

Trabajo Fin de Grado

Crisis financiera internacional y cambios en el
marco regulatorio. El papel de Basilea III

Autora

Leire Ripa Villegas

Director

José María Serrano Sanz

Facultad de Economía y Empresa
2014

Resumen

Las causas, los efectos y los costes de la crisis financiera internacional de 2007 han evidenciado las debilidades del sistema financiero y de la regulación macroprudencial, ha derivado a un replanteamiento y transformación del sector financiero en cuanto a la supervisión y al modelo de gestión.

Este trabajo pretende analizar el nuevo marco regulatorio en el sector financiero, su posible impacto a corto y largo plazo en la economía, algunas propuestas como el impuesto sobre transacciones financieras, una comparativa a la regulación implementada en Estados Unidos y los focos financieros de riesgo sistémico.

El resultado será el contraste entre una reforzada regulación al sector bancario frente a una laxa regulación de una parte importante del sector financiero, los *hedge funds* y la *banca en la sombra*, afectando a la competitividad y provocando una distorsión en los mercados financieros.

Además de una regulación eficaz y que integre a todo el sector financiero, es preciso una coordinación internacional en la globalización financiera, tanto en políticas monetarias como fiscales, para poder minimizar los riesgos sistémicos.

Abstract

The causes, effects and costs of the international financial crisis of 2007 have shown the weaknesses of the financial system and macro-prudential regulation, it has led to a rethinking and transformation of the financial sector in terms of supervision and management model.

This work intends to analyze the new framework regulatory in the financial sector, its possible impact in short and long term in the economy, some proposals as tax on financial transactions, a comparison to the regulation implemented in United States and financial sources of systemic risk.

The result will be the contrast between reinforced control the banking sector against a lax regulation of an important part of the financial sector, the hedge funds and the shadow banking, affecting the competitiveness and causing a distortion in the financial markets.

In addition to an effective regulation and to integrate the entire financial sector, necessary international coordination in financial globalization, both in monetary policies as prosecutors, to be able to minimize systemic risks.

ÍNDICE

1.	Introducción.....	4
2.	Objetivos de la regulación bancaria.....	6
3.	Basilea III	10
3.1.	Mejoras en la calidad, consistencia y transparencia de la base de capital.	11
3.2.	Mejora en el refuerzo de la liquidez	12
3.3.	Reducción de la prociclicidad y promoción de los colchones anticíclicos	15
3.4.	Coeficiente de apalancamiento.....	16
3.5.	Riesgo sistémico e interconexiones	17
3.6.	Riesgo de contrapartida.....	18
4.	El riesgo de las entidades financieras no reguladas	20
4.1.	El riesgo de la banca en la sombra	21
5.	Impuesto sobre transacciones financieras	23
6.	Regulación en EEUU tras la crisis financiera	24
7.	Impacto de la nueva legislación reguladora	26
7.1.	Valoración cuantitativa del impacto de la regulación por el IIF y el MAG.....	26
7.2.	Posibles efectos a corto y largo plazo.....	27
7.3.	Concentración del sector bancario.....	29
8.	Nuevos riesgos sistémicos en el sector financiero	30
8.1.	Comparativa con la crisis de deuda latinoamericana de 1980	32
8.2.	Foco de atención en los bancos sistémicos de China	34
9.	Conclusiones.....	35
	Bibliografía.....	38
	Anexo	41

1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera internacional ha mostrado las debilidades estructurales del sector financiero, materializándose en una crisis de confianza sin precedentes cuya consecuencia inmediata fue la desaparición de la liquidez del mercado interbancario.

El riesgo de liquidez, con escasa relevancia en fases anteriores a la crisis, resultó de importancia crucial en el alcance de la crisis financiera, sumado al elevado grado de interconexión financiera por la globalización, se materializó en una crisis sistémica.

Una intervención masiva de los bancos y gobiernos centrales buscó minimizar el pánico bancario. Las primeras medidas adoptadas no tuvieron el efecto deseado en la elevada volatilidad motivada por la desconfianza en las instituciones supervisoras, financieras y agencias de rating. La inestabilidad del sector financiero, el incremento del endeudamiento de los gobiernos por las políticas expansivas en las fases iniciales de la crisis, la brusca caída en los precios de las viviendas, terminó impactando a la economía real.

En dicho contexto del sistema financiero y con una nueva legislación reguladora posterior a la crisis, el objetivo de este trabajo es analizar las distintas iniciativas y mejoras propuestas en el marco regulatorio, para restablecer la confianza en el sector financiero y evitar la repetición de una crisis financiera sistémica.

En la primera parte se analizan los objetivos de la regulación bancaria, el proceso de cambios experimentados en el marco regulatorio para subsanar las deficiencias detectadas en la crisis y las nuevas medidas aprobadas por el Banco Internacional de Pagos, reflejadas en Basilea III.

En el siguiente epígrafe se aborda la nueva normativa reguladora, Basilea III, todavía pendiente de implementar, ha tratado de mejorar, conforme se ha intensificado la magnitud de la crisis, los aspectos que se han revelado insuficientes en Basilea II. Se hace una valoración de las medidas introducidas en Basilea III, como el ratio de apalancamiento, el ratio de liquidez, los colchones anticíclicos, los incrementos en los requerimientos de capital, el riesgo sistémico y el riesgo de contrapartida. También se analiza el riesgo de liquidez y el impacto que ha tenido en la política monetaria de los bancos centrales.

En el cuarto epígrafe se hace una valoración de la situación existente entre las entidades financieras reguladas y las entidades financieras no reguladas, como los *hedge funds* y las empresas financieras, y su posible distorsión de los mercados financieros al existir

diferencias en la regulación que pueden proporcionar ventaja competitiva a las entidades financieras no reguladas. Se exponen los riesgos asociados al sector bancario en la sombra, las posibles causas de su crecimiento y su impacto en la estabilidad financiera global.

En el quinto epígrafe se realiza un breve análisis de la propuesta de un impuesto sobre las transacciones financieras, con objetivo de que las entidades financieras contribuyan a financiar el gasto público ocasionado por la reciente y por posibles futuras crisis.

El sexto epígrafe ofrece un resumen de los cambios en la supervisión financiera en Estados Unidos, se trata la aprobación de la ley Dodd-Frank y los cambios en los mercados de titulización. Posteriormente se hace una comparativa entre las medidas aprobadas en Estados Unidos y las de los países de la Unión Europea.

El séptimo epígrafe es una valoración del impacto de las medidas de la nueva legislación reguladora, de los posibles efectos a corto y largo plazo en la economía, del escenario actual con una concentración del sector financiero y también se ofrece un análisis de los trabajos de valoración cuantitativa del impacto de Basilea III por el IIF y el MAG.

En octavo epígrafe se discuten los efectos de la *quantitative easing* y de su gradual retirada por la FED en las economías emergentes, de la posible creación de una burbuja financiera en los países en desarrollo y el impacto que tendría en su sector financiero y en las economías desarrolladas, remitiéndonos a la crisis latinoamericana en la década de 1980 y su impacto en el sector bancario de Estados Unidos. Y en el noveno epígrafe, se concluye.

2. OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN BANCARIA

Para determinar los objetivos de una regulación bancaria óptima es necesario distinguir las características y fallos de mercado inherentes a las entidades de crédito y los errores detectados en la supervisión tras la crisis financiera internacional.

El sistema financiero se caracteriza por amplificar los ciclos económicos, por su comportamiento estratégico para obtener una mayor cuota de mercado, por la evolución de los instrumentos financieros, por la dificultad para evaluar el riesgo y por el peso de las finanzas en la economía mundial. Su tamaño y sus vínculos con la economía real lo han convertido en “demasiado grande para dejarlo caer”, lo cual puede constituir un incentivo para asumir mayores riesgos.

La mayoría de los sectores de la economía crecen durante las fases expansivas del ciclo económico y se ajustan en épocas de recesión. El sector financiero tiende a sobre reaccionar en los ciclos económicos, al aumentar el crédito y relajar la calificación crediticia en épocas de bonanza y contraer la oferta e incrementar el riesgo en las fases bajas. Las políticas crediticias pueden, por tanto, amplificar los ciclos económicos.

En el periodo de auge es donde se generan los desequilibrios económicos, lo hemos podido observar en la fase anterior a la reciente crisis financiera, conocida como la Gran Moderación. Se cumple entonces la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky, la estructura financiera de una economía evoluciona pasando de la fortaleza a la fragilidad en la fase de crecimiento económico, aumentando la tasa de endeudamiento al generalizarse el supuesto de que, en el futuro, la economía se comportará de la misma forma¹.

La regulación bancaria trata de minimizar la prociclicidad² del sistema financiero y garantizar la estabilidad del sistema financiero con una mayor exigencia de capital y un mayor control sobre el riesgo tomado.

¿Garantiza una mayor exigencia de capital minimizar la prociclicidad? No se puede afirmar positivamente. Existen estudios que obtienen resultados contradictorios³, Perotti, Ratnovski y Vlahu (2011) muestran que la imposición de requisitos adicionales de riesgo no tiene por qué modificar la asunción de riesgos y puede llevar a la adopción de posiciones más arriesgadas. Gual (2011) concluye que no es evidente una relación positiva entre un mayor ratio de capital y una menor asunción del riesgo.

¹ Torrero, A. *Keynes y la crisis financiera actual*. p. 136

² Jódar-Rosell, S., Gual, J. (2014)

³ Hellman, Murdock y Stiglitz (2000)

Los efectos de una exigencia de capital que pueda resultar excesiva pueden tener efectos adversos, una oferta crediticia subóptima minimiza los resultados de las políticas monetarias de los bancos centrales, puesto que las entidades crediticias conforman el mecanismo de transmisión monetario mediante el canal del crédito.

El comportamiento estratégico de las entidades para obtener una mayor cuota de mercado, utilizando el crédito para atraer a clientes a los que posteriormente vendían otros productos con mayor rentabilidad, ha venido motivado por el cambio de modelo de la banca tradicional. Con tipos de interés reducidos, un aumento de la competencia por la globalización y una disminución en los beneficios, las entidades de crédito se reinventaron buscando nuevas fórmulas de negocio, nuevos productos y servicios financieros más rentables.

Los hedge funds, conocidos como fondos de inversión libre o fondos de cobertura han experimentado un gran crecimiento en el último decenio en los mercados financieros internacionales. Alan Greenspan dijo refiriéndose a los HF que son los mayores contribuidores a la flexibilidad del sistema financiero. En la actualidad son origen de una gran controversia en cuanto a su regulación a causa del impacto que pueden tener en el riesgo sistémico de los mercados financieros globales.

Esta polémica se debe al funcionamiento de los hedge funds, cuyo objetivo es aprovechar las oportunidades de arbitraje en los mercados, combinando posiciones cortas y largas para minimizar la exposición de la cartera a determinados riesgos. El principal riesgo en sus herramientas se encuentra en las compras y ventas al descubierto, en el apalancamiento, que amplifica tanto las pérdidas como la rentabilidad, y en el uso de derivados. A mitad de los noventa se empezaron a comercializar los derivados de crédito, *credit default swaps* o los *equitiy default swap*, que han tenido especial relevancia en la reciente crisis internacional.

Parte del crecimiento de los hedge funds es a causa de la entrada de inversores institucionales, fondos de pensiones y fundaciones, al objeto de una mayor diversificación en las carteras. Es precisamente esta interrelación la que hace que los hedge funds sean capaces de desestabilizar el sistema financiero. Esta situación se hizo realidad con la quiebra en 1998 del Long Term Capital Management Fund (LTCM) y la intervención de la Reserva Federal.

Los defensores de los beneficios⁴ de los hedge funds alegan que incrementan la liquidez del sistema, puesto que a menudo toman posiciones contrarias al resto del mercado, y que contribuyen a una mayor innovación financiera y a una mayor dispersión del riesgo.

