

REGULACIONES MACROPRUDENCIALES Y FUTURAS CRISIS BANCARIAS: UNA LECTURA RETROSPECTIVA¹

Juan Miguel Massot

INTRODUCCIÓN

El presente artículo es un análisis de la regulación macroprudencial desde la perspectiva de la contribución de la industria financiera al crecimiento económico. Su objetivo es obtener una lectura de los nuevos avances en la materia a la luz de los aportes teóricos sobre finanzas y crecimiento, y de las lecciones dejadas por algunas experiencias internacionales previas a la última crisis internacional.²

Primero se presentan críticamente una síntesis de los aportes seminales que vincularon el desarrollo financiero y el crecimiento económico de los países³. A continuación, el vínculo de estas teorías con algunos avances recientes en materia de regulación macroprudencial surgidos de las últimas crisis. Finalmente, algunas reflexiones.

1. BREVES ANTECEDENTES DEL ENFOQUE MACROPRUDENCIAL

De las últimas crisis, y especialmente de la ocurrida en los años 2008 y 2009, han surgido diversas iniciativas para lograr una mayor estabilidad de los sistemas bancarios y financieros nacionales y del sistema financiero internacional (Davis, 2009).

Uno de los enfoques que ha tomado impulso es el enfoque macroprudencial del análisis del riesgo financiero.

¹ Presentado en las XI Jornadas Latinoamericanas y Argentinas Actuariales 2010, Mesa redonda "Crisis Financiera Internacional", Noviembre, Buenos Aires.

² Al concluirse la lectura de este artículo, se podrá concluir que el autor discrepa con la opinión que la última crisis era inconcebible y, por ende, absolutamente inesperada. Sobre esto mismo, véase también del autor sus notas de julio 2003, octubre 2004, junio y septiembre 2005, abril y junio 2006 entre otras publicadas como editoriales o síntesis del Informe Económico Mensual de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad del Salvador (USAL).

³ Como el foco se hace en los antecedentes teóricos y empíricos previos a la crisis, no se abordan los aportes realizados sobre este tema en los últimos tiempos.

Según Caruana (2009) el enfoque macroprudencial, se centra en el sistema financiero en su conjunto, por oposición (o además de) las instituciones financieras a título individual... Considera que el riesgo agregado depende del comportamiento de las instituciones; es decir, decisiones que individualmente pueden ser racionales podrían ser perjudiciales en su conjunto.

Este enfoque, a diferencia de otros aplicados previamente, utiliza instrumentos prudenciales, tales como la regulación y supervisión, pero con objetivos sistémicos y no focalizados en una entidad financiera específica. En otros términos, tiene una dimensión sistémica de las políticas prudenciales (Borio, 2009) y exige adoptar una perspectiva de los efectos de las regulaciones microprudenciales más allá de su impacto inmediato sobre la solvencia individual de cada entidad (Fernández de Lis, 2010).

Se diferencia de los enfoques sobre la estabilidad financiera en general porque el foco de esta última está en los aspectos macroeconómicos y en la estabilidad monetaria de un país, y no en la previsión de la estabilidad sistémica del sector financiero.

El enfoque macroprudencial tiene dos dimensiones: la multisectorial y la temporal. La dimensión multisectorial implica evitar exposiciones comunes, tales como las estructuras similares de capital e interconexión entre entidades. En la temporal, por su parte, se destacan los aspectos relativos a la prociclicidad de la actividad bancaria y a sus efectos sobre el riesgo sistémico (Fernández de Lis, 2010).

De las diversas cuestiones que pueden ser abordadas mediante la relectura de aportes académicos previos, este artículo hace referencia a los siguientes. Primero, la estructura de los mercados. Bajo este título se analizan temas tales como las imperfecciones de los mercados, los problemas de información (transparencia, asimetría, etc.), la eficiencia en la asignación de los recursos y de los riesgos, y el rol del estado. Segundo, los conceptos de "autoregulación" y "disciplina" de los mercados. Finalmente, la estabilidad del sistema financiero en el futuro.

2. UNA REVISIÓN CRÍTICA DE LOS APORTES SEMINALES EN MATERIA DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

Diversos autores señalan que uno de los problemas del aumento de las crisis bancarias fue la tendencia a la liberalización financiera a partir de los años setenta, lo cual permitió que se generasen las denominadas "crisis gemelas" (bancarias y monetarias) al igual que ocurrió a fines del siglo XIX (Eichengreen, 2009; Reinhart y Rogoff, 2009).

