adicionales de cartera, es decir, no generan pérdidas esperadas y por ello no causan provisiones. Desde luego, existen categorías intermedias de cumplimiento de crédito que dan origen a provisiones entre 0% y 100% del crédito y, en ocasiones, también según la calidad y nivel de garantías ofrecidas, que afectan su recuperabilidad. En la gran mayoría de los casos esas provisiones se establecen sobre la base del comportamiento observado (en contraste con el esperado) de la cartera y, como la evidencia demuestra ampliamente que el cumplimiento de crédito es procíclico, ellas tienden a reducirse durante las fases de auge y a incrementarse en las descendentes.¹⁹ Con ello, dado que con esas provisiones se procura reflejar costos de cartera incurridos (por ejemplo, no se refieren a costos esperados), la rentabilidad del otorgamiento de créditos que percibe el banco se eleva en las fases de alza. A su

¹⁵ Véanse, por ejemplo, Rochet (2008), Bikker y Metzmakers (2002), Gordy y Howells (2004) y Taylor y Goodhart (2004).

¹⁶ En justicia, debe señalarse que este comportamiento eufórico/depresivo no afecta solo a agentes privados. El comportamiento del gasto público y las expectativas salariales también suelen mostrar características procíclicas.

¹⁷ El patrimonio efectivo se define como Capital y reservas + Bonos Subordinados + Provisiones - Inversión en sociedades - Capital asignado a sucursales en el exterior. A su vez, el denominador corresponde a la suma ponderada de todos los activos. Las ponderaciones son fijas y se definen (en Basilea II) según categorías genéricas de riesgo, que van desde 0% para los activos líquidos libres de riesgo hasta 100% para aquellos menos líquidos y sujetos de riesgo.

¹⁸ En la literatura suele distinguirse entre este capital regulatorio y el capital "económico". Este último es aquel nivel de capital efectivamente mantenido por los bancos, que por motivos de precaución suele exceder al capital dictado por la norma.

¹⁹ Puede existir cierto desfase entre el aumento del riesgo de la cartera y las provisiones, puesto que los bancos podrían decidir tener un exceso temporal de provisiones. Ello, no obstante, conlleva un costo.

vez, en la medida que en esa etapa se subestiman las probabilidades de pérdidas durante el ciclo completo, se sobrestiman las rentabilidades de mediano o largo plazo, lo que, dado un sistema de incentivos basado en indicadores de corto plazo, refuerza el comportamiento expansivo y viceversa. En suma, en las fases expansivas del ciclo baja el costo de generar créditos (entre ellos, las provisiones), lo que alienta su expansión, en tanto que este costo sube durante las fases declinantes y termina induciendo una contracción crediticia.

En diversos análisis se señala que la nueva propuesta de acuerdo de capital, actualmente en discusión (Basilea II), tendería a agudizar aún más este comportamiento procíclico, ya que vincula en forma más estrecha al capital regulatorio con el riesgo de la cartera. Otros analistas, si bien aceptan esta posibilidad, señalan que en la modalidad del Acuerdo que permite a los bancos emplear sus propios modelos de riesgo de crédito para efectos de determinación de sus necesidades de capital, ellos tenderían a reflejar de mejor manera el comportamiento del riesgo durante todo el ciclo. A la luz de la experiencia relativa al comportamiento de la tolerancia ante el riesgo y de los controles internos que debieron evitar una sobreexposición durante las fases precedentes que condujeron a la actual crisis, esta afirmación parece más un deseo que una posibilidad realista, más aún para el caso de instrumentos nuevos cuyas características de riesgo no son suficientemente conocidas.