Una regulación de los HF resulta necesaria para aumentar la transparencia, para minimizar la capacidad de afectar a los precios por la concentración de HF en ciertos mercados y con ello a la liquidez del mercado, y para tener un control del apalancamiento de los hedge funds y del posible contagio sistémico.

⁴ Noguera, M (2008)

El incremento de la competencia por la globalización no garantiza la “competencia perfecta”. Stiglitz⁵ opina que la banca o intermediación financiera existe porque los mercados financieros por naturaleza no funcionan de manera perfecta.

La dificultad para obtener información es un fallo del mercado financiero. Las operaciones financieras se caracterizan por realizarse en condiciones asimétricas, los prestamistas y prestatarios poseen diferente información del agente con el que van a realizar la transacción. El problema de obtener información dificulta el negocio de las entidades de crédito y mejorar la información incrementa los costes.

La información asimétrica presenta dos problemas, primero, la selección adversa, el prestamista no tiene información de las características del prestatario, segundo, el riesgo moral, el prestamista no tiene control sobre el crédito. El sistema financiero reduce la selección adversa evaluando la calidad crediticia y la supervisión de prestatarios disminuye el riesgo moral.

Una de las deficiencias que se ha observado con la crisis es la concentración de la información en la calidad del activo descuidando la importancia de la liquidez, las agencias de calificación no valoraban el riesgo de liquidez sino el riesgo de crédito. En una situación de falta de liquidez de los activos bancarios, se dificulta su valoración y la evaluación de la situación patrimonial. La liquidez es la capacidad de un activo financiero en transformarse en dinero efectivo, la iliquidez provoca un pánico bancario y una crisis de confianza. Se ha convertido en uno de los objetivos principales del nuevo marco de regulación bancaria, puesto que resulta imprescindible para el buen funcionamiento de los mercados y de los mecanismos de financiación de la economía.

A lo largo de la historia se han sucedido las crisis financieras, pero la trascendencia de la crisis financiera internacional de 2007 sólo nos permite remontarnos al crack del 29, a la Gran Depresión. El rasgo común de las crisis financieras es la existencia de *booms* de crédito y reducción de los estándares de calidad en las fases previas al estallido de la crisis. La diferencia es su impacto en la economía real.

En los años anteriores a la crisis hemos asistido al desarrollo de los mercados financieros, al cambio en el modelo de la banca tradicional, al incremento del peso de las finanzas en la economía, a la globalización financiera y a la predominante teoría de la desregulación de los mercados financieros.

La crisis financiera de 2007 se inició con las *hipotecas subprime* concedidas en EEUU a personas de dudosa capacidad económica. El alcance de ésta se debe al cambio en el modelo de la banca tradicional, el “*originar para distribuir*” es la base de la reciente crisis financiera. Con el desarrollo de nuevos instrumentos financieros como la titulización de activos, las entidades de crédito podían transferir el riesgo de las hipotecas *suprime* mediante la transformación de los préstamos en valores colocados en mercados financieros a vehículos de inversión estructurada (SIV). Las normas contables

⁵ Stiglitz (1990)

permiten mantener ciertos vehículos fuera del perímetro de consolidación de las entidades, de forma que no tenían incentivos para una evaluación exhaustiva del riesgo. Además no se podían detectar por los reguladores.

Los bonos de titulización y los productos estructurados tienen la característica de ser poco líquidos al diseñarse a medida de los inversores, la ventaja de la estandarización de los productos es una mayor liquidez, la especialización lleva a la segmentación de los mercados y provoca una mayor asimetría entre inversores, expertos y no expertos, y una menor liquidez. Se negocian en mercados OTC, sin cámaras de compensación que registren las operaciones y reduzcan el riesgo de contrapartida.

La complejidad de los instrumentos financieros, la falta de transparencia en los mercados no regulados (over the counter) y la relevancia adquirida por la denominada “banca en la sombra” dificultó el análisis, la gestión del riesgo y la supervisión.

El papel de las agencias de rating fue cuestionado, por un lado, infravaloraron el riesgo de crédito, revelando imperfecciones en los métodos de valoración, con métodos similares a los utilizados hace décadas en la valoración de bonos corporativos. Un exceso de confianza en estas agencias llevó a la utilización de los rating por los supervisores bancarios. Por otro lado, los conflictos de intereses por parte de las agencias de calificación debido a su relación directa con los emisores.

Se generalizó la desconfianza en las agencias de rating, pero es preciso recordar que éstas valoraban el riesgo de crédito. La calificación de un producto estructurado no recoge el riesgo de liquidez, de especial relevancia en los productos estructurados.

Debido a la interconexión de los mercados financieros, la crisis de las hipotecas subprime se transformó en una crisis de confianza, la dificultad de los agentes para determinar el valor real de las pérdidas, la incertidumbre en el sistema financiero terminó afectando a la liquidez de los mercados monetarios y elevando el coste de financiación interbancaria. Las fuertes pérdidas de valor de los productos estructurados provocaron una huida hacia la calidad, comprando deuda pública de los países desarrollados y provocando una fuerte caída de la rentabilidad. La fuerte depreciación de los activos genera problemas de liquidez que se transforman en pérdida de solvencia.

Con el origen financiero de la crisis los cambios regulatorios no se han hecho esperar, y han ido evolucionando a la par del alcance de la crisis, configurando una nueva estructura del sistema financiero. Los principales problemas identificados son: la prociclicidad del sistema financiero, la dependencia de las entidades de crédito de financiación mayorista, el modelo de negocio “originar para distribuir”, el mercado del crédito promotor, la competencia por cuota de mercado, la dificultad en la medición del riesgo, falta de transparencia, inexistencia de regulación macroprudencial, la capacidad de alterar los precios por la concentración en determinados sectores y la interrelación entre hedge fund o instrumentos no regulados con entidades de riesgo sistémico.

Las propuestas de las medidas regulatorias vertebran sobre un incremento de requerimientos de capital y de liquidez, reforzando los activos de calidad, que no es sino su capacidad de transformarse en recursos líquidos. Se espera que se mejore la capacidad de absorber pérdidas.

El nuevo marco regulador busca mejorar los requerimientos de capital, colchones anticíclicos, nuevo ratio de liquidez, mayor calidad en los activos ponderados por el riesgo, revisión de las normas contables, restricciones de tamaños, fondo de garantía de depósitos, el proceso del burden-sharing para minimizar el coste al contribuyente.

En Europa el alcance de la crisis ha evidenciado los fallos estructurales de la unión europea, el avance hacia la Unión Bancaria, un Mecanismo Único de Supervisión y un Mecanismo Único de Resolución resultan imprescindibles para la reestructuración de sistema financiero.

3. BASILEA III

Los grandes cambios en el marco regulatorio internacional fueron motivados como respuesta a una situación de crisis. Se han reformulando los acuerdos de Basilea para mejorar las condiciones de solvencia y tratar de eliminar la incertidumbre sobre la solidez de las entidades crediticias.

Los errores cometidos en la etapa de la Gran Moderación se originaron bajo el marco regulatorio Basilea I, se reveló insuficiente para controlar la evolución, el grado de interconexión y la complejidad de los instrumentos financieros. La revisión y reformulación de Basilea en 2004 se debió a la crisis de las puntocom y de los países Latinoamericanos. El nuevo marco regulatorio Basilea II se implementó al inicio de la crisis financiera de 2008. Basilea III busca reforzar las normas internacionales de capital y de liquidez al objeto de reducir el riesgo sistémico e incrementar los requerimientos de capital para una mayor absorción de pérdidas en situaciones de tensiones financieras.

Basilea I se firmó en 1988, en un periodo de turbulencias financieras, introduciendo una definición del capital regulatorio, la capacidad de absorción de pérdidas, el requisito de permanencia y de protección ante quiebra. Establecía un sistema de ponderación de exposiciones y ya recomendaba el capital mínimo que las entidades deberían tener en relación con sus activos ponderados por el riesgo en un 8% del total de activos de riesgo (crédito, mercado y tipo de cambio).

En 2004 se aprobó Basilea II. El principal objetivo del nuevo marco regulador fue fortalecer la solidez y la estabilidad del sistema bancario internacional. Avanzó en la medición de los activos ponderados por el riesgo y permitió que las entidades utilizaran

modelos internos en la valoración del riesgo, siempre que estuviesen previamente autorizados por el supervisor.

Basilea II se fundamenta en tres pilares básicos, el capital mínimo exigible, el control por parte del supervisor y disciplina del mercado. Ha mantenido algunos elementos del anterior marco, Basilea I, como la obligación de requerimientos de capital del 8% de sus activos ponderados por el riesgo, no modifica los elementos admisibles como activos propios (el denominador del ratio de solvencia en Basilea I), también se mantiene la definición de capital admisible.

La crisis financiera llevó a la cumbre del G-20 a establecer las bases de un nuevo marco regulatorio, Basilea III. Identificados los fallos en la regulación, se incrementará la calidad, la consistencia y la transparencia del capital, para asegurar una mayor capacidad para absorber pérdidas, se mejora la cobertura del riesgo, se introduce un ratio de apalancamiento (leverage rate), se crean colchones anticíclicos para minimizar la prociclicidad, y se busca reducir el riesgo sistémico e interconexiones elevando los requerimientos por encima del mínimo obligatorio para los bancos de importancia sistémica.

3.1. MEJORAS EN LA CALIDAD, CONSISTENCIA Y TRANSPARENCIA DE LA BASE DE CAPITAL.

Se incrementa la calidad, consistencia y transparencia del capital con el objetivo de que las entidades estén respaldadas por una base de capital de gran calidad para hacer frente a posibles pérdidas. Se modifica la definición de capital, para ello los elementos predominantes del capital de Nivel 1, capital básico, *tier1*, son acciones ordinarias y beneficios no distribuidos. El resto de instrumentos financieros deberán ser subordinados, cuyos cupones o dividendos deben ser discrecionales y no podrán tener fecha de vencimiento ni incentivos para su amortización.

El capital Ordinario, *core capital*, se incrementará del 2% al 4,5% de los activos ponderados por el riesgo en todo momento. El capital básico, *tier1*, pasa del 4% al 6% de los activos ponderados por el riesgo. Los porcentajes deberán cumplirse desde el 1 de enero de 2015, aunque se harán de forma progresiva desde enero de 2013.

Uno de los cambios que establece Basilea III son los ajustes regulatorios que se aplican al capital regulador para el cálculo de los recursos propios básicos, también se han incrementado las obligaciones de transparencia para las entidades bancarias.

En suma, se busca desincentivar la toma de riesgos excesivos incrementando el colchón de capital para absorber potenciales pérdidas y minimizar el contagio hacia la economía real. No está claro el efecto de ese incremento de la ratio de capital ni en la oferta

crediticia ni en los incentivos a la asunción de riesgos. La principal dificultad reside en detectar los riesgos potenciales, si la medición de riesgos por la entidad supervisora es perfecta un incremento del riesgo conlleva un incremento de la ratio de capital, por lo que no implicaría mayores riesgos para la entidad financiera. La experiencia ha demostrado que la medición de riesgos por parte de la entidad supervisora no es perfecta, expertos⁶ han demostrado que en la práctica es muy difícil para el regulador verificar con precisión el riesgo asumido por las entidades financieras⁷.

Un aumento de las exigencias de solvencia puede incrementar el coste de financiación de los bancos e incentivarles a asumir mayores riesgos para compensar dichos costes. Existen trabajos⁸ empíricos⁹ que llegan a resultados contradictorios, por lo que no es claro que un aumento de la ratio de capital reduzca los niveles de riesgo asumidos por las entidades financieras.