La liberalización financiera de las últimas décadas y el sostenido "progreso tecnológico" en la industria financiera permitió la incorporación de nuevos conceptos, técnicas e instrumentos financieros que han afectado tanto la estabilidad de las entidades como la del sistema financiero como un todo.

Su desarrollo, tal como se ha dado hasta el presente, ha hecho más difícil la supervisión y el control de aquellas involucradas en el uso de los nuevos y más sofisticados instrumentos financieros, tal que John Heimann llamó a esta especie de carrera en cuestiones de regulación como una de "sabuesos contra galgos". Los reguladores gubernamentales lograrían seguir el rastro de los bancos y otras entidades financieras, pero nunca los alcanzarían (Eichengreen, 2009).

El vínculo entre el desarrollo de la industria financiera y el crecimiento económico contó con los aportes seminales de McKinnon (1973) y Shaw (1973). Estos autores interpretaron que existía suficiente evidencia empírica para avalar teorías cuya tesis fundamental era que la liberalización financiera –en contraposición a la "represión financiera"–, y el consecuente desarrollo de la industria, facilitaría el crecimiento económico de los países.

Según esta corriente de pensamiento, algunas de las ventajas de la liberalización financiera son las siguientes:

- Favorece:

a) el ahorro privado al ofrecerles a las familias tasas de interés reales positivas;

b) la eficiencia bancaria, al promover las economías de escala de la industria bancaria;

-Reduce:

a) los costos de transacción entre agentes económicos en general;

b) los costos de información y de riesgos para ahorristas;

c) los riesgos por mayor diversificación de carteras de las entidades financieras;

d) los riesgos de iliquidez de los ahorristas y de las entidades, al no estar sujetos a un proyecto, región, etc. específico

-Facilita o promueve:

a) la inversión en grandes proyectos que demandan cuantiosos recursos financieros

b) la transparencia de mercado al sustituir la discreción de las decisiones estatales en materia de crédito por las reglas de mercado;

c) la reducción de los mercados marginales de ahorro y crédito, lo que redundaría en una mejora en la eficiencia del sistema económico, mayor transparencia, reducción del riesgo, etc.

Las denominadas "experiencias del Cono Sur" (Argentina, Chile y Uruguay) y de Turquía en los años siguientes a la publicación de los trabajos de McKinnon y Shaw, así como los subsiguientes aportes teóricos y empíricos sobre la misma materia, remarcaron los límites al enfoque original al momento de explicar de qué manera y bajo qué condiciones el desarrollo financiero podría facilitar el crecimiento de los países (Corbo et al. 1986).

En su revisión de la literatura teórica y empírica sobre liberalización financiera, Gibson y Tsakalotos (1992) presentan una síntesis de las críticas más significativas realizadas a los enfoques de McKinnon y Shaw en los años previos al último período largo de boom financiero⁴:

a) A diferencia de los supuestos de estos modelos, en la realidad existen fallas en el mercado de crédito que generan el denominado problema del riesgo moral (*moral hazard*) vinculados a la existencia de prestamistas de última instancia (bancos centrales) así como también a problemas de supervisión bancaria por parte de la autoridad de aplicación (Díaz Alejandro)

b) Se detectó, luego de los fracasos de liberalización en diversos países, que no era irrelevante el "orden de la liberalización" (comercial y financiera) de los países que la aplicaban, así como también lo era la

⁴ Al final de cada apartado se incluye entre paréntesis el o los autores o instituciones más relevantes vinculados a dicha crítica según Gibson y Tsakalotos.

condición de estabilidad macroeconómica del país en que la liberalización tomaba lugar (McKinnon).

c) La liberalización no asegura el no racionamiento del crédito cuando existen problemas de imperfecta información, ya que estas condiciones de mercado pueden generar un aumento del riesgo al permitir tomar decisiones de selección adversa de carteras y, finalmente, a un racionamiento del crédito de naturaleza distinta al observado por McKinnon y Shaw (Stiglitz y Weiss; Stiglitz)

c) Asimismo, los problemas de información afectan asimétricamente a los sectores productivos. Algunos, como los de las nuevas tecnologías o sectores nuevos que pueden ser rentables pero sin trayectoria crediticia, podrían verse excluidos del sistema (Cho)

d) En algunos países desarrollados se detectó que la liberalización financiera había producido una exuberancia en los créditos al consumo y no a la inversión (OCDE)