La crisis actual evidenció el rol crucial desempeñado por el comportamiento de la liquidez, tanto en la fase de acumulación de riesgos sistémicos, como en la eclosión de la crisis y su trasmisión al resto de la economía. En la fase de liquidez abundante los agentes pudieron tomar y deshacer posiciones con relativa facilidad, lo que les permitió asumir mayores riesgos de plazo —usando fondos de corto plazo para mantener posiciones de largo plazo—, confiando en que, en caso de que se necesitara mayor liquidez, esta se obtendría fácilmente vendiendo activos en un mercado amplio y fluido.^{20, 21} Nuevamente, la falacia de composición se hizo evidente en la fase crítica y varios mercados, que previamente eran líquidos, prácticamente desaparecieron

en un plazo muy breve o se mantuvieron en bajos niveles de operación, acentuando con ello la incertidumbre y la contracción del crédito a nivel global. En otras palabras, la liquidez de mercado reveló en este episodio su carácter procíclico y sistémico.

Las propuestas para enfrentar el fenómeno de la prociclicidad de ciertas normas son variadas, siendo la más conocida la de las “provisiones estadísticas” introducidas por España en 2000. Estas se basan en la estimación de las probabilidades de incumplimiento de crédito sobre la base del comportamiento típico durante el ciclo completo. De este modo, durante las fases iniciales de un auge de crédito, en que típicamente el incumplimiento es menor que el promedio durante el ciclo completo, el costo del crédito causado por las provisiones permanece constante en lugar de reducirse, con lo cual no existe un impulso adicional para la expansión crediticia. Del mismo modo, durante las fases descendentes del ciclo, este costo de mantiene constante en lugar de subir, contribuyendo a evitar una excesiva contracción del crédito.

Más allá de las objeciones levantadas en su contra, solo al término de la actual crisis será posible realizar una apreciación de la efectividad de esta medida para aminorar las prociclicidad del crédito.²² Una apreciación a priori es que, si bien pudo haber contribuido a reducir esta prociclicidad, no habría sido suficiente para evitar la sobreextensión del crédito, en vistas de que el sistema financiero de ese país en su segmento hipotecario también se ha visto afectado por fenómenos parecidos a los subyacentes en la crisis de otros países desarrollados. Asimismo, la aplicabilidad de esta medida a la región aún debe ser evaluada, pues los ciclos serían más cortos y variables que en países desarrollados.

Respecto del capital, las propuestas son más diversas. Con el fin de reducir la prociclicidad de la actual norma para el capital, se ha propuesto emplear, en forma complementaria a la actual regulación, un

²⁰ Véase Financial Services Authority (2009) donde se presenta evidencia del significativo incremento en esta transformación de plazos durante la fase precedente a la crisis.

²¹ En la literatura esta forma de visualizar la estrategia para lograr liquidez se denomina “posibilidad de comercialización” (*liquidity through marketability*) a objeto de diferenciarla de aquella visión en que se enfatiza la necesidad de que la cartera de activos incluya títulos financieros seguros y muy líquidos, tales como bonos del gobierno o títulos emitidos por el banco central.

²² Las críticas a esta medida se basan en consideraciones de naturaleza contable, tributaria y de gobernabilidad corporativa. Desde el punto de vista contable, las provisiones son cargos por costos *causados* (aunque no pagados aún) en el presente. Basar las provisiones en probabilidades de futuros impagos es imputar cargos por costos no causados aún, y por ello, no correspondería hacerlo. A su vez, desde el punto de vista de la autoridad tributaria, la reducción en las utilidades tributables que conlleva anticipar costos por futuros incumplimientos es un artilugio que permite el arbitraje tributario intertemporal que reduce el valor presente de los flujos de impuestos. Por último, desde el punto de vista de los accionistas, en especial si la propiedad se encuentra muy dispersa, las provisiones anticipadas aminoran los dividendos y constituyen una fuente de recursos con las que la administración puede emprender planes de expansión sin echar mano a levantar recursos del mercado, lo que debilitaría la disciplina que este podría ejercer sobre la institución.