3.2.MEJORA EN EL REFUERZO DE LA LIQUIDEZ

El riesgo de liquidez es el riesgo de que una entidad no pueda obtener los fondos necesarios para atender a sus obligaciones conforme estas vengán. La cantidad de liquidez exigida depende de la capacidad de la entidad para prever la demanda y de su acceso a fuentes externas, sobre todo en situaciones de crisis. Una técnica común para minimizar el riesgo de liquidez consiste en diversificar entre diferentes fuentes de financiación.

Las entidades de valores son las más expuestas al riesgo de liquidez debido a que la mayoría de sus activos se financia mediante endeudamiento a corto plazo procedente de fuentes mayoristas.

Los bancos son muy vulnerables al riesgo de liquidez debido a que financian muchos activos a largo plazo poco líquidos, préstamos, con pasivos a plazos más cortos, depósitos de clientes y de financiación interbancaria, vulnerables a una retirada en masa por un pérdida de confianza.

Una de las características de la reciente crisis financiera fue la acumulación de excesos en un periodo de abundancia de liquidez. El bajo nivel de los tipos de interés¹⁰, un periodo de estabilidad macroeconómica y una disminución de la aversión al riesgo, animó al sector privado a alcanzar elevadísimas tasas de endeudamiento asociadas con

⁶ Haldane, A. (2011) Bank of England

⁷ Gual, J. (2011b) La Caixa

⁸ Murdock, K.C. y Stiglitz, J.E. (2000) American Economic Review

⁹ Miles, D. (2011) Bank of England

¹⁰ Anexo, Gráfico 1

un incremento en el precio de los activos. Esta situación llevó al sector financiero a una innovación financiera en productos sin precedentes, de los que dispuso para financiar la expansión del crédito.

Muchos de los elementos de la actual crisis financiera tienen similitudes con los de otras crisis financieras, sin embargo la innovación financiera es un elemento novedoso de esta crisis.

Uno de estos instrumentos innovadores es la titulización de activos, y ha sido uno de los más afectados por la crisis de liquidez. Con la titulización el sector financiero ha evolucionado del modelo tradicional “originar para mantener” al “originar para distribuir”. La titulización permite a las entidades sacar el riesgo de crédito fuera del balance y transferirlo a los inversores, aunque las entidades mantienen una cierta exposición al riesgo, por lo que no se pudo realizar una correcta supervisión de los riesgos para todo el sistema financiero. La dificultad para valorar el riesgo de estos productos genera incertidumbre.

La incertidumbre sobre la valoración de los bonos de titulización y los derivados puede afectar a la liquidez de los mercados, como sucedió con la crisis de confianza tras la el detonante de las hipotecas subprime y la posterior caída de Lehman Brothers. Este aumento de la desconfianza provocó la parálisis de los mercados monetarios y una elevación del coste de financiación interbancaria. En esta situación, los bancos centrales comenzaron a proveer liquidez para estabilizar el sistema financiero.

En el caso del Banco Central Europeo, tuvo que transformar su sistema de inyección de liquidez al sistema financiero con el objetivo de evitar un colapso financiero. La provisión de liquidez fue acompañada de una bajada de tipos de interés oficiales. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situó en el 1% desde 2009 hasta mediados de 2012. A partir de entonces se redujo en varias ocasiones, las últimas han sido en septiembre de 2014, para afrontar los riesgos de baja inflación en la eurozona, los índices de precios están por debajo del 2% desde hace tres años. Se redujo el tipo de las operaciones principales de financiación hasta el 0,05%, situando el tipo de la facilidad marginal de crédito y de depósito en el 0,3% y en el -0.2% respectivamente.

La bajada de tipos es uno de los instrumentos convencionales de los bancos centrales, pero además fueron necesarias otras medidas no convencionales. La nueva orientación de la política monetaria del BCE puede resumirse es: las compras de activos financieros y cambios en los balances de los bancos centrales¹¹, incremento de las inyecciones de liquidez al sector bancario, prórroga de los vencimientos de las operaciones de financiación del eurosistema, ampliación de los activos admisibles como garantía de las operaciones de financiación y provisión de liquidez en dólares.

La provisión extraordinaria de liquidez, incluye las medidas de apoyo a la liquidez, la subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena y ampliación de la lista de activos

¹¹ Anexo, Gráfico 2

de garantía aceptados en las operaciones de financiación, ambas medidas en octubre de 2008; la ampliación del vencimiento máximo de las operaciones de financiación a más largo plazo (LTRO) hasta 12 meses, en mayo de 2009; dos LTRO extraordinarias con vencimiento a 36 meses y posibilidad de prepago tras 1 año, en diciembre de 2011 y en febrero de 2012; la reducción del coeficiente de caja del 2% al 1%, en diciembre de 2011 y desde enero de 2012; aprobación de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) para promover los flujos de crédito al sector privado no financiero, excluidos los destinados a hogares para adquisición de vivienda, en junio de 2014.

Estos programas del BCE detuvieron los movimientos de pánico entre los inversores y mejoraron el funcionamiento de los mercados disminuyendo los riesgos de falta de liquidez.

Las compras de activos financieros y cambios en los balances de los bancos centrales, recogen los programas de expansión de los balances de los bancos centrales. El BCE inició en mayo de 2009 la compra de bonos bancarios garantizados por activos de elevada calidad, CBPP, hasta mayo de 2010. Tras el estallido de la crisis de deuda soberana, el BCE inició la compra de deuda pública en el mercado secundario de los países con estrés financiero, los periféricos de la zona euro. En septiembre de 2014 pone en marcha un programa de adquisición de valores de titulización de activos y un nuevo programa de adquisición de bonos garantizados.

El programa de medidas no convencionales ha contribuido a mejorar el nivel de confianza, la estabilidad financiera y apoyar la recuperación económica. Sin embargo, para mejorar las perspectivas de un crecimiento sostenido a largo plazo las medidas del BCE no pueden ofrecer una solución permanente a los problemas estructurales y debilidades de algunas economías de la zona euro, son necesarias reformas para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, fomentar un crecimiento sostenible y creación de empleo, y corregir los fallos del marco de supervisión y regulación financiera.

Tras los errores detectados en la medición del riesgo de liquidez Basilea III introduce dos estándares mínimos de liquidez financiera, el Coeficiente de Cobertura de Liquidez (LCR) y el Coeficiente de Financiación Estable Neta (NSFR). El LCR es una ratio de liquidez a corto plazo, 30 días, busca compensar una fuerte salida de fondos de la entidad a corto plazo en un escenario de estrés fuerte, supone que el stock de activos de elevada liquidez debe ser mayor o igual que las salidas netas de caja en un periodo de 30 días. El NSFR es una ratio de liquidez a largo plazo, exige un mínimo de fuentes de financiación estables en un horizonte de un año. El coeficiente LCR va a incrementar la demanda de activos líquidos¹².

¹² Toledo, L. (2014) Banco de España

El riesgo de liquidez no puede medirse de una forma tan objetiva como los riesgos de mercado o de crédito. La crisis financiera ha puesto de relieve la importancia de una adecuada gestión del riesgo de liquidez y la dificultad de su medición por parte de los supervisores y las propias entidades financieras. Puede dar lugar a una concentración en el mercado de financiación de las entidades y por tanto incrementar el riesgo sistémico, ya que en una situación de crisis se concentrarían las ventas de activos líquidos y al mismo tiempo reducir la liquidez de estos activos y de las propias entidades alcanzando a la economía. Además se incrementará la demanda de deuda pública y los mercados de activos considerados ilíquidos se verán perjudicados.

3.3. REDUCCIÓN DE LA PROCICLICIDAD Y PROMOCIÓN DE LOS COLCHONES ANTICÍCLICOS

El Comité de Basilea introduce nuevas medidas para minimizar la prociclicidad del sistema financiero, esto es la tendencia a amplificar los ciclos económicos a través de su política de créditos.

Erradicar la prociclicidad es casi imposible puesto que la actividad de intermediación financiera y el marco regulatorio la favorecen. El auge supone siempre una mayor calidad crediticia y menores requerimientos de capital y una recesión, lo contrario. La propia naturaleza del negocio financiero, la competencia por la cuota de mercado, la información asimétrica y la dificultad de evaluar y gestionar el riesgo¹³ favorecen el comportamiento procíclico.

Algunas de las normas de la regulación bancaria tienen efectos procíclicos, con los requisitos mínimos de capital las entidades se ven obligadas a aumentar el capital en las recesiones para cumplir con la regulación, es decir, mantienen un colchón de capital para absorber posibles pérdidas por impagos y en épocas de bonanza económica reducen este colchón de capital.

Sin embargo, la crisis ha dejado claro la necesidad de introducir mecanismos que reduzcan la prociclicidad del sistema financiero.

Una de las primeras medidas propuestas es la modificación del nivel de solvencia mínimo exigible, el llamado colchón anticíclico, no busca reducir la expansión del crédito sino contar con un colchón de recursos propios para fases de recesión. Los supervisores pueden aumentar los requerimientos mínimos hasta un máximo de 2,5 puntos porcentuales.

¹³ Jodar-Rosell, S., Gual, J. (2014) La Caixa

La utilización de estos colchones puede suponer restricciones al pago de dividendos, lo que puede tener efectos negativos en la captación de nuevo capital.

Basilea III también incluirá colchones anti-cíclicos de hasta 2,5 puntos porcentuales, y que intentarán prevenir los periodos de excesivo crecimiento del crédito bancario. Se acumula por encima del mínimo regulatorio en función de la fase del ciclo económico. En periodos de recesión no será exigido por el regulador. Los colchones anti-cíclicos son una medida macroprudencial para estabilizar el sector financiero.

Los colchones de capital a diferencia de otros instrumentos de estabilización, como los Fondos de Garantía de Depósitos, pueden ser utilizados y gestionados por cada entidad financiera.

3.4. COEFICIENTE DE APALANCAMIENTO

Una característica de la reciente crisis financiera ha sido el elevado nivel de apalancamiento. La necesidad de los bancos de reducir su apalancamiento en la crisis provocó la caída de los precios de los activos, amplificando las pérdidas. El apalancamiento es uno de los mecanismos de transmisión de la crisis financiera a la economía real, de ahí el interés por introducir un coeficiente de apalancamiento que reduzca en las fases recesivas el riesgo de desestabilizar el sistema financiero internacional y la economía real.

El ratio de apalancamiento¹⁴ relaciona la exposición total de una entidad financiera con el capital y no establece ponderación por el riesgo, de forma que elimina el problema de la dificultad en la valoración y gestión del riesgo por la entidad. Se ha establecido un amplio plazo de entrada en vigor para permitir un calibrado de la ratio y un análisis en distintos momentos del ciclo y en distintos modelos de negocio, el definitivo se acordará en 2017.

Expertos señalan que un menor apalancamiento debería resultar más efectivo que la ratio de capital para disminuir el riesgo de las entidades, Haldane¹⁵ y Madouros en su discurso *The dog and the frisbee* muestran que la toma de decisiones en un entorno complejo se puede beneficiar de reglas simples, una serie de estudios empíricos que evalúan reglas simples y complejas en el entorno financiero concluyen que medidas simples como la nueva ratio de apalancamiento tendría un poder de predicción de quiebra superior a medidas más complejas ponderadas por el riesgo.

¹⁴ Rodríguez de Codes, E. (2010) Banco de España. Estabilidad Financiera nº19

¹⁵ Haldane, A., Madouros, V. (2012) Bank of England

Por otro lado, críticos argumentan que una ratio de apalancamiento favorece la asunción del riesgo puesto que todos los activos se tratan igual. Si no tiene en cuenta los diferentes modelos de negocio puede tener efectos negativos en el sistema financiero, una ratio de apalancamiento estricta puede restringir la operativa y posibilidades de crecimiento de algunas entidades financieras. Un menor apalancamiento puede incentivar a asumir inversiones más arriesgadas para obtener una mayor rentabilidad, puesto que un menor apalancamiento puede disminuir el beneficio de algunas entidades.