e) Algunos estudios encontraron que se registraban problemas en las economías que transitaban desde estadios de represión a la liberalización financiera, algo que afectaba tanto a los bancos y a los gobiernos como a las empresas. Si los costos de la transición de un sistema a otro fuesen muy elevados, los beneficios de la liberalización podrían no concretarse nunca (Branson)

f) También pueden registrarse tasas de interés reales negativas por otras razones a las aludidas por los modelos de referencia, por ejemplo, por razones de índole macroeconómica (Dornbusch y Park; Dornbusch)

g) Además de los problemas de información, hay problemas de externalidades y posibles economías de escala que conducen a la inestabilidad y fragilidad bancaria: posiciones excesivamente riesgosas, disminución de reservas, concentración bancaria, incremento de la actividad especulativa, las cuales pueden generar las condiciones para una crisis sistémica (Fry)

Como puede advertirse, las promesas de liberalización financiera y el crecimiento económico lejos estaban, en la teoría y en la práctica, de hacerse realidad. Esta brecha, sin embargo, no invalida totalmente los aportes originales aunque, tal como ya se mencionó, indican claramente que existen razones para considerar sus recomendaciones de política con

cautela dada la ambigüedad de los efectos que puede causar una liberalización en un caso específico.⁵

3. EL ENFOQUE MACROPRUDENCIAL Y LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN RETROSPECTIVA

La evidencia empírica y los desarrollos teóricos como los señalados ya advertían sobre la posibilidad de que la inestabilidad de un sistema liberalizado sea intrínseca y que crezca con el tiempo. Esto ocurriría como consecuencia, entre otros factores, de la expansión del mercado libre y del avance tecnológico de la industria financiera. Aunque no indicaban cuando se produciría la crisis y qué naturaleza tendría la misma, permitían deducir que podrían generarse crisis sistémicas profundas.

En la medida que los sectores económicos y los sistemas financieros nacionales estén más interrelacionados, ciertas crisis podrían generar efectos contagio que se derramarían sin ningún tipo de contención efectiva. Como el crecimiento de la industria financiera estaba concentrado fundamentalmente en los países más avanzados, no existían razones suficientes *a priori* para pensar que éstos fuesen inmunes a una crisis. Es más, todos los argumentos apuntaban a la posibilidad de una crisis sistémica y profunda en el corazón del sistema financiero internacional.

El exceso de confianza en su propio desarrollo y en sus regulaciones, sumado a los efectos sobre las ganancias corporativas, el acceso al crédito de las familias y de las empresas, así como la idea del progreso indefinido del bienestar económico y de las ganancias (corporativas y personales), crearon las condiciones para que el riesgo de crisis en el centro del sistema financiero global se concretara.

Por estas razones, los actuales avances en regulación macroprudencial son positivos, así como también los que se vienen realizando en materia de estabilidad financiera, aunque cabe también remarcar que no serán suficientes, tal como lo recordaba John Heimann.

Además, por lo visto en los años 2009 y 2010, la estabilidad del sistema financiero de cada país sigue dependiendo en última instancia del

⁵ Aunque conceptualmente están alejados, el enfoque de "desarrollo financiero" debería entenderse como superador del de "liberalización financiera". Para un acercamiento al concepto de desarrollo financiero orientado a los países de Latinoamérica, véase Gray y Talbot (2009)

respaldo del gobierno debido a la presencia de sus bancos centrales como prestamista de última instancia y, por lo tanto, toda solución a las crisis sistémicas implica directamente a los contribuyentes. Esto obliga a una lectura de la economía política de las reformas financieras.

Dado el rol de los contribuyentes en la solución de las crisis, los conceptos y las políticas asociados a la idea de liberalización financiera plantean un desafío creciente para los defensores de la autoregulación y la disciplina del mercado. Un tema central que enfrentan es cómo minimizar el costo social de cada intervención estatal en estos tipos de crisis.

Cada vez que una crisis conlleva un salvataje del sistema financiero se erosiona la sustentabilidad social de un sistema financiero libre, lo cual se profundiza en algunos entornos sociales y políticos menos propensos a tales enfoques.

En otros términos, los gobiernos que por una razón u otra sostengan el paradigma de la liberalización financiera pueden soportar demandas sociales crecientes debido a la brecha entre el aumento en el bienestar esperado y efectivo derivados de las reformas pro mercado.