límite al apalancamiento sobre la base de la razón entre el núcleo de recursos propios (*core capital*) o capital de nivel 1 (*tier 1 capital*) y los activos brutos, es decir, sus créditos, pero esta vez sin ponderarlos por riesgo (Financial Services Authority, 2009).²³ Se argumenta que esta es una medida más robusta de la solvencia de una institución financiera y a la vez menos procíclica que el criterio aplicado actualmente (la razón entre el capital y los activos ponderados por riesgo). Por una parte, bajo situaciones de crisis, el riesgo de numerosos activos se incrementa; en consecuencia, para restaurar la razón entre el capital y los activos ponderados el primero debiera incrementarse o el segundo debiera contraerse. Dado que bajo situaciones de crisis es difícil obtener capital, el resultado es una reducción de activos, es decir, una contracción crediticia procíclica. La medida complementaria propuesta, en cuanto excluye a las ponderaciones por riesgo y exige cierto porcentaje de capital sobre todos los activos, podría traducirse primero en un mayor nivel de capital requerido (lo que refuerza la solvencia) y, en segundo lugar, en una menor sensibilidad respecto del nivel de riesgo, aminorando así la prociclicidad de la regulación.

Antes de la aplicación del Acuerdo de Basilea II por parte de varios países de la región, el capital regulatorio se determinaba en muchos casos empleando conceptos similares a la medida propuesta. Sin embargo, ello no evitó completamente los comportamientos procíclicos del crédito, lo que evidencia que el avance en esta área será el resultado de un conjunto de políticas, tanto de carácter regulatorio como referidas al régimen macroeconómico vigente.

Una segunda propuesta consiste en requisitos dinámicos de capital, crecientes en las fases de expansión del crédito y menores durante las declinantes. Con ello se procura reconocer que es en el curso de las fases iniciales donde se acumula el riesgo de crédito, no obstante que este se materialice en las fases declinantes del ciclo. Con la variabilidad dinámica de los requisitos de capital el comportamiento procíclico del crédito se aminoraría, debido a que el costo de generarlo (la captación de nuevo capital) subiría en las fases ascendentes del ciclo. Para algunos esta propuesta es sumamente peligrosa, ya que es precisamente durante las fases descendentes que se requiere de un alto grado de capitalización de los bancos, como lo demostró la solución a la emergencia

bancaria en Europa y los Estados Unidos. De otro modo, la confianza en la solvencia del sistema se deteriora gravemente y podría derivar en su paralización, tal como ocurrió en la actual crisis.

Un tercer orden de propuestas se orienta a lidiar con la incertidumbre que afecta a la solvencia de los bancos en momentos de crisis, lo que exacerba los denominados “riesgos de contrapartida” o riesgos de crédito.²⁴ El objetivo es reducir esa incertidumbre para así moderar o evitar una contracción crediticia desordenada al fin del ciclo. Algunos han propuesto establecer un seguro de capital, de tal modo que al materializarse determinados eventos indicativos del peligro de una crisis financiera, el capital de los bancos sea complementado por dicho seguro para poder hacer frente a las pérdidas; así, la obligación de cumplir con los requisitos de capital no se traduciría en una contracción procíclica del crédito (Kashyap, Rajan y Stein, 2008).

Los propios autores de esta propuesta han levantado observaciones similares a aquellas que, en su momento, se hicieron a las líneas de crédito contingentes establecidas por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Un arreglo de este tipo debiera ser aplicable en forma obligatoria a todos los bancos de importancia sistémica, pues todos tenderían a evitar ser los primeros en adoptar esta alternativa, dado que podría interpretarse por el mercado como una señal de debilidad. A su vez, un seguro podría dar origen a riesgo moral, exacerbando la probabilidad de crisis. También es preciso determinar quién sería ese agente asegurador, ya que el monto de recursos necesarios durante una crisis sistémica puede ser considerable.

Finalmente, en materia de liquidez el debate recién se inicia y se anticipa que la regulación de ese aspecto cobrará incluso mayor importancia que aquella referida al capital, adoptando medidas que tenderán a restringir la transformación de plazos, reduciendo la estructura de plazos entre activos y pasivos. Ello, si bien tiene un costo en términos de la capacidad para apoyar emprendimientos de largo plazo, ofrece el beneficio de promover un sistema financiero más estable, con positivas consecuencias para el crecimiento de largo plazo.