La divulgación pública del coeficiente y sus componentes comenzará el 1 de enero de 2015. Hasta 2017 se efectuarán análisis y ajustes oportunos y la ratio definitiva entrará en vigor el 1 de enero de 2018.

3.5. RIESGO SISTÉMICO E INTERCONEXIONES

Los bancos sistémicos, SIB (*Systemically Important Banks*) son entidades de gran tamaño, complejidad e importancia en el mercado, una posible quiebra de estos bancos genera riesgo sistémico, afectaría negativamente al sistema financiero y a la economía real, lo que justifica que los organismos reguladores los sometan a una especial supervisión, más allá de la exigida al resto de entidades financieras.

Es conocido el término “demasiado grande para dejarlas caer”, el impacto de su quiebra es tan elevado que resulta menos costoso rescatarlas por el sector público, es decir los Gobiernos y los ciudadanos asumen el coste de la gestión de los bancos sistémicos. Además el riesgo sistémico puede generar incentivos a estos bancos a adoptar estrategias de inversión más arriesgadas.

El objetivo de los organismos reguladores es mitigar las consecuencias de una quiebra y reducir la probabilidad de que un banco sistémico quiebre, mediante una supervisión y exigencias más intensas.

El Comité de Basilea y el Consejo de Estabilidad Financiera han desarrollado medidas que combinan suplementos de capital y deuda capaz de absorber las pérdidas, además de suplementos de liquidez y mayores restricciones para grandes exposiciones al riesgo.

El listado de las entidades sistémicas se publicará en noviembre de 2014, están tendrán que cumplir con los requisitos aumentando el capital progresivamente a partir de enero de 2016 hasta enero de 2019.

Una mejora en la gestión de las entidades y la exigencia de un recargo de capital adicional son medidas para reducir la probabilidad de quiebra. Los mayores requerimientos de capital en función del grado de sistemicidad es una de las medidas

más importantes para la supervisión de las entidades sistémicas, persigue desincentivar a los SIB en la asunción de riesgos.

Críticos con esta medida no encuentran el vínculo entre mayores requerimientos de capital y menor riesgo sistémico, la quiebra de Northern Rock no se debió a una insuficiente capitalización sino a las características de su modelo de negocio centrado totalmente en el acceso a la liquidez a través de los mercados de titulización. Por el contrario, el informe *High-level Expert Group on reforming the structure the EU banking sector* (publicado en octubre de 2012 del Grupo Liikanen, su presidente E. Liikanen, presidente del Banco de Finlandia) reconoce que unos mayores requerimientos de capital aumentarán la resistencia de las entidades, disminuirán los incentivos y el coste público de futuras quiebras, también reconoce la necesidad de una mejor resolución por parte de la UE. El informe concluye recomendando la separación de la banca tradicional y la banca de inversión con el objeto de mejorar la medición del riesgo en las entidades.

Otros expertos han propuesto cambios en la estructura del negocio bancario, separando la banca tradicional de la banca de inversión más sofisticada. La propuesta Volcker en Estados Unidos prohíbe que un banco tradicional realice actividades de negociación por cuenta propia, la propuesta Vickers, en Reino Unido, es similar a la Liikanen, defiende separar las actividades tradicionales de las de inversión más sofisticadas.

Medidas para minimizar el coste de la quiebra son los planes de recuperación y resolución, los primeros permiten que la entidad sobreviva y los segundos buscan la reducción del coste de la quiebra.

Es muy importante, dado el grado de internacionalización de la banca, para una adecuada supervisión de los bancos sistémicos la cooperación y coordinación entre las autoridades en los distintos países, así como la existencia de regulaciones armonizadas.

3.6. RIESGO DE CONTRAPARTIDA

El riesgo de contraparte se refiere al riesgo de impago, cuando una de las partes incumple su obligación en una compraventa. Los errores destapados en la reciente crisis financiera han demostrado la necesidad de medir y gestionar bien este riesgo.

Dada la complejidad de los instrumentos financieros resulta muy difícil cuantificar correctamente este riesgo, las agencias de rating adquirieron mucha relevancia en la toma de decisiones de inversión. Una de las características más relevantes de la crisis financiera fue la asignación de ratings elevados a productos con un elevado riesgo de contrapartida, así como la importancia del rating entre los inversores, entidades financieras y organismos supervisores.

La dimensión de la crisis financiera ha cuestionado la labor de las agencias de rating, las principales causas de su comportamiento son¹⁶: la complejidad de los productos financieros para una adecuada medición del riesgo implícito, el posible conflicto de interés entre agencias y emisores, el excesivo protagonismo que los inversores han dado a los ratings como indicador de calidad de sus inversiones, la importancia de los ratings de los productos estructurados en la regulación y la calidad de la información disponible por las agencias para emitir la calificación.

La Comisión Europea ha presentado un Reglamento para supervisar y regular de forma directa las agencias de rating. La regulación se basa en la transparencia de los ratings, revisiones de metodologías, también incluye la obligación de registro de las agencias cuyos ratings sean utilizados por el regulador.

La regulación del riesgo de contrapartida trata de disminuir el riesgo de crédito existente en la contratación de derivados OTC (*over the counter*), además el dicho riesgo de crédito se intensifica cuando los contrapartes de los derivados OTC son empresas no financieras o minoristas.

El gran crecimiento en la negociación de instrumentos financieros como las permutas de incumplimiento crediticio, CDS¹⁷ (*credit default swaps*), junto con la titulización¹⁸ de activos, más conocido como *originar para distribuir*, ha sido una de los elementos característicos de la reciente crisis. Estos instrumentos financieros han sido considerados el vehículo de transmisión de la crisis de unas entidades a otras. Los mercados OTC tiene una elevada opacidad, en parte por la falta de estandarización de los contratos, es decir la mayor parte de los contratos tienen condiciones pactadas entre las partes. La falta de transparencia aumenta la incertidumbre entre los agentes financieros, como ha sucedido con la crisis de confianza derivada de la caída de Lehman Brothers, y puede impactar negativamente en los precios y en la liquidez del sistema financiero.

Las medidas reguladoras que se han puesto en marcha van dirigidas a reestablecer la confianza en estos productos y a asegurar un marco estable que evite los errores manifestados en la crisis, disminuyendo el riesgo, y contribuir a la reactivación del crédito. Se han revisado los requisitos de capital de las titulizaciones e incrementado el grado de ponderación por riesgo. En el caso de los CDS la regulación exige un aumento de la transparencia, para una mayor eficiencia en la supervisión, en la gestión del riesgo, en la formación de precios y en la disminución del riesgo de contraparte.

Los organismos reguladores tienen que realizar un ajuste¹⁹ en la valoración contable de en todas las entidades que operen en actividades con riesgo de contrapartida. Posterior a la valoración contable los supervisores tratan de asegurar, con mayores requerimientos

¹⁶ Losada, R. (2009) CNMV

¹⁷ Arce, O., Gonzalez, J., Sanjuan, L. (2010) CNMV

¹⁸ Martín, M.R. (2014) CNMV

¹⁹ Gil, F., Manzano, F. (2014) Banco de España

de capital, que las oscilaciones patrimoniales no perjudiquen la solvencia de las entidades de crédito.

Se establece un capital adicional para el riesgo de crédito de determinadas contrapartidas con el objetivo cubrir las potenciales pérdidas por cambios en la solvencia de la contraparte, como sucedió en el caso Lehman., o por pérdidas debidas a cambios en la valoración a precios de mercado para derivados OTC. La nueva regulación también trata de incentivar las cámaras de compensación y liquidación, aunque un mayor peso de las entidades de contraparte supone un riesgo sistémico, también se intenta absorber las pérdidas por ajustes en la valoración de créditos.

4. EL RIESGO DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS NO REGULADAS

Con la actual supervisión bancaria las entidades financieras no reguladas (BIS, EBA...), los *hedge funds* y las empresas financieras, tienen una ventaja competitiva respecto al precio con respecto a las entidades financieras reguladas, puesto que pueden apalancarse todo lo que quieran ofreciendo mejores precios.

Los hedge funds o los fondos de inversión libre, se caracterizan por una regulación mínima, enorme flexibilidad en sus políticas de inversión, la complejidad de algunas de sus operaciones y la escasa transparencia.

El importante crecimiento de los *hedge funds* se atribuye a los bajos tipos de interés y al incremento de la liquidez global en busca de mayores rendimientos, parte del crecimiento de los HF²⁰ se debe a la entrada de inversores institucionales, fondos de pensiones y fundaciones, para una mayor diversificación de las carteras.

Con la actual vulnerabilidad del sistema financiero tras la crisis, la opacidad de los HF ha despertado recelos sobre el riesgo de contagio a los mercados financieros globales, éstos se basan fundamentalmente en los instrumentos financieros usados por los HF, los derivados y el apalancamiento, y en la relación de los HF con los bancos de inversión y otros intermediarios financieros.

El apalancamiento en los HF es clave para obtener mayor rentabilidad, pero también aumenta el riesgo en caso de pérdidas. En caso de quebrar un HF apalancado, afectaría también a los prestamistas, riesgo de contrapartida, y a otros agentes del mercado no vinculados directamente con los HF, riesgo de liquidez, afectaría a la estabilidad financiera global.

²⁰ Noguera, M. (2008) La Caixa

Muchos bancos de inversión e instituciones financieras conceden préstamos a los HF, la dificultad de medir el riesgo de crédito asociado a un HF, por el uso intensivo de derivados y por la escasa cooperación internacional para facilitar información, es un riesgo sistémico en el sistema financiero global.

Otro argumento para regular su impacto en la estabilidad financiera global es debido a la posibilidad de los HF de influir en los precios a consecuencia de su posición dominante en algunos mercados y como proveedores de liquidez.

La quiebra de LTCM (*Long Term Capital Management Fund*) y la crisis de las hipotecas *subprime* han evidenciado cómo una crisis en la confianza de los mercados, debido a la falta de información sobre la localización y el nivel del riesgo en el sistema financiero, puede transformarse en una crisis de liquidez y de solvencia y desestabilizar globalmente la economía.

Los organismos reguladores buscan controlar el riesgo sistémico obligando a una mayor transparencia en cuanto al uso del apalancamiento²¹, a informar de sus posiciones de las participaciones significativas. La transparencia contribuiría a minimizar la toma de riesgo en algunas actividades al mismo tiempo que informaría a los mercados sobre el posible impacto de las posiciones de los *hedge funds*.

A pesar de los objetivos de los reguladores, la supervisión de los HF es complicada por la falta de coordinación internacional, y resulta escasa en comparación con la actual regulación al sector bancario. Por tanto, otorga una ventaja competitiva a los hedge funds frente al sector financiero regulado y no se elimina el riesgo sistémico en los mercados financieros internacionales.

4.1. EL RIESGO DE LA BANCA EN LA SOMBRA

La *banca en la sombra* es una de las deficiencias existentes en el sistema financiero antes del estallido de la crisis financiera internacional. La *banca en la sombra* son instituciones financieras no bancarias, que captan fondos a corto plazo en mercados monetarios y los usan para comprar activos con vencimientos más largos, similar a la actividad de los bancos comerciales. La diferencia que presenta la banca en la sombra es que no se encuentra sometida a la regulación bancaria tradicional, en una situación de stress no pueden tomar préstamos del banco central y además no tienen depósitos tradicionales cuyos fondos tienen una cobertura de seguro, es decir, están en la sombra.