Tales demandas se fortalecerán en la medida que los agentes tomen conciencia –y la sostengan en el tiempo- que esta concepción del sistema financiero es concurrente con costos sociales crecientes en el tiempo, por la intrínseca incapacidad de lograr su propia estabilidad o de resolver sus crisis sin derramarla al resto del sistema económico.⁶

Las recientes crisis han puesto otras cuestiones en la “agenda de la reforma” que regresan sobre el centro conceptual del tema. Algunas de ellas son las siguientes:

- Caso I: El apoyo público a las entidades “muy grandes” plantea el interrogante sobre si su crecimiento se debe a la búsqueda de mayores niveles de eficiencia y de lograr las economías de escala que le impone el desarrollo ininterrumpido de la industria, o porque el sistema de incentivos –garantías implícitas- del gobierno les favorece su ecuación económica provocando de esta forma un caso de riesgo moral.

- Caso II: El aumento en la cantidad y complejidad de regulaciones sobre las actividades del sistema incrementa los costos, favoreciendo la

⁶ Recientes protestas sociales en Europa y en los Estados Unidos ponen en relieve lo anticipado en las Jornadas del año 2010 [N. del A.]

concentración de la industria. En este caso se enfrentan, al menos, los siguientes temas:

1) Se debe aumentar la eficiencia o la competitividad industrial como consecuencia del aumento del costo que generan los cambios regulatorios pero a riesgo de volver a favorecer los fenómenos de "muy grande para caer" (*too big to fail*)

2) ¿Cómo resolver los problemas de defensa de la competencia -no demasiado tratados- cuando se favorece o se fomenta la concentración en la industria financiera?

3) Vinculado a los dos anteriores, ¿cómo resolver los casos en que la "escala" conduce a que una sola entidad atienda las necesidades de cierta región o sector?

- Caso III: Distribución de utilidades de las entidades y las remuneraciones a los ejecutivos versus constitución de reservas y la estabilidad del capital. Aquí el tema es si los reguladores lograrán controlar el apetito de los accionistas y ejecutivos cuando regrese el ciclo positivo de la industria y se olviden los efectos del último evento negativo. En términos más coloquiales se diría cómo enfrentar la sumatoria de la "codicia" y la "imprudencia" corporativa o, incluso, de otros ámbitos regulatorios, como son los organismos nacionales e internacionales emisores de recomendaciones en materia legal, contable y tributaria.

- Caso IV: No es menor el objetivo nunca demasiado satisfecho del desarrollo y su vínculo con la estructura del mercado financiero y los costos de financiamiento. Aquí los reguladores deberán enfrentar cómo resolver el acceso al crédito bajo las nuevas condiciones de los sectores nuevos, los de menor productividad y de los países menos desarrollados. Esto involucra cuestiones tales como estándares diferenciados; normas y estándares universales pero más generales que se especificarían para cada caso por la autoridad local); el rol del subsidio estatal, de las tasas reguladas y del direccionamiento del crédito, el regreso de la banca de fomento. También se vincula a este tema, una cuestión debatida más general relativa a la estructura general del mercado financiero que es el regreso de la banca especializada en reemplazo de la banca universal, como por ejemplo, la separación de la banca comercial de la de inversión.

Una consideración que se puede hacer sobre algunos de estos tópicos es que en algunos de ellos pivotean sobre las otrora objeciones realizadas

por McKinnon, Shaw y otros autores sobre los sistemas financieros represivos. Por lo tanto, existen indicios para considerar la posibilidad de que el sistema se pueda encaminar hacia una especie de "contra revolución intervencionista estatal" de resultados inciertos.

A todo lo dicho en los párrafos previos se suman otros renovados debates, como el del tópico económico "regla versus discreción" en materia de regulatoria y en la asignación de recursos. Si bien este dilema lo intentaron resolver los enfoques y políticas de liberalización al optar por "la regla", al fallar el enfoque general, también se pone en tela de juicio la primacía de la "regla" por sobre la "discreción" del hacedor de políticas públicas. En definitiva, muchas cuestiones antes indiscutibles, al estar asentadas en un "paradigma" bajo revisión, reingresan a los programas de investigación y análisis para su evaluación y reformulación.⁷

Desde otra perspectiva, puede decirse que si bien no puede repensarse esta cronología de teorías y hechos como un mero ciclo pendular del pensamiento y la praxis bancaria y financiera, tampoco puede afirmarse que algunos planteos no obliguen a reformular las nociones hoy prevalecientes sobre el sistema financiero y su vínculo con el crecimiento.