En suma, la forma de enfrentar la prociclicidad del sistema financiero es un desafío aún pendiente de solución en el mundo y la aplicabilidad de las propuestas a la región debe ser cuidadosamente evaluada. Esto

²³ El *core capital* o *tier 1 capital* se refiere a aquella parte del capital regulatorio que es directamente aportada por los accionistas. Una aproximación a este (ya que las definiciones varían caso a caso) es el Patrimonio Efectivo, excluidos los bonos subordinados.

²⁴ Este riesgo afecta particularmente a la liquidez durante episodios de crisis y se refiere a la probabilidad de incumplimiento en operaciones en el mercado interbancario y con otros agentes con los que se realizan operaciones de financiamiento e inversión.

también se aplica a las propuestas en orden a revisar los requisitos de liquidez, orientadas a evitar los episodios de liquidación desordenada de activos financieros que deterioran aún más su precio y exacerbaban la contracción crediticia (Financial Stability Forum, 2008; Bazinger, 2008; Rochet, 2008; Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, 2008). Estas propuestas podrían acarrear ciertos costos para la industria financiera (al requerirse más capital, por ejemplo) y una merma en su capacidad para apoyar mediante recursos de corto plazo el financiamiento de emprendimientos de largo plazo. No obstante, un sistema financiero más estable es una contribución muy relevante para el desarrollo. Como la CEPAL ha señalado en muchas ocasiones, la variabilidad económica es uno de los principales factores tras el bajo crecimiento que por varios años caracterizó a la región.

3. La ampliación de los ámbitos de la regulación y la revelación fidedigna de los riesgos

Como ya se señaló, uno de los elementos causales de la actual crisis radica en la inadecuada revelación de la exposición al riesgo de los bancos y la elusión de la regulación mediante el uso de operaciones fuera de balance. Así, una de las lecciones que se desprenden es precisamente que los bancos deben transparentar la exposición a los riesgos que ofrecen esas operaciones y que la regulación debe abarcar a toda institución con potencial de riesgo sistémico.

Es necesario determinar en qué grado las instituciones bancarias de América Latina y el Caribe están efectivamente revelando su exposición al riesgo, tanto de operaciones fuera de balance como de aquellas incluidas en este. Como se dijo antes, a priori la entrega de información periódica relativa al riesgo de la cartera es insuficiente en la región. Incluso, aún no se encuentra suficientemente difundida la práctica de publicar periódicamente indicadores del nivel de riesgo promedio de las carteras de los bancos (por ejemplo, niveles de morosidad, riesgo ponderado de la cartera), condición considerada como indispensable para que los depositantes posean información acerca de los riesgos que asumen y, de esa forma, reducir la garantía implícita del Estado.

A su vez, en varios países el desarrollo financiero también ha ido acompañado de la aparición de nuevos intermediarios que contribuyen a elevar la eficiencia del sistema, pero que también conllevan nuevos riesgos. Así, han aparecido instituciones cuyos propósitos son realizar inversiones financieras, administrar portafolios de terceros o ambos. En ciertas ocasiones estas sociedades de inversión realizan ofertas públicas de valores, quedando

sujetas a la regulación de la autoridad responsable de esa área. En otros casos su fondeo no descansa en recursos captados del público, por lo que son regulados en forma muy liviana o simplemente quedan fuera de toda supervisión ya que no comprometen la fe pública. No obstante, como se desprende dramáticamente de la presente crisis en los Estados Unidos, las fallas en la supervisión de algunas de estas instituciones, que habían alcanzado tamaños suficientes para ofrecer potenciales riesgos sistémicos, contribuyeron a agravarla aún más.

