PAPELES
DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

EL FUTURO DEL SECTOR BANCARIO

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PAPELES
DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

130

2011

ISSN: 0210-9107

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)
José María Méndez Álvarez Cedrón (Vicepresidente)
Fernando Conlledo Lantero (Secretario)
Julio Fernández Gayoso
Mario Fernández Pelaz
Jordi Mestre González
Antonio Pulido Gutiérrez
Atilano Soto Rábanos
Adolfo Todó Rovira

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

EDITORA

María José Moral Rincón

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocana Pérez de Tudela (Director)
Pablo Alcaide Guindo
Santiago Carbó Valverde
Elisa Chuliá Rodrigo
Alain Cuenca García
Ángel Laborda Peralta
Fernando Pampillón Fernández
José Félix Sanz Sanz
Victorio Valle Sánchez

COORDINADORA DE PUBLICACIONES

M.ª Pilar López Isarría

PORTADA

Advantia Comunicación Gráfica, S.A.
91 471 71 00

SEÑALIZADOR

Retrato de Luis Á. Rojo. 1986
(realizado por Carmen Laffón)
Colección del Banco de España

EDITA

Fundación de las Cajas de Ahorros
Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

IMPRIME

Advantia Comunicación Gráfica, S.A.

Depósito legal: M. 402 1980
ISSN: 2254-3457
Precio del número 130: 12€
Periodicidad: Trimestral
Materia: Economía financiera
Base de datos: www.funcas.es

© Fundación de las Cajas de Ahorros. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, offset o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, N.º 130, 2011. ISSN: 0210-9107

«El futuro del sector bancario»

coordinado por Santiago Carbó Valverde

SUMARIO

INTRODUCCIÓN EDITORIAL

El futuro del sector bancario V

I. HACIA UN NUEVO PARADIGMA PARA EL SECTOR BANCARIO

Algunas claves del futuro del sistema bancario: 2 *Santiago Carbó Valverde*

Un programa para la reforma financiera de incentivos consistentes: 21 *Charles W. Calomiris*

Consideraciones acerca del futuro del sector bancario: Lecciones tomadas de la historia de la regulación y la supervisión: 42 *Eugene N. White*

El paradigma de la competencia en el sector bancario después de la crisis: 51 *Xavier Vives*

II. LAS GRANDES CUESTIONES DEL SISTEMA FINANCIERO DEL FUTURO

La implementación de un marco macroprudencial: Combinando audacia y realismo: 62 *Claudio Borio*

Notas sobre los efectos de Basilea III:

- Los efectos de Basilea III en el sector bancario. Basilea III: Del proyecto a la realidad: 73 *Matías Rodríguez Inciarte*
- Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario: 78 *Jordi Gual*
- Génesis y aportaciones de Basilea III: Una evaluación preliminar: 85 *Javier Suárez*
- Un paso adelante: 90 *Xavier Freixas*

Regulación financiera: La separación entre banca y comercio: 92 *Douglas D. Evanoff*

Los tributos sobre el sector bancario: 102 *Miguel Martín Fernández*, *Carmen González Gallego*

En torno a la pretendida implantación de un impuesto sobre las transacciones financieras: Principales cuestiones conflictivas: 114 *Juan Calvo Vérgez*

Riesgos sistémicos y supervisión macroprudencial: 130 *Jesús Saurina*

Crisis de la deuda europea: ¿Crisis de emergentes o de sumergidos?: 150 *José Carlos Díez*

La innovación financiera y la crisis financiera de 2007-2008: 167 *Gerald P. Dwyer*

Políticas macroprudenciales y regímenes monetarios. Un nuevo marco para el sistema bancario: 179 *Joaquín López Pascual*, *Joaquín Zamorano Valiña*

III. NUEVAS ESTRATEGIAS Y COMPETENCIA EN EL SECTOR BANCARIO

La banca minorista tras la crisis: 192 *Ángel Berges*, *Emilio Ontiveros*

La nueva dimensión global de la banca: 206 *Santiago Fernández de Lis*, *Ana Rubio*