La banca en la sombra se caracteriza por una escasa transparencia acerca del valor de sus activos, por la escasa vigilancia regulatoria, la ausencia de capital para absorber

²¹ Sánchez- Calero, J., Tapia, A.J.(2013) Universidad Complutense

pérdidas y la imposibilidad de acceso a un respaldo de liquidez para hacer frente a pánicos bancarios.

El problema se encuentra en la exposición, en el vínculo con los bancos tradicionales, por el riesgo de contagio al sistema bancario, tal como sucedió con las *hipotecas subprime* en Estados Unidos, y terminó afectando a la estabilidad financiera internacional.

Los organismos supervisores tratan de contener esta exposición de los bancos tradicionales, de reducir el riesgo sistémico, con los incrementos en las normas de capital y de liquidez.

En la situación actual de contracción del crédito al sector privado, los agentes económicos con necesidad de financiación buscan alternativas en la financiación y están recurriendo a la banca en la sombra.

Un estudio de Luck y Schempp²² sobre la transformación experimentada en el sector bancario a consecuencia de la nueva regulación y el efecto de las medidas en la coexistencia entre entidades financieras reguladas y entidades financieras no reguladas, los bancos en la sombra. La estabilidad financiera va a depender del tamaño y relevancia que adquiera la banca en la sombra, si el porcentaje es reducido el *shadow banking* es reducida la posibilidad de desestabilizar los mercados financieros, si por el contrario, el crecimiento de la banca en la sombra adquiere relevancia en el sector financiero global, la estabilidad financiera es frágil, por el posible efecto de un pánico bancario en el sector bancario en la sombra. Además, si la banca tradicional mantiene vínculos con la banca en la sombra el riesgo sistémico reaparece en la economía mundial. Estos expertos también inciden en la existencia de fallos en la regulación bancaria para prevenir una crisis bancaria.

Se han sumado más expertos pidiendo reforzar el control sobre el sector bancario en la sombra, cuyo tamaño asciende a 60 billones de dólares a nivel mundial, en torno al 25% o 30% del sistema financiero, puede, por tanto, afectar a la estabilidad financiera.

Recientemente el FMI²³ ha valorado la situación actual de la banca paralela y su impacto en los mercados financieros, debido al crecimiento que ha experimentado en las economías desarrolladas, con la excepción de China, donde se ha producido un importante crecimiento del sector bancario en la sombra, a una tasa de un 20% anual. El FMI apunta como causa de este crecimiento a las regulaciones más estrictas y a un aumento de la liquidez en los mercados financieros. Afirma que se encuentran indicios en las economías desarrolladas de una migración de las actividades tradicionales de la banca comercial, como el crédito a las empresas, hacia la banca en la sombra.

²² Luck, S., Schempp, P. (2014) BCE

²³ FMI (2014) GFSR

Por otro lado, aunque se alerta del riesgo, reconoce los beneficios que puede tener la banca en la sombra, como una ampliación al acceso al crédito. Si se corrigen las lagunas regulatorias y se reducen al mínimo los riesgos sistémicos, la banca en la sombra puede mejorar la eficiencia en el sector financiero.

La experiencia de la crisis financiera y las propias características del sistema financiero han evidenciado la dificultad de una medición exacta del riesgo asumido por las entidades financieras, imprescindible para una correcta supervisión del sector bancario en la sombra y sus vínculos con las entidades financieras reguladas.

5. IMPUESTO SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS

La quiebra de Lehman Brothers, la posterior crisis financiera junto con el elevado gasto público destinado a rescatar algunas entidades financieras, lo que provocó un gran deterioro de las finanzas públicas y derivó en algunos países en una crisis de deuda soberana, ha planteado el establecimiento de un gravamen sobre las transacciones financieras como mecanismo de compensación por el gasto público efectuado.

El objetivo de dicho gravamen es garantizar que las entidades contribuyan equitativamente a la financiación de los costes generados por la reciente crisis y reforzar la eficiencia y estabilidad del sector financiero, al reducir las transacciones especulativas a muy corto plazo.

Dado el elevado grado de movilidad de las operaciones financieras es necesaria una armonización en los impuestos de los distintos países al objeto de evitar una fragmentación en los mercados financieros, puesto que podría dar lugar a desplazamientos financieros desde los países con mayores tipo impositivas hacia los países con menor gravamen.

El 2011 la Comisión Europea presentó su propuesta relativa el Impuesto sobre las Transacciones Financieras, ITF, el cual permitirá la creación de este impuesto en los 27 países miembros de la UE. Las reuniones del ECOFIN de junio y julio de 2012 manifestaron la ausencia de un acuerdo común para implantar el gravamen a corto plazo en el conjunto de la UE, han mostrado su rechazo al impuesto Reino Unido, Luxemburgo, Suecia, Países Bajos y República Checa.

Las principales características del gravamen diseñado por la Comisión Europea son:

- es un impuesto que grava las transacciones financieras tanto al comprador como al vendedor

- distingue entre los mercados organizados y no organizados: el mercado de Acciones y Deuda Pública se gravaría al 0,1%, el gravamen de los derivados sería del 0,01%
- la base imponible la formará el importe del producto a precios del mercado
- dos terceras partes de la recaudación se destinarán al presupuesto de la Unión Europea.

Finalmente, la oposición algunos países miembros, principalmente el Reino Unido ha aplazado el establecimiento del gravamen. Algunos de los argumentos de estos países son: la introducción del impuesto puede tener un impacto significativo al afectar tanto a las entidades financieras como a sus clientes. La propia Comisión asume que el impuesto dará lugar a un cambio en el comportamiento de los mercados y que la rentabilidad de determinadas transacciones se verá afectada.

Los valores negociados sobre los mercados de deuda emitidos por los Estados miembros es posible que sufran una contracción y con ello una reducción de la liquidez. El impuesto también tendrá un impacto negativo en la rentabilidad empresarial, en los fondos de pensiones y de inversión. Además las entidades financieras fuera del ámbito de aplicación evitarán operar con las entidades establecidas en Estados miembros y con los productos emitidos por estas.

6. REGULACIÓN EN EEUU TRAS LA CRISIS FINANCIERA

Las deficiencias detectadas en la supervisión financiera, a raíz de la profundidad de la crisis financiera internacional, ha impulsado cambios en la regulación del sistema financiero. Las medidas adoptadas en Estados Unidos presentan diferencias con respecto a las adoptadas en los países europeos aunque existe una coordinación respecto a los objetivos: evitar costes a los contribuyentes, mayor supervisión y exigencias a las entidades sistémicas, proteger al consumidor de prácticas abusivas y de falta de transparencia en los productos financieros, mejorar la solvencia de las entidades minimizar los incentivos de los gestores a la toma de decisiones a corto plazo, es decir, reducir la asunción de riesgos elevados, modificar el marco de supervisión y evitar lagunas regulatorias que permitan a algunas entidades o actividades financieras quedar al margen de la supervisión.

En Estados Unidos en 2009, poco después de implantar nuevas medidas para afrontar los efectos de la crisis, se manifestó la necesidad de realizar cambios en la regulación del sistema financiero, en el funcionamiento de algunos mercados, en las agencias de calificación, en las agencias de supervisión, y de los hedge funds. La propuesta final, *Dodd- Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, conocida como la Ley Dodd – Frank, se aprobó en julio de 2010.

La nueva legislación tiene como objetivos promover la estabilidad financiera y la protección al consumidor, para ello se crean dos nuevos organismos, el Consejo de Estabilidad Financiera y la Agencia de Protección al Consumidor Financiero.

El Consejo de Estabilidad Financiera, se le asignan las funciones de identificar los principales riesgos sistémicos, designar las entidades sistémicas y recomendar medidas regulatorias, también deberá realizar informes sobre el impacto de las medidas regulatorias.

La Agencia de Protección al Consumidor Financiero, se le asignan las funciones de proteger al consumidor de servicios financieros y de la educación financiera, este organismo tiene capacidad para supervisar, regular e imponer sanciones. Se integra en el organigrama de la Reserva Federal, con un alto grado de autonomía.

La Reserva Federal mantiene y amplía sus competencias y su labor de supervisión.

Se desarrollan medidas para minimizar los incentivos de las entidades sistémicas en acumular excesivos riesgos, además de incrementarse los requerimientos de capital, liquidez, apalancamiento, y concentración de riesgos en las entidades financieras se aprueban condiciones específicas que deben cumplir las entidades sistémicas.

La nueva regulación establece limitación al tamaño con el objeto de prevenir el riesgo sistémico y la concentración de la competencia. También se aprobó la denominada Volcker rule, para separar el modelo de negocio de la banca, la banca tradicional de la banca de inversión, como una medida para medir y gestionar el riesgo de forma más eficaz. Sin embargo, esta medida no se aplica a las entidades sistémicas, en este caso la Reserva Federal deberá imponer mayores requisitos regulatorios.

En la nueva legislación bancaria también se incluyen la modificación de los mercados de titulización, de los mercados de derivados y las agencias de rating.

Para los mercados de titulización se establecen mayores requisitos de información y transparencia en los activos que se titulan, también se mejora el funcionamiento de las agencias de rating, un elemento clave en los mercados de titulización. Las agencias de calificación crediticia serán supervisadas por la SEC (*Securities and Exchange Commission*), que además emitirá normas para que a metodología y procedimientos utilizados queden reflejados en los ratings, también se introducen medidas para mejorar la competencia entre las agencias.

También se han establecido cambios en el funcionamiento de las operaciones con derivados, primeramente pasan a estar regulados por la SEC, se les exige unos requisitos mínimos de capital y de depósitos de fondos para cubrir sus posiciones, también se exige la obligatoriedad de las cámaras de compensación, además se fomenta que las operaciones con derivados no las realicen las entidades financieras, sino por sus filiales, para que en el caso de posibles quiebras no puedan ser rescatadas por las Reserva Federal. La SEC también se ocupará de supervisar los hedge funds.

La reforma americana aborda los principales cambios que necesita el sistema financiero, a diferencia de la estrategia seguida en los países europeos que no han abordado una transformación global, aunque persigan los mismos objetivos, sino que van aprobando progresivamente distintas medidas. En todo caso, las exigencias de la nueva regulación bancaria contemplan periodos largos de adaptación y transición, con el objeto de evitar una agudización de la crisis.

7. IMPACTO DE LA NUEVA LEGISLACIÓN REGULADORA

La reforma de Basilea III exige a la banca más capital, a través de los mayores requerimientos de capital, de los colchones de capital y del ratio de apalancamiento, también exige un capital de mayor calidad mediante una mayor restricción de los activos que forman el capital básico, tier 1, el objetivo es que los recursos propios básicos de las entidades puedan absorber las pérdidas en fases recesivas del ciclo.

7.1. VALORACIÓN CUANTITATIVA DEL IMPACTO DE LA REGULACIÓN POR EL IIF Y EL MAG.

Por un lado, las propuestas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BCBS, con las medidas para reforzar los requisitos de capital y de liquidez ha sido objeto de debate y distintos estudios para una valoración de su posible impacto en la economía real a largo plazo y a corto plazo.

A largo plazo, una mayor capitalización de la banca aumentará su capacidad para absorber pérdidas en fases recesivas y minimizará la posibilidad de futuras crisis sistémicas, pero los mayores requerimientos de capital aumentarán el coste financiero trasladándose a un efecto negativo en la oferta del crédito y en un cambio en el negocio del sector bancario. A corto plazo, aunque se ha previsto un periodo largo para que las entidades cumplan con los nuevos requerimientos, muchas de las entidades bancarias ya han cumplido con los requisitos de capital, lo que se ha traducido en un endurecimiento mayor del acceso al crédito y en una mayor dificultad en superar la recesión económica.