Al igual que en países desarrollados, en la región han aparecido instituciones de crédito en ámbitos no regulados y que, en virtud del tamaño alcanzado, son fuente de riesgo sistémico. Es el caso de las tarjetas de crédito emitidas por casas comerciales y supermercados (que no se definen como instituciones financieras), que han cobrado gran relevancia como fuente de crédito, en especial para segmentos de menores ingresos. Estas instituciones operan básicamente como intermediarias de líneas de crédito obtenidas desde bancos, pero también en ciertos casos recurren a los mercados de capitales local y externo para captar recursos mediante la colocación de bonos. El monto de crédito otorgado directamente por ellas subestima su riesgo sistémico, puesto que su instrumento principal, la tarjeta de crédito, suele ser empleado también como medio de pago en numerosos negocios de tamaño significativamente menor. Puesto que se trata de casas comerciales, generalmente no están cubiertas por la regulación financiera ni están sujetas a requisitos especiales de capital y de liquidez.

Pese a que sus colocaciones se encuentran diseminadas entre un elevado número de clientes, durante un episodio de recesión la calidad de las carteras de estas casas comerciales podría verse seriamente afectada. Ello se origina en la elevada participación en su crédito de sectores vulnerables, que sistemáticamente son afectados en mayor proporción por las fluctuaciones negativas de la actividad económica. En este caso, la diseminación del crédito no es necesariamente equivalente a la diversificación del riesgo, debido a las correlaciones que existen entre las capacidades de pago de los grupos más expuestos a las variaciones del ciclo.

En síntesis, dado el significativo tamaño alcanzado por este tipo de crédito, los efectos sistémicos de la quiebra de instituciones como las mencionadas no son bajos y pueden afectar al capital de los bancos acreedores y a los tenedores de papeles (bonos y títulos de corto plazo) emitidos por ellas, aunque no necesariamente al público depositante, dado que estas no suelen captar depósitos. El riesgo se centra, en este caso, en la posible interrupción de la cadena de pagos, que se agrava en la medida en

que se encuentre más difundido este instrumento como medio de pago. Ello podría generar una crisis de liquidez cuyos efectos podrían propagarse al resto del sistema y detonar efectos sistémicos.²⁵

De modo similar, en ciertos casos las cooperativas de ahorro y crédito han alcanzado tamaños capaces de generar efectos sistémicos aunque de menor magnitud en comparación con los que se derivarían de la quiebra de un banco de tamaño significativo. No obstante, sus consecuencias suelen recaer en grupos de bajos ingresos, los que típicamente participan en mayor grado en los depósitos de estas instituciones, o en ciertas ciudades o regiones en las que la penetración del sistema bancario es más baja, así como también sobre ciertos grupos de actividades similares (por ejemplo, agricultura, lechería, ahorro habitacional y otros). Tradicionalmente, las exigencias regulatorias de estas actividades financieras han sido mucho menores y su quiebra se ha traducido en pérdidas para los grupos señalados y en usos no planeados de recursos públicos.²⁶

Las objeciones levantadas en contra de mayores medidas regulatorias para este tipo de instituciones se apoyan en gran medida en que estas fuentes de crédito son, en muchos casos, las únicas a las que acceden los grupos de menores ingresos y que las normas de liquidez y requisitos de capital lo encarecerían, excluyendo con ello a esas personas del crédito. Sin embargo, dichos costos deben ser comparados con los negativos efectos que una crisis, sistémica o acotada a ciertas regiones o actividades, puede tener para toda la economía y, en particular, para los grupos de menores ingresos.

Finalmente, continuando con la información fidedigna de las exposiciones al riesgo como una de las

principales líneas de acción para prevenir crisis sistémicas, la supervisión consolidada de conglomerados financieros se encuentra en una etapa muy incipiente en la región. De este modo, no es posible señalar el grado de exposición de los bancos a los riesgos de empresas (financieras y no financieras) componentes del *holding*. Asimismo, los acuerdos de cooperación entre diversos entes reguladores (bancos, seguros y sociedades anónimas) son escasos, de tal forma que la autoridad supervisora no cuenta con una apreciación global del riesgo sistémico que ofrece determinada institución financiera.