La reordenación bancaria española: Efectos sobre la estructura de mercado: 217 *Santiago Carbó Valverde*, *Luis Enrique Pedauga*, *Francisco Rodríguez Fernández*

¿Qué hay que hacer para tener suerte? Cómo cuatro países han afrontado la crisis financiera global: 230 *Alistair Milne*

El nuevo modelo de negocio de las cooperativas de crédito españolas. Perspectivas futuras: 244 *Luis Jesús Belmonte Ureña*

Crisis, restricción crediticia y PYME: 258 *José Luis Crespo Espert*, *María Jesús Abellán Madrid*, *Antonio García Tabuenca*

IV. GESTIÓN DEL RIESGO, GOBIERNO CORPORATIVO Y OTROS RETOS

Condiciones económicas y riesgo en la banca europea: 276 *Phil Molyneux*, *John O.S. Wilson*

Dimensión bancaria y gestión del riesgo: 288 *Elena Cubillas Martín*, *Ana Rosa Fonseca Díaz*, *Francisco González Rodríguez*

El futuro de la Obra Social de las Cajas: 307 *Javier Quesada*

Las remuneraciones del sector bancario y el gobierno corporativo: 320 *Pablo de Andrés Alonso*, *Eleuterio Vallelado González*

INTRODUCCIÓN EDITORIAL

EL FUTURO DEL SECTOR BANCARIO

Muchos han sido los análisis que se han desarrollado sobre las causas y consecuencias de la actual crisis financiera. Las diferentes etapas por las que ha pasado esta crisis atestiguan su complejidad. Inicialmente, la crisis de las hipotecas *subprime* de 2007-2008 y el contagio internacional relativo a sus vehículos de titulización. Seguidamente, el descalabro de Lehman Brothers y sus graves consecuencias sobre la economía mundial. Y, finalmente, la crisis de la deuda soberana iniciada en otoño de 2009 en Grecia, y aún en fase de resolución tras los rescates del país heleno, junto Irlanda y Portugal, por parte de instituciones internacionales y el contagio a Italia, España y otras economías europeas. Todo ello pone de manifiesto la relevancia del sistema bancario en las economías modernas, ya que los efectos de las graves tensiones financieras han dado lugar a una crisis económica a la que ya se denomina «gran contracción». No se puede olvidar que las crisis financieras son particularmente virulentas, y más dañinas y prolongadas que otros tipos de crisis económicas, como señalan, entre otros, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, autores de algunas obras actuales muy influyentes en esta materia.

En un contexto de tanta incertidumbre y tantos retos políticos, regulatorios y estratégicos, parece más conveniente que nunca estimular y renovar la investigación sobre el fenómeno financiero, lo que permitirá aportar ideas sobre la dirección que puede emprender esta crisis y sobre sus consecuencias y, ante todo, sobre cómo prevenir que se repitan, al menos bajo supuestos similares. Como indicaba el célebre economista británico del siglo XIX Walter Bagehot, «la historia está repleta de credos e instituciones que son de un valor incalculable al principio, y quedan obsoletos y casi inservibles después». Esta idea de renovación del pensamiento, en el entorno de la crisis, es un reto fundamental para los economistas. Entre otras razones, porque muchos de los modelos y paradigmas sobre los que se sustentaron buena parte de las políticas económicas y de la supervisión financiera en los años anteriores a la crisis tendrán que ser revisados, tanto porque ésta

es, en parte, una crisis de esos modelos como porque muchos de los acontecimientos que hoy están sucediendo (como, por ejemplo, la crisis de la deuda soberana o los mecanismos de control del riesgo sistémico) requieren de paradigmas mayoritariamente nuevos para su correcta identificación, seguimiento y corrección.