Los trabajos más representativos que han tratado de cuantificar los costes asociados a la nueva legislación reguladora son los realizados por el IIF, *Institute of International Finance*, y por el MAG, *Macroeconomic Assessment Group*²⁴. En la primera etapa, consideran un modelo que vincula los requisitos regulatorios con el coste financiero y el

²⁴ Gavilán, A. (2010) Banco de España

volumen de crédito. En la segunda etapa, analizan el impacto sobre los tipos de interés y la oferta de crédito, obtenido en la primera etapa, se traslada al PIB.

Los resultados de ambos trabajos son dispares, si bien en el estudio del IIF la principal conclusión es que el impacto de las medidas regulatorias tendrá un considerable impacto en la economía especialmente en el corto plazo, prevé un incremento del coste financiero para el sector privado y una contracción del PIB de 2.6%, 1.9% y 4.3% para Estados Unidos, Japón y el área de la UE respectivamente. El área euro sufrirá un impacto mayor que Estados Unidos y Japón, debido fundamentalmente al mayor peso del sector bancario en la eurozona y peor posición de partida.

El estudio del MAG estima el impacto de un incremento requerimientos de capital de un punto porcentual en una contracción del PIB del 0.16% y el aumento de un 25% de la ratio de activos líquidos la contracción del PIB sería un 0.08%. También estima una contracción del crédito y un encarecimiento del coste financiero al sector privado casi cuatro veces inferior al estimado por el IIF.

Esencialmente la diferencia en los resultados obtenidos por ambos estudios es que no consideran el mismo escenario de reforma regulatoria, el escenario regulatorio del IIF es más exigente que el MAG e incluso que el acordado por los organismos supervisores, también el MAG valora de forma separada el endurecimiento de los requisitos de capital y de liquidez, por ello es difícil compara los resultados aunque ambos tengan el mismo enfoque para cuantificar el impacto macroeconómico de las reformas.

7.2. POSIBLES EFECTOS A CORTO Y LARGO PLAZO.

El innegable efecto a corto plazo por los incrementos en los requerimientos de capital y de liquidez tendrá un impacto negativo en la actividad económica. Resulta necesario un estudio preciso que valore cuantitativamente el impacto macroeconómico en una fase de débil recuperación para calibrar y evaluar la idoneidad de las medidas adoptadas

Por otro lado, el sector financiero está experimentando un cambio en su modelo de negocio tras la crisis financiera y la posterior modificación de la legislación reguladora, uno de los efectos que se han venido observando es la reducción en los flujos bancarios transfronterizos y una tendencia a la menor dependencia de la financiación mayorista. La reducción de la intermediación bancaria a escala internacional²⁵ se viene reflejando en un elevado dinamismo de la emisión del sector corporativo no financiero, dichas emisiones están orientadas a inversores extranjeros han llegado a triplicar a las

²⁵ Serena, J.M., Valdeolivas, E. (2014) Banco de España

registradas antes de la crisis financiera. Contrariamente, las emisiones del sector bancario de economías emergentes han experimentado un vigoroso crecimiento.

Esta tendencia refleja un cambio en el modelo de negocio del sector bancario en economías avanzadas, pueden estar influidos por los cambios en la legislación regulatoria para minimizar el riesgo sistémico y de liquidez, con restricciones de financiación en determinados mercados financieros y con una transición hacia un modelo de financiación más estable. El aumento de los requerimientos de capital puede trasladarse a un encarecimiento o mayor dificultad para acceder a la financiación del sector bancario, lo que explicaría la sustitución por el sector corporativo no financiero.

Los cambios regulatorios, junto a Basilea III, pueden ser los factores con mayor impacto en el cambio de modelo de negocios bancarios. Las principales reformas estructurales son las del Reino Unido, la UE y la de Estados Unidos, basadas en los informes Vickers y Liikanen y en la propuesta Volcker, que proponen la separación entre la banca comercial, captación de depósitos y concesión de créditos, y la banca de inversión. La norma aprobada por la Reserva Federal en febrero de 2014, también tiene un considerable impacto puesto que modifica la regulación de las oficinas de bancos extranjeros que operan en Estados Unidos.

Además, un conjunto de países están tomando medidas, como las recomendaciones de la FPC, *Financial Policy Committee*, del Banco de Inglaterra a la banca doméstica para que reduzca su exposición a la zona euro, pueden contribuir a reducir los vínculos intra-grupos. La sustitución de la exposición los fondos de inversión del mercado monetario de Estados Unidos a los bancos japoneses refleja menores fondos prestables por parte de los bancos europeos y un aumento en el caso de los bancos japoneses.

Por otra parte, la introducción de estándares de liquidez moderará los riesgos que planteaba un modelo de negocio donde los bancos obtenían financiación en mercados mayoristas para realizar inversiones en el resto del mundo. Estas tendencias en el modelo de financiación internacional están influyendo en el proceso de integración financiera global.

Frente a la tendencia del sector bancario de las economías avanzadas contrasta el dinamismo de los flujos financieros en los mercados internacionales del sector corporativo no financiero. Este dinamismo está permitiendo el crecimiento de mercados menos desarrollados, como las emisiones desde centros *offshore*, las emisiones offshore son las emisiones en mercados internacionales realizadas fuera del país de residencia del emisor, y forman parte de la financiación internacional, o la emisión de bonos denominados en monedas de economías emergentes. Este cambio de tendencia puede plantear riesgos al dirigirse la actividad hacia mercados más innovadores y con mayor riesgo.

7.3. CONCENTRACIÓN DEL SECTOR BANCARIO

Otro de los efectos de la crisis financiera y de los cambios en la regulación es la concentración del sector bancario, este cambio con implicaciones directas para la competencia y la estabilidad financiera tiene dos puntos de vista, por un lado, una mayor concentración bancaria puede tener efectos negativos en la competencia trasladándose a un aumento en los tipos de interés sobre los préstamos debido a políticas de fijación de precios no competitiva. Por otro lado, el llamado paradigma *Charles Value*²⁶ estima que un bajo nivel de competencia en el sector bancario podría evitar una asunción de riesgos excesivos por parte del sector bancario y por tanto reducir una posible insolvencia y crisis bancaria. La teoría se base en la idea de que las perspectivas de obtener beneficios suficientemente elevados como consecuencia del poder de mercado disminuye el interés de las entidades financieras en asumir riesgos elevados.

Como consecuencia de la desaparición de Lehman se han producido reestructuraciones y fusiones para prevenir problemas de solvencia y de contagio. Los gobiernos han adoptado medidas de urgencia, convencionales y no convencionales, como inyecciones de capital, nacionalizaciones, fusiones forzadas, adquisición de activos y extensión de los fondos de garantía para los depósitos bancarios. Esta situación ha llevado a una concentración bancaria en prácticamente todos los países desarrollados.

Las ayudas públicas concedidas a la banca distorsionan la competencia y los mercados financieros, por un lado, las ayudas a entidades sistémicas, o demasiado grandes para dejarlas caer, crea incentivos para asumir riesgos excesivos. Por otro lado, las ayudas públicas a entidades débiles favorece la pervivencia de estas, deteriorando el mercado.

El balance tras la crisis financiera es un cambio en la estructura del mercado con menor competencia y un incremento de entidades sistémicas tras las fusiones bancarias. La Comisión Europea ha desarrollado medidas para evitar una excesiva distorsión de la competencia.

Por el contrario, los nuevos criterios de Basilea III parece que tienden a favorecer un mercado financiero más concentrado, formado por bancos de mayor tamaño, con mayor diversificación. Las mayores exigencias de capital y liquidez incrementan los costes de capital de los bancos, medida que proporciona ventaja competitiva a los bancos de mayor tamaño, por tanto, esta medida incentiva las fusiones y la concentración del mercado. Hay que tener en cuenta que la nueva regulación ha incrementado las exigencias y reforzado la supervisión en las entidades sistémicas, además el Consejo de Estabilidad Financiera²⁷, FSB, ha elaborado un marco a nivel internacional que exige a

²⁶ Keeley, M.C. (1990) American Economic Review

²⁷ Gonzalez-Páramo, J.M. (2012) BCE

las instituciones financieras de importancia sistémica mayores dotaciones de capital, esta medida reduce los incentivos de estas entidades a asumir riesgos excesivos frente a competidores con menos riesgo sistémico.

Las reformas regulatorias tienen por objetivo la estabilidad financiera y corregir los fallos detectados en la crisis financiera. No tienen como objetivo directo mejorar la competencia bancaria, no obstante, las medidas impuestas para reducir los incentivos de las entidades para apalancarse y asumir riesgos excesivos, también ha tratado de reducir los agujeros regulatorios que permitían a las entidades financieras un elevado riesgo y apalancamiento, dichas medidas pueden tener un efecto positivo sobre la competencia.

Se debería valorar también si un aumento de la competencia en el sector financiero resulta positivo para la economía real, hemos visto en fases anteriores a la crisis como la competencia entre entidades financieras aumentó la asunción de elevados riesgos afectando a la estabilidad financiera. La experiencia de la crisis financiera ha demostrado que un exceso de competencia puede ser perjudicial y desestabilizar la economía real, al elevar los incentivos a corto plazo para la asunción de riesgo, junto con un marco de supervisión y regulatorio deficiente.

La gravedad de la crisis ha hecho prevalecer el objetivo de estabilidad financiera a corto plazo frente garantizar la competencia del sector financiero. Es difícil encontrar el equilibrio entre competencia y estabilidad financiera, y resulta inevitable una mayor concentración con los cambios regulatorios.

Los esfuerzos regulatorios se han dirigido a limitar los incentivos en la asunción de riesgos y de apalancamiento, junto con un mayor control y refuerzo de la supervisión en las entidades financieras de importancia sistémica.

La crisis financiera ha manifestado la necesidad de una cooperación internacional al objeto de evitar incentivos de las entidades financieras a realizar actividades opacas con elevado riesgo en un vacío legal internacional, dado que la interconexión financiera termina contagiando a la práctica totalidad del sector bancario.

Los organismos supervisores también deben vigilar que una concentración del sector bancario con mayores requerimientos de capital no se traslade en forma de un encarecimiento crediticio al sector privado.

8. NUEVOS RIESGOS SISTÉMICOS EN EL SECTOR FINANCIERO

Tras las graves consecuencias de la crisis financiera en la economía real la mayoría de los países desarrollados han implementado ajustes estructurales en sus sistemas financieros para evitar una posible repetición de la crisis en el futuro. Muchas de estas

medidas son objeto de debate y controversia y aunque todavía es pronto para realizar una valoración exacta de su impacto en la economía real es muy probable que no se vuelva a repetir en estos países una crisis bancaria, con el contagio y el coste público, similar a la iniciada en verano de 2007.

Más recientemente la atención se está centrando en las economías emergentes, más concretamente en los llamados países BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica), se trata de países en desarrollo con importancia sistémica para la economía mundial, todo cuanto sucede en su economía y en su sistema financiero influye en la economía mundial.

Desde el inicio de la crisis en los países desarrollados muchos países emergentes han acumulado desequilibrios externos y financieros, un elevado apalancamiento que los expone a una coyuntura externa menos favorable de una subida de tipos de interés por la Reserva Federal, por lo que resulta necesario implementar reformas que contengan los excesos y volver a la senda de incrementos en la productividad.

Este excesivo nivel de endeudamiento junto con el enfriamiento del crecimiento de los países emergentes es ahora objeto de debate. Es posible que los países emergentes estén sufriendo a consecuencia de la política de flexibilización cuantitativa de Estados Unidos, conocida también como el Gran Experimento, gran parte de ese dinero fluyó hacia las economías emergentes en búsqueda de una mayor rentabilidad, los precios de las acciones y las tasas de rendimiento se incrementaron. Cuando la Reserva Federal, FED, anunció en mayo de 2013 la gradual retirada de estímulos comenzó una fuga de capitales desde los países emergentes hacia los desarrollados.