4. Conflictos de interés relacionados con la evaluación del riesgo

Como ya se dijo, las fallas en el tratamiento del riesgo crediticio forman parte esencial de la explicación de la actual crisis financiera en países desarrollados. Las carencias en estas áreas se combinaron con una laxitud en la regulación y cambios en el sistema financiero, lo que originó incentivos inadecuados en cuanto al riesgo. A pesar de que, como se mencionó, la naturaleza de los sistemas financieros de la región dista mucho de aquella de los países desarrollados, existen ciertos rasgos comunes que podrían eventualmente derivar en un debilitamiento del monitoreo del riesgo por parte de las autoridades supervisoras en sistemas menos sofisticados.

En primer lugar, es evidente la existencia de un conflicto de interés en el caso de las agencias calificadoras de riesgo cuando estas no solo contribuyen a estructurar los instrumentos financieros, sino que además deben emitir opinión acerca de su calidad crediticia. Lo mismo es válido para el rol desempeñado por las empresas de auditoría externa, que suelen proveer diversos servicios a las instituciones financieras incurriendo, en ciertos casos, en evidentes conflictos de interés en el momento de emitir opinión respecto de sus estados financieros.

El reconocimiento de tales conflictos, luego de las crisis de grandes conglomerados en los Estados Unidos durante los primeros años de la década actual, que —entre otras cosas— determinaron la desaparición de una de las cuatro grandes firmas auditoras a nivel mundial, dio origen a la Ley Sarbanes-Oxley. Esa ley apuntaba en la dirección de promover la independencia de las empresas de auditoría externa con relación a sus clientes, limitando las funciones que pudieran desempeñar respecto de una misma empresa o grupo de empresas relacionadas, como también estableciendo límites acerca de cuán importante, en términos comerciales, puede llegar a ser un determinado cliente para una de estas empresas auditoras.

²⁵ Ese peligro fue reconocido en el caso de Chile, donde se introdujeron ciertas normas regulando las operaciones de crédito de casas comerciales y supermercados. Dada la distinta naturaleza de estas instituciones, se introdujeron dos tipos de normas, según el volumen total del crédito concedido, dejando a las más pequeñas fuera de la regulación. Para aquellas de tamaño mediano, se establecieron solo requisitos de liquidez, porque se estimó que su riesgo sistémico era bajo, pero no insignificante. Para las instituciones mayores, se introdujeron además requerimientos de capital, si bien sustantivamente menores que para los bancos.

²⁶ Un ejemplo reciente del riesgo que representan las actividades de intermediación financiera no reguladas lo constituye la quiebra de varias “pirámides” en Colombia durante la segunda mitad de 2008. Las crisis de estas instituciones informales de ahorro derivaron en pérdidas patrimoniales para grupos de menores ingresos, manifestaciones de inquietud social, e intervención pública en orden a moderar el impacto entre esos grupos. Asimismo, durante la etapa de liberalización del sistema financiero en Chile en los años setenta, que no contó con la regulación y supervisión apropiadas, también surgieron instituciones de financiamiento informal que luego quebraron (Held y Szalachman, 1989; Held y Jiménez, 1999).

En América Latina y el Caribe, las lecciones derivadas de esas crisis no han sido incorporadas en la regulación relativa al papel de las calificadoras de riesgo y las empresas de auditoría externa. Además, la región presenta un rezago en la forma de tratar las transacciones entre empresas relacionadas a través de la propiedad o por lazos de parentesco entre sus dueños y principales ejecutivos. De esta forma, dado el reducido tamaño de algunas economías, persiste el potencial conflicto de intereses que surge cuando existe relación —por alguna de estas dos vías— entre una institución financiera y las empresas que debieran emitir opinión independiente acerca de sus estados financieros o calificar el riesgo de un título financiero.