El sector bancario aparece, por tanto, como un elemento transversal de los principales problemas y posibles soluciones de esta crisis y, por ello, gran parte de los postulados teóricos que es preciso revisar corresponden a las entidades financieras, sus mecanismos de funcionamiento, su regulación y su supervisión. La crisis tuvo un origen financiero, y también buena parte de la salida de la crisis corresponderá al sector bancario, ya que una de las premisas fundamentales es restaurar la estabilidad financiera, y otra es recuperar la actividad crediticia para impulsar la inversión y la recuperación económica.

Esta crisis es, en definitiva, la manifestación más actual de la importancia del vínculo entre «lo financiero» y «lo real». Resulta preciso, además, definir su alcance geográfico, ya que es ilustrativo que la inestabilidad se haya concentrado principalmente en Estados Unidos y en Europa. Esta circunscripción geográfica pone en duda, de momento, el apelativo de «global» al referirse a la crisis. Lo que revela, sin embargo, es un cambio progresivo en el orden mundial, en el que países como China, India, Brasil y otras de las llamadas economías «emergentes» tendrán forzosamente un mayor protagonismo. En todo caso, lo que sucede y pueda acontecer en Europa y en Estados Unidos resultará también fundamental para el desarrollo de esos países emergentes, en la medida en que buena parte de los modelos de sistema financiero y de crecimiento económico que ahora parecen agotados han sido el espejo en el que ahora estos nuevos países están basando su crecimiento y, por lo tanto, la amenaza de la inestabilidad sí que parece un riesgo «global». El sistema financiero está llamado al protagonismo también en este contexto, dado que las principales conexiones entre las economías internacionales y las posibilidades de contagio corresponden a las instituciones y los mercados financieros. En definitiva, corresponde identificar qué es verdaderamente lo «sistémico», qué consecuencias entraña, cómo puede prevenirse y qué repercusiones puede tener ese control y prevención sobre la economía real.

Todas estas cuestiones invitan a reflexionar no sólo sobre las causas de la crisis y sus implicaciones para las entidades financieras, sino sobre cuál es el futuro del sector bancario, hacia dónde se dirigen las instituciones financieras. Precisamente, el profundo interés que despierta esta temática, junto al objetivo de arrojar algo de luz y la necesidad de desgranar las cuestiones fundamentales que marcarán el futuro del sector bancario, dan lugar a esta publicación. Resulta un objetivo ambicioso, e incluso algo pretencioso, habida cuenta de que la crisis está aún presente y su final aún no parece fácilmente previsible. Precisamente, para tratar de acometer este ambicioso objetivo con las mejores garantías posibles, el contenido de este número de PAPELES DE

ECONOMÍA ESPAÑOLA incorpora la colaboración de un conjunto de expertos de máximo reconocimiento nacional e internacional.

Este volumen de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA ha sido diseñado y coordinado por el profesor **Santiago Carbó,** catedrático de la Universidad de Granada y director de Análisis Financiero de FUNCAS. La dirección de PAPELES quiere agradecerle la realización de este ambicioso y oportuno proyecto en el que se ha conseguido reunir a un excelente elenco internacional de economistas que tratan de ofrecer una visión de hacia dónde se encamina el sector financiero, y que cierra una intensa labor que ya se inició con el contenido en el número 122 de PAPELES, *Crisis y regulación financiera,* que hace dos años estudió las causas de la crisis y extrajo las primeras lecciones de ésta.

Las contribuciones de este volumen se organizan en cuatro bloques temáticos que incluyen: 1) los avances hacia un nuevo paradigma del sector bancario; 2) grandes cuestiones del sector bancario del futuro, con especial atención a las relacionadas con la regulación; 3) nuevas estrategias y competencia en el sector bancario, y 4) gestión del riesgo, gobierno corporativo y otros retos de las entidades financieras.