La retirada del programa de compra por parte de la FED puede tener efectos negativos en las economías emergentes, como un aumento de las tasas de interés a largo plazo, una fuerte reducción de capital en los países en desarrollo y un alza de la prima de riesgo en estas economías, por tanto se trasladaría en una dificultad y un encarecimiento de la financiación para los Gobiernos de países en desarrollo. Estas consecuencias en los mercados financieros se trasladarían directamente a la economía real de estos países, como ha sucedido recientemente en algunos países desarrollados.

La flexibilización cuantitativa parece que formó una burbuja en el precio de los activos financieros en los mercados emergentes y su retirada puede significar una nueva crisis de liquidez con riesgo sistémico para las economías en desarrollo.

Además de la fuga de capitales provocada por la disminución de la QE (*quantitative easing*) otro factor a tener en cuenta es la desaceleración económica de China. El FMI²⁸ en su *Informe de Estabilidad Financiera* concluye que aunque actualmente no hay riesgos para la estabilidad financiera, las economías emergentes están sufriendo un importante deterioro. Para evitar que en un futuro el riesgo de desaceleración en algunas economías afecte a la estabilidad financiera propone reformas estructurales para

²⁸ FMI (2014) GSFR

continuar con el crecimiento económico y aumentar la productividad. Mientras las economías avanzadas se recuperan de la crisis financiera, los mercados emergentes pueden verse afectados por una mayor volatilidad y mayor coste crediticio junto con el riesgo de salidas de capitales.

El FMI urge medidas para mejorar la credibilidad, corregir los desequilibrios macroeconómicos y financieros que se generaron durante la etapa de la flexibilización cuantitativa, junto con el elevado endeudamiento público y privado. Un escenario adverso puede provocar una caída en el precio de los activos y una crisis de liquidez. Además un endurecimiento de los costes financieros puede afectar negativamente al sector privado y al sector público, consecuencia de su exposición a las tasas de interés en Estados Unidos, y transformarse en una crisis de deuda soberana. Una crisis financiera en los países emergentes también tendría consecuencias en las economías avanzadas, aún en una fase de recuperación y débil crecimiento, con dependencia de la demanda países en desarrollo.

8.1.COMPARATIVA CON LA CRISIS DE DEUDA LATINOAMERICANA DE 1980

La actual situación de ralentización en muchas economías en desarrollo junto a los desequilibrios gestados, en gran parte por la laxitud monetaria y la política de flexibilización cuantitativa de Estados Unidos, puede derivar en una crisis financiera con implicaciones directas a las economías desarrolladas.

La crisis de deuda que vivió América Latina en 1980 es un referente en la situación actual para extraer conclusiones.

El fuerte crecimiento de la deuda en América Latina en los años anteriores a la crisis se explica por una abundante disposición de financiación y abaratamiento en los costes financieros, también se debió a un cambio en las expectativas en el crecimiento de los países emergentes, con un promedio anual en torno al 6%. En 1982 la deuda viva se había duplicado en relación a los tres años anteriores.

La política de subida de tipos de interés en 1978 tuvo como consecuencias el encarecimiento del crédito y la apreciación del dólar. La deuda de América Latina estaba denominada en dólares esto se tradujo en un incremento tres veces superior de los intereses de la deuda. Se dieron varias fases en la gestión de la crisis, una conocida como Plan Brady y otra conocida como Plan Baker.

Inicialmente la crisis se consideró un problema de liquidez, no de solvencia. El llamado Plan Baker se basaba en un ajuste estructural con crecimiento, privatización de empresas públicas y liberalización de los intercambios comerciales entre estos países. El

plan resultó ser insuficiente, el principal fallo fue no identificar problema de solvencia en determinadas economías sumado a la posterior caída del precio del petróleo perjudicando a México y otros países productores de crudo.

El Plan Brady, 1989 – 1998, que mantenía los esquemas del plan Baker, se diagnosticó un problema de solvencia y aumentó la preocupación por el impacto de la crisis en la actividad económica de Estados Unidos, todos esfuerzos se orientaron en la reducción de la deuda en América Latina. El plan Brady asignó 30.000 millones de dólares (24.000 millones provistos por el FMI y el Banco Mundial y 6.000 millones provistos por Japón) a operaciones de recompra de deuda, incluyendo la cobertura de garantía de los llamados bonos Brady, estos bonos combinaban una reducción de la deuda y garantizaban al acreedor el pago restante de la deuda, la quita de la deuda se negociaba entre el Gobierno deudor y los bancos acreedores, el resto de la deuda se garantizaba con la emisión de un bono del Tesoro norteamericano.

Hasta 1998, se acogieron a la restructuración de la deuda bajo el Plan Brady 17 países, la quita promedio fue del 30%, aunque menor en el caso de los grandes deudores como México (quita del 14%) y Brasil (quita del 12%).

Los bancos norteamericanos expuestos a la deuda de los países latinoamericanos tuvieron que aumentar sus provisiones para cubrir los créditos impagados, en 1987 Citicorp estableció una provisión por pérdidas para cubrir más de un 30% de su exposición a la deuda latinoamericana. El impacto en los bancos afectados fue descenso en su rentabilidad, un 4,2% de ROE en comparación con un 9% del resto de la banca norteamericana.

Es importante destacar que la quita de deuda fue posible porque el sistema bancario internacional contaba con capital suficiente para asumirla y en un entorno de crecimiento económico en las economías avanzadas.

Los actuales cambios regulatorios han fomentado una tendencia a la concentración de la banca en los mercados de deuda pública por los incrementos exigidos en los requerimientos de capital. Además muchos de los fondos del programa QE de la FED se han dirigido a los países en desarrollo creando una burbuja financiera. La retirada de estímulos por la FED y con un horizonte de próximas subidas de tipos de interés por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, abre la posibilidad de una nueva crisis financiera.

En las economías emergentes una crisis financiera tiene mayor probabilidad de derivar en una crisis de deuda soberana²⁹ e impactar en el sector bancario de las economías avanzadas, aún inmersas en una fase de lento crecimiento y recuperación económica.

²⁹ Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. (2011)

8.2. FOCO DE ATENCIÓN EN LOS BANCOS SISTÉMICOS DE CHINA

Por el contrario, expertos están alertando de una posible crisis en algunas economías emergentes, como es el caso de China. Actualmente el mayor riesgo sistémico del mundo se encuentra en los bancos Chinos, según un estudio del *Laboratorio de Volatilidad de la Escuela de Negocios Stern de la Universidad de Nueva York*, el coste de rescatar los bancos de China casi se ha cuadruplicado en los últimos tres años, supera los 526.000 millones de dólares, el más alto de cualquier sistema bancario. Este sería el coste de asegurar la solvencia en caso hipotético de que las acciones cayeran más de un 40% en seis meses. El segundo país con mayor riesgo sistémico, según la lista del Laboratorio de Volatilidad, es Japón con un coste de un hipotético rescate a la banca de más de 490.000 millones de dólares, el tercer país del listado es Francia, con un coste estimado de casi 350.000 millones de dólares. En Estados Unidos un el coste de un rescate estaría en 300.000 millones de dólares.

El informe sostiene que los bancos chinos no están dotados de suficiente capital para afrontar una crisis en el sector financiero. Las causas son un incremento del 25% en gasto público, junto con el incremento del nivel de apalancamiento del sector privado.

Además China está expuesta al aumento de tipos de interés en Estados Unidos dado su elevado endeudamiento extranjero, con las consecuencias de un empeoramiento de las condiciones de financiación para el sector privado y para el sector financiero. China pudo evitar el contagio de la crisis internacional debido al fuerte control sobre los flujos de capital de las autoridades, pero debido a un menor crecimiento de la economía del esperado las autoridades han permitido la entrada de más capital extranjero al país para impulsar el crecimiento. Este incremento de los vínculos o de exposición a la economía mundial ha mermado el férreo control de las autoridades sobre los flujos de capital, de esta forma China se encuentra expuesta a las subidas de tipos de interés mundiales y a las fugas de capital. Esto podría forzar al Banco Popular de China a intervenir relajando sus medidas con el objetivo de evitar que los tipos impositivos aumenten.

También existe una preocupación por parte del aumento de la deuda extranjera de China fuera del país, muchos de estos préstamos se ha destinado a financiar la expansión internacional de grandes compañías chinas, pero una parte de dicha deuda extranjera puede estar vinculada a activos inmobiliarios muy expuestos a un aumento de los tipos de interés y a una ralentización en el crecimiento de la economía china.

El informe del Laboratorio de Volatilidad no alerta de una nueva crisis financiera, es una valoración de las entidades sistémicas, si hace una incidencia de que en un escenario de estrés la banca china no cuenta con suficiente capital para afrontar una crisis en su sistema financiero.

Sin embargo, si se considera el porcentaje del sector bancario chino sobre el PIB, la banca china podría ser rescatada por el Gobierno y su impacto en las arcas públicas sería menor que el caso de Francia, Reino Unido y Japón, donde el peso del sector bancario respecto al PIB es mayor. Aun con todo, tanto el FMI como el Banco Mundial ven una necesidad en promover reformas, recientemente el FMI ha propuesto liberalizar el sector bancario, controlar el crédito y el crecimiento del sector bancario a la sombra por parte de las autoridades chinas.

En suma, China podría superar una crisis financiera, incluso sin disponer su sector bancario de suficiente capital, con fondos del Estado y evitar una recesión como la reciente vivida en Estados Unidos y la Unión Europea.

9. CONCLUSIONES

La crisis financiera de 2007 ha transformado el panorama financiero internacional, el modelo de negocio bancario “*originar para distribuir*”, vigente en los años previos al estallido de la crisis, es la principal causa de la gran crisis de confianza que ha afectado a intermediarios y a mercados financieros, provocando cuantiosas pérdidas a los grandes bancos internacionales de inversión. La crisis de confianza se transformó en una crisis de liquidez que obligó a intervenir a los bancos centrales de las principales economías del mundo para proveer liquidez y evitar el colapso y la desestabilización del sistema financiero. Debido a la intervención de los gobiernos la crisis de liquidez derivó hacia una crisis de deuda en algunos países, obligando al banco central a utilizar instrumentos no convencionales.

Así como muchos elementos de esta crisis presentan similitudes con crisis anteriores, la crisis de liquidez ha sido un elemento novedoso que ha constituido un reto para los gobiernos en todo el mundo, para los organismos supervisores y para bancos centrales, los cuales ha utilizado una serie de medidas extraordinarias para apoyar la intermediación financiera, la transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera. Los gobiernos han tenido que implementar reformas estructurales para garantizar la solidez de las finanzas públicas y la estabilidad macroeconómica.

Basilea III es el nuevo marco regulatorio que ha surgido como respuesta a los errores detectados en la supervisión bancaria en los años previos al estallido de la crisis financiera. Los principales problemas en la regulación anterior fueron: el modelo de negocio “*originar para distribuir*”, la competencia por cuota de mercado, la dificultad en la medición del riesgo, la falta de transparencia, la inexistencia de regulación macroprudencial y la interrelación entre las entidades financieras no reguladas y las entidades financieras sistémicas.

Junto a Basilea III se han propuesto otras medidas, como el impuesto sobre las transacciones financieras, para tratar de reducir los incentivos y compensar el coste que ha supuesto a las arcas públicas la crisis financiera. La existencia de desacuerdos entre los países de la eurozona ha aplazado esta medida, debido a la desconfianza de algunos países al impacto de la medida en los flujos de ahorro.