IV

Conclusiones

Habiendo transcurrido ya más de un año desde la eclosión de la actual crisis financiera en los Estados Unidos, sus causas comienzan a quedar meridianamente claras. De su análisis se desprende que, contrariamente a lo sostenido por una visión optimista de los mercados, los mercados financieros muestran serias fallas de autorregulación. Ello se explica por el papel de las expectativas de rendimientos futuros en su funcionamiento, una elevada presencia de asimetrías y fallas de información y riesgo moral, conflictos de interés y deficiencias en su gobernabilidad, debido a lo cual los mercados financieros son propensos a equilibrios insostenibles, “manías y pánicos” que pueden derivar en crisis sistémicas.

Además, la actual crisis puso en evidencia importantes falacias de composición que subyacen en una visión del funcionamiento de los mercados financieros que no toma en cuenta los aspectos sistémicos del riesgo y de la liquidez de mercado. Es precisamente sobre la base de esas características sistémicas y procíclicas que actualmente se asiste a una importante reformulación de la regulación de los sistemas financieros.

Aunque los sistemas financieros de la región difieren significativamente de aquellos de países más desarrollados, varias lecciones de esta discusión son también válidas —con las necesarias adecuaciones— para la mejor definición de los marcos regulatorios y la buena conducción de la política pública en la región.

En este artículo se han enfatizado aquellas enseñanzas que se desprenden en el ámbito de la regulación de los sistemas financieros, sin perjuicio de la relevancia de

En segundo lugar, recientemente, en el contexto del Acuerdo de Basilea II, se ha propuesto que los métodos internos de los bancos jueguen un rol más importante para definir las características de riesgo de determinados instrumentos, a fin de establecer los requerimientos de capital y las provisiones. A la luz de la experiencia reciente, este es claramente un campo donde los conflictos de interés son agudos y las consecuencias sistémicas pueden ser muy graves, por lo que no debiera descansar solamente en la opinión de agentes privados. Una calificación apropiada de los riesgos de los nuevos instrumentos financieros, caracterizados por una creciente complejidad, requerirá entonces una inversión importante para elevar las capacidades técnicas de los supervisores de los sistemas en la región.

las medidas en el campo macroeconómico orientadas a evitar las crisis financieras y fortalecer la capacidad de la economía para enfrentarlas. En efecto, gran parte de las crisis financieras experimentadas en países de América Latina y el Caribe tienen su raíz en la ejecución de políticas macroeconómicas inconsistentes, que estimularon el excesivo endeudamiento o ambos casos. No obstante, las características procíclicas y sistémicas del sistema financiero y las fallas en la regulación contribuyeron en su momento a agravar los desequilibrios y a acentuar sus efectos.

Las lecciones de la actual crisis que hasta el momento se desprenden para la región en materia de regulación financiera se refieren a aspectos regulatorios internos y se agrupan en cuatro grandes áreas: i) la necesidad de un enfoque macroprudencial complementario del actual enfoque regulatorio; ii) la necesidad de diseñar mecanismos que se traduzcan en una reducción de la prociclicidad de los sistemas financieros; iii) la ampliación del ámbito tradicional de la regulación y supervisión a toda institución que muestre riesgos sistémicos; y iv) ciertos aspectos de la relación entre las agencias calificadoras de riesgo, las empresas de auditoría externa y las instituciones financieras que derivan en un deficiente tratamiento del riesgo.²⁷

²⁷ Los tópicos referentes a cómo enfrentar una crisis una vez que esta se desencadena forman parte de otra discusión que aquí no se aborda.

En todas estas áreas el debate es intenso, pero en América Latina y el Caribe el análisis es muy incipiente. A la luz de los graves efectos, tanto económicos como

sociales derivados de la actual crisis, cobra cada vez mayor relevancia la necesidad de un examen de la situación de la región en las materias aquí abordadas.