HACIA UN NUEVO PARADIGMA PARA EL SECTOR BANCARIO

El número se abre, en un afán de sintetizar los nuevos paradigmas del sector bancario, con el artículo «Algunas claves del futuro del sistema bancario», de **Santiago Carbó** (Universidad de Granada y FUNCAS). El autor plantea los principales desafíos a los que se enfrentará la banca durante los próximos años a modo de decálogo. En el análisis del autor, se augura una vuelta hacia el desarrollo de una actividad bancaria más básica (*back to the basics*), pero desde una perspectiva completamente nueva, en un entorno caracterizado por novedades en términos de gestión de riesgos, regulación y competencia. Como conclusión general, se extrae que el sector bancario estará más condicionado por las mayores exigencias regulatorias, y se destaca la necesidad de combinar diversos elementos como la liquidez, la solvencia y la dimensión, junto con cuestiones no menos importantes, como son el desarrollo de una actividad bancaria relacional a escala local y regional. En general, el sector bancario tendrá que conciliar un control regulatorio mucho más estricto con un acceso global a los mercados de liquidez y de capital, junto con una capacidad de competir y generar valor añadido a escala local, lo que, entre otros aspectos, requerirá un número de operadores mucho más reducido que antes de la crisis y nuevos modelos de gestión del riesgo mejor orientados, entre otras cuestiones, a la financiación de pequeñas y medianas empresas. Esto puede permitir generar valor y diversificar riesgo en lugar de trasladarlo y transmitirlo, que es lo que propició, entre otros factores, la actual crisis.

Junto con los nuevos principios que ilustran la senda que adoptará el sector bancario, se aporta asimismo un catálogo de posibles soluciones para los desequilibrios financieros actuales. En este sentido, se orienta la contribución de **Charles W. Calomiris** (Columbia Business

School y National Bureau of Economic Research). Se trata del artículo «Un programa para la reforma financiera de incentivos consistentes», en el que se desarrolla una comprensión detallada de la crisis, y no sólo desde el plano de la estabilidad del sistema financiero, sino también desde otros enfoques. El trabajo propone una serie de cambios de calado en las políticas económico-financieras y regulatorias para prevenir la recurrencia de crisis financieras en el futuro. En este sentido, se plantea la necesidad de que se establezcan reglas más sencillas por parte de los supervisores, que sean más precisas en la calibración y la limitación del riesgo, pero que, al mismo tiempo, sean creíbles y difíciles de eludir por los participantes de los mercados financieros, en lugar de reglas complejas y una mayor discrecionalidad en la supervisión. El autor recoge estas propuestas mediante el análisis de diez acciones de «incentivos consistentes» para una reforma regulatoria que favorecerían una constitución adecuada y un desarrollo eficaz del nuevo marco regulatorio. Estas propuestas persiguen, entre otros, cuatro objetivos fundamentales para la resolución y prevención de crisis como la actual, como son 1) la eliminación del subsidio al incremento del riesgo hipotecario; 2) la medición creíble del riesgo bancario y el establecimiento de requisitos regulatorios de acuerdo con tal riesgo; 3) la medición creíble de las pérdidas y los incentivos a la sustitución temporal del capital perdido, y 4) la reducción de los costes de las entidades «demasiado grandes para caer» asociados al riesgo moral y a la exposición del contribuyente a las pérdidas de los bancos.

Seguidamente, el artículo «Consideraciones acerca del futuro del sector bancario: Lecciones tomadas de la historia de la regulación y la supervisión», de **Eugene N. White** (Rutgers University) analiza con profundidad diversas lecciones extraídas de la historia financiera, tomando como referencia la experiencia bancaria estadounidense de finales del siglo XIX. El autor argumenta que si bien la banca de finales del XIX resultó más simple que la actual, no parece que hubiera menos asimetrías de información que hoy, argumentando que los problemas fundamentales a los que se enfrentaban la supervisión y la regulación eran prácticamente iguales. Lo que sorprende, sin embargo, del régimen de supervisión del siglo XIX es que dio fuertes incentivos a todas las partes interesadas para controlar y disciplinar a aquellos bancos que parecían asumir riesgos excesivos sin que fuera