Las medidas regulatorias propuestas en Basilea III se fundamentan en un incremento de los requerimientos de capital y de liquidez, así refuerza y mejora la calidad y el nivel de capital, introduce nuevas medidas, como los colchones de capital, la ratio de apalancamiento y la ratio de liquidez. Además se elevan los requerimientos de capital por encima del mínimo regulatorio para las entidades financieras sistémicas, para reducir el riesgo sistémico. Con el nuevo marco regulatorio se pretende minimizar los incentivos a la asunción de riesgos excesivos por los intermediarios financieros.

La nueva legislación reguladora tiene por objetivo fortalecer la solvencia de las entidades financieras y cubrir los agujeros regulatorios en el anterior marco regulatorio para prevenir la repetición de una crisis financiera sistémica. También se ha dado un periodo amplio de tiempo para cumplir con todas las exigencias, sobre todo en la actual fase de debilidad y recuperación económica, puesto que algunos requerimientos pueden tener efectos negativos en la recuperación económica.

Tras la aprobación de Basilea III han surgido dudas acerca de la efectividad y el impacto de la nueva legislación. Por un lado, no se ha podido demostrar empíricamente que un incremento de los requerimientos de capital reduzca la toma de riesgos, incluso algunos expertos³⁰ concluyen que el efecto puede ser negativo e incentivar a mayores riesgos para mejorar la rentabilidad debido al incremento en los costes por los nuevos requerimientos de capital.

El nuevo ratio de liquidez puede concentrar los mercados de financiación de las entidades y en una situación de crisis reducir la liquidez de estos mercados, por tanto puede tener efectos negativos en el riesgo sistémico. La búsqueda de activos de elevada liquidez por las entidades puede incrementar la demanda de deuda pública y perjudicar a los mercados considerados ilíquidos por la nueva legislación reguladora.

Otra de las dudas en cuanto a la eficacia de Basilea III es la dificultad para medir el riesgo debido a la variedad y complejidad de los instrumentos financieros. Aunque Basilea III introduce medidas para reducir el riesgo de contrapartida y supervisar de forma directa las entidades de crédito, la existencia de entidades financieras no reguladas o sometidas a una laxa supervisión, como las empresas financieras o los hedge funds, se introduce una distorsión en el mercado puesto que dichas entidades pueden apalancarse y asumir riesgos en mayor medida que las entidades reguladas afectando a los precios competitivos.

³⁰ Gual, J (2011b)

A corto plazo, Basilea III ha modificado el modelo de negocio de las entidades financieras, y hasta que se implemente en su totalidad, el objetivo de las entidades va a ser mejorar la eficiencia en la gestión y en disminuir los costes asociados a los nuevos requerimientos de capital y liquidez. Estas medidas pueden trasladarse a la economía real en forma de una contracción del crédito y mayores precios, en un contexto de débil recuperación económica estas medidas pueden ralentizar la recuperación. Por ello, los bancos centrales de las principales economías del mundo han adaptado sus políticas monetarias con medidas convencionales y no convencionales para proveer liquidez a las entidades financieras.

La combinación de las medidas más restrictivas del nuevo marco regulatorio junto con las inyecciones de liquidez pueden tener efectos negativos en los mercados financieros. A corto plazo, puede producir un excesivo crecimiento del sector bancario en la sombra, consecuencia de la necesidad de buscar nuevas fuentes de financiación ante la contracción crediticia, y las oportunidades de obtener mayores rentabilidades en un contexto de bajos tipos de interés. Recientemente el FMI y expertos del BCE, han publicado estudios alertado del riesgo que supone para la estabilidad financiera el crecimiento del sector bancario en la sombra, debido al vínculo con las entidades financieras reguladas. El FMI propone reforzar la supervisión, para aprovechar los beneficios que puede proporcionar a la economía la banca en la sombra.

Cabe cuestionarse la lógica de la existencia de entidades financieras sometidas a regulación y entidades financieras apenas reguladas. Esta distorsión, que otorga ventaja competitiva a las no reguladas respecto a las reguladas, se trasladará a los precios y a un aumento de la demanda de activos con riesgo. De forma, que mientras existan diferencias en la regulación, y existan diferencias en los precios, la banca en la sombra seguirá aumentando su tamaño.

A largo plazo, es probable que las medidas implementadas tengan efectos positivos en cuanto al reforzamiento del sistema financiero, al disponer de más capital para afrontar turbulencias y reducir el coste de posibles futuras crisis. Sin embargo, no se puede garantizar que la nueva legislación minimice los riesgos ni cambie el comportamiento de los agentes, en busca de una mayor rentabilidad o cuota de mercado debido al incremento en los costes de financiación tras los nuevos requerimientos de capital.

Una lección que nos ha dejado la crisis ha sido el exceso de confianza en los mercados financieros, en subestimar los riesgos, en la creencia de que shocks en los precios no podían impactar de forma grave y persistente en la economía, y en que los problemas de liquidez y de solvencia se localizaban fundamentalmente en las economías emergentes, pero no en las desarrolladas.

BIBLIOGRAFÍA

Arce, O., González Pueyo, J., Sanjuan, L. (2010) *El mercado de credit default swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias*. CNMV. Documento de trabajo nº 42

Aspachs- Bracons, O., Bulach, M., Gual, J., Jódar-Rosell, S. (2010) *Hacia una nueva arquitectura financiera*. La Caixa. Documento de Trabajo nº18.

Azpeitia, F., Foncillas, B. MacManus, P., Manzano, D. (2012) *Retos en la implantación de Solvencia II*. Análisis Afi. Enero. p. 62-68.

Berganza, J.C., Hernando, I., Vallés, J., (2014) *Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión*. Banco de España. Documentos Ocasionales nº 1404

Bernanke, B. (2014) *Mis años en la Reserva Federal*. Deusto. Grupo Planeta

Carbó, S., Rodríguez, F. (2014) *El sector bancario español: una comparación con sus homólogos europeos*. Cuadernos de Información Económica nº238

Fondo Monetario Internacional (2014) *Shadow banking around the globe: how large and how risk?* Global Financial Stability Report

Gavilán, A. (2010) *Impacto macroeconómico del reforzamiento de los requisitos de capital y liquidez*. Banco de España. Estabilidad Financiera nº19

Gil, F., Manzano, F. (2014) *Requerimientos prudenciales y ajustes valorativos por riesgo de contrapartida en derivados OTC: situación actual y perspectivas*. Banco de España. Estabilidad Financiera nº 24

Gonzalez-Páramo, J.M. (2012) *Discurso Jornadas Economía y Derecho de la Competencia*. Universidad de Málaga

Gual, J. (2009) *El carácter procíclico del sistema financiero*. La Caixa. Documento de trabajo nº14

Gual, J. Jódar-Rosell, S. (2009) *Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros?* La Caixa. Documento de trabajo nº13

Gual, J. Jódar-Rosell, S. (2014) *La prociclicidad del sistema financiero tras las reformas*. La Caixa. Documento de trabajo nº27

Gual, J. (2011a) *Nuevas regulaciones de capital en banca: una reflexión crítica*. La Caixa. Documento de trabajo 04/11

- Gual, J. (2011b) *Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario*. La Caixa. Documento de trabajo nº24
- Gual, J. (2013) *Unión bancaria: ¿de hormigón o de paja?* La Caixa. Documento de trabajo nº26
- Haldane, A., Madouros, V. (2012) *The dog and the frisbee*. Bank of England
- Iglesias-Sarria, C., Vargas, F. (2012) *Las entidades financieras sistémicas: las medidas acordadas*. Banco de España. Revista de Estabilidad Financiera nº 23
- Jódar-Rosell, S. (2011) *Tensiones de liquidez y gap comercial: efectos sobre el sistema bancario español*. La Caixa. Documento de Trabajo 09/11
- Keeley, M.C. (1990) *Deposit Insurance, Risk and Market Power in Banking*. American Economic Review. Vol. 80
- Losada López, R. (2009) *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*. CNMV. Monografías nº34
- Luck, S., Schempp, P. (2014) *Banks, shadow banking and fragility*. BCE. Working paper Nº 1726
- Marqués Sevillano, J.M., González Mota, E. (2010) *Dodd-Frank Wall Street Reform: un cambio profundo en el sistema financiero de EEUU*. Banco de España. Estabilidad financiera nº19
- Martín, M.R. (2011) *La titulización en Europa durante la crisis*. CNMV. Documento de Trabajo nº49
- Martín, M.R. (2014) *Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis*. CNMV. Documento de Trabajo nº 57
- Martinez Carrascal, I. (2012) *Ajuste de capacidad en el sistema financiero español*. La Caixa. Documento de trabajo 09/12
- Maudos, J. (2014) *Reestructuración bancaria y accesibilidad financiera*. Cuadernos de Información Económica nº 238
- Noguer, M. (2008) *El enigmático mundo de los hedge fund: beneficios y riesgos*. La Caixa. Documento de trabajo nº 9
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., (2011) *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*. Fondo de Cultura Económica
- Rodríguez de Codes Elorriaga, E. (2010) *Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital*. Banco de España. Estabilidad Financiera nº19

Sánchez-Calero, J., Tapia, A.J. (2013) *Fondos de inversión alternativos (hedge funds)*. Universidad Complutense

Serena, J.M., Valdeolivas, E. (2014) *Integración financiera y modelos de financiación de los bancos globales*. Banco de España. Documentos Ocasionales nº 1401

Serrano Sanz, J.M. (2011) *De la crisis económica en España y sus remedios*. Prensas Universitarias de Zaragoza

Shiller, R.J., (2012) *Las finanzas en una sociedad justa*. Ediciones Deusto

Soros, G. (2012) *La tormenta financiera*. Ediciones Destino

Toledo Falcón, L. (2014) *El impacto de los nuevos estándares de liquidez desde el punto de vista de un banco central*. Banco de España. Estabilidad Financiera nº 21

Torrero Mañas, A. (2013) *Keynes y las crisis financiera actual*. Marcial Pons

ANEXO

Gráfico 1

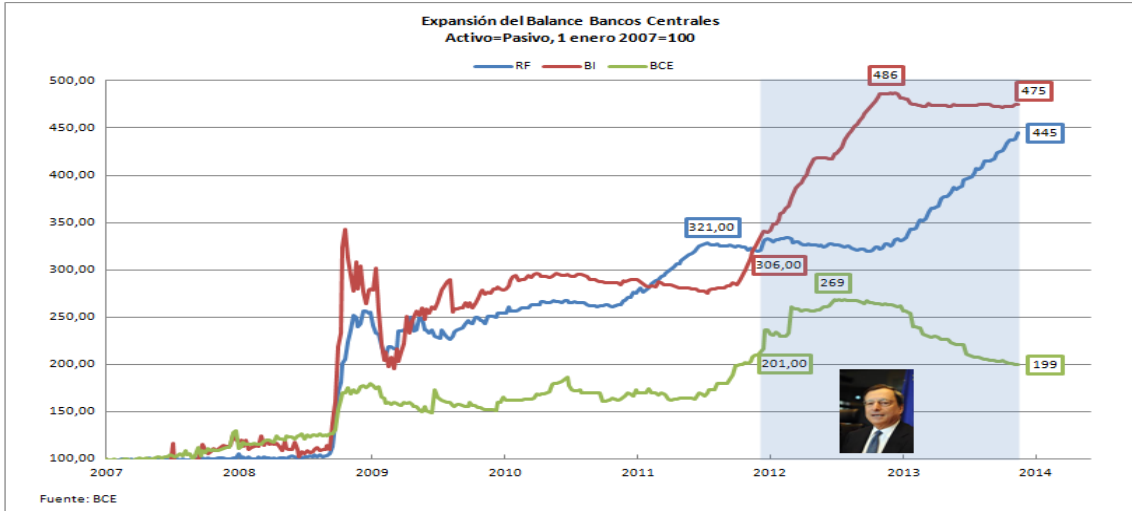


Gráfico 2

Fuentes: BCE, Bloomberg y Datastream