Bibliografía

- Banco de Pagos Internacionales (varios números), *Quarterly Review*, Basilea.
- Bazinger, Hugo (2008), "Setting the right framework for modern financial markets. Lessons learned from the recent crisis", *Financial Stability Review*, N° 12, París, Banco de Francia, octubre.
- Bernanke, Ben (2008), Discurso pronunciado en el World Affairs Council of Greater Richmond's Virginia Global Ambassador Award Luncheon (Richmond, Virginia, 10 de abril).
- Bikker, J.A. y P.A.J. Metzmakers (2002), "Banks provisioning behaviour and procyclicality", *Research Series*, N° 50, Amsterdam, The Netherlands Bank.
- Borio, Claudio e Ilhyock Shim (2007), "What can (macro-) prudential policy do to support monetary policy?", *BIS Working Papers*, N° 242, Basilea, Banco de Pagos Internacionales.
- Borio, Claudio y Haibin Zhu (2008), "Capital regulation, risk taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?", *BIS Working Papers*, N° 268, Basilea, Banco de Pagos Internacionales.
- Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (2008), *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales.
- Eichengreen, Barry (2008), "Ten questions about the subprime crisis", *Financial Stability Review*, N° 11, París, Banco de Francia.
- Financial Services Authority (2009), *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, Londres, marzo.
- Financial Stability Forum (2008), *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, Basilea, abril.
- Gordy, M. y B. Howells (2004), *Procyclicality in Basel II: Can We Treat the Disease Without Killing the Patient?*, Washington, D.C., Federal Reserve Board.
- Greenwald, Bruce y Joseph Stiglitz (2008), *A Modest Proposal for International Monetary Reform*, documento presentado en la Reunión de la Asociación Internacional de Economía (Estambul).
- Held, Günther y Luis Felipe Jiménez (1999), "Liberalización financiera, crisis y reforma del sistema bancario chileno: 1974-1999", *serie Financiamiento del desarrollo*, N° 90 (LC/L.1271-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.99.II.G.53.
- Held, Günther y Raquel Szlachman (1989), "Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile: 1974-1988", *serie Financiamiento del desarrollo*, N° 1 (LC/L.522), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Kashyap, Amil, Raghuram Rajan y Jeremy Stein (2008), "Rethinking capital regulation", documento presentado en el simposio "Maintaining Stability in a Changing Financial System", Kansas, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Kroszner, Randall S. (2007), Discurso pronunciado en el Credit Markets Symposium at the Charlotte Branch of the Federal Reserve Bank of Richmond, North Carolina, marzo.
- Machinea, José Luis (2009), "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica", *Revista de la CEPAL*, N° 97 (LC/G.2400-P), Santiago de Chile, abril.
- Manuelito, Sandra, Filipa Correia y Luis Felipe Jiménez (2009), "La crisis sub-prime en Estados Unidos y la regulación y supervisión financiera: lecciones para América Latina y el Caribe", *serie Macroeconomía del desarrollo*, N° 79 (LC/L.3012-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.22.
- Mishkin, Frederic (2008), "How should we respond to asset price bubbles?", *Financial Stability Review*, N° 12, París, Banco de Francia.
- occ (Office of the Comptroller of the Currency) (2008), *occ's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities. Third Quarter 2008*, Washington, D.C.
- Rochet, Jean-Charles (2008), "Procyclicality of financial systems: is there a need to modify current accounting and regulatory rules?", *Financial Stability Review*, N° 12, París, Banco de Francia.
- Rudolph, Bernd y Julia Scholz (2008), "Driving factors of the subprime crisis and some reform proposals", *CESifo DICE Report*, Munich, marzo.
- Taylor, A. y Charles Goodhart (2004), *Procyclicality and Volatility in the Financial System: The Implementation of Basel II and IAS 39*, Londres, London School of Economics.
- White, William (2008), "International governance for the prevention and management of financial crises", discurso pronunciado en la Conferencia del Banco de Francia "Liquidity crisis, capital crisis?", París.