4. ALGUNAS REFLEXIONES FINALES

Las cuestiones que se exponen en el último título son algunas de las que están en la agenda de las reformas del sistema financiero internacional. Entre otras cosas, permiten reflexionar sobre las tensiones entre la teoría y la práctica financiera, y entre la liberalización financiera y el crecimiento económico, sobre todo cuando éste es reformulado como bienestar social.

Estas tensiones son las que han llevado a volver a analizar las debilidades intrínsecas del sistema financiero y, por lo tanto, los desafíos que enfrentan ahora y en el futuro los reguladores gubernamentales.

Si se pregunta si se pueden hacer avances en materia macroprudencial, la respuesta es afirmativa. Pero debe tenerse en cuenta que el instrumental aplicado será siempre consecuencia de un diagnóstico *ex post* a partir de las experiencias pasadas, y de lo que se puede anticipar en cada momento. Pocas veces estos instrumentos podrán tomar

⁷ Esto no excluye que ante estas circunstancias algunos países opten directamente por un mayor grado de intervención estatal en sus diversas formas.

en cuenta suficientemente los eventos no esperados, como por ejemplo, las consecuencias que pueden tener en el sistema el progreso tecnológico en materia financiera.

Si la pregunta es si se pueden resolver los problemas de fondo, esto es, los relativos a la estabilidad sistémica, la respuesta es negativa. Definido el sistema como esencialmente inestable, no hay regulación que permita otorgarle estabilidad para un período de tiempo razonable, por ejemplo, una década. Esto conduce a pensar sobre la real posibilidad de reducir la frecuencia y profundidad de las crisis sistémicas futuras, a lo cual sólo se puede agregar que sería posible –en el mejor de los casos– evitar aquellas cuya naturaleza es ya conocida por los reguladores. En definitiva, la única certeza es la incertidumbre sobre el futuro y que las crisis financieras, cualquiera sea su tipo, volverán a ocurrir.

Finalmente, no parece que se pueda contar con un conjunto detallado de prescripciones universales y generalmente aceptadas que minimicen los costos sociales de estas crisis. Esto trae al análisis la conciencia práctica que tienen los reguladores sobre la real naturaleza del fenómeno bajo estudio. Por lo tanto, cabe preguntarse si los reguladores y los defensores de la liberalización estarán en condiciones de dar explicaciones en el futuro sobre estos eventos y sus efectos a una sociedad cuyas preferencias pueden haber cambiado suficientemente para no tolerarlos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Borio, C. (2009): "Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision", en *Banque de France Financial Stability Review*, September.

Caruana J. (2009): "The international policy response to financial crises: making the macroprudential approach operational", Jackson Hole, 21-22 de agosto (en español: "La respuesta internacional a las crisis financieras: Puesta en práctica del enfoque macroprudencial"), Bank of International Settlements (BIS), Geneva.

Corbo, V., J. de Melo, J. y J. Tybout (1986): "What went wrong with the Recent Reforms in the Southern Cone?" en *Economic Development and Cultural Change*, 34:607-640.

Davis E. Philip (2009): "Datos financieros necesario para la regulación macroprudencial: ¿cuáles son los indicadores clave de riesgos para la estabilidad financiera interna?" en *Ensayos* N° 79, CEMLA, México.

Eichengreen, B. (2009): *Qué hacer con las crisis financieras*; Fondo de Cultura Económica, México.

Fernández de Lis, S. (2010): "Tendencias en la regulación macroprudencial a raíz de la crisis financiera internacional", en *Pensamiento Iberoamericano*; 6, p. 233-253.

Gibson H. y E. Tsakalotos (1992): *Economic Integration and Financial Liberalization: Prospects for Southern Europe*; Macmillan Press, London.

Gray S. T. y N. Talbot (2009): "Desarrollo de Mercados Financieros", en *Ensayos* N° 81, CEMLA, México.

McKinnon R.I. (1973): *Money and Capital*. Brookings Institution, Washington. DC

McKinnon, R.I. (1993): *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Second Edition, John Hopkins University Press, Baltimore.

Reinhart C. y K. Rogoff (2009): *This Time is Different*; Princeton University Press.

Shaw E. (1973): *Financial Deepening In Economic Development*. Oxford University Press, New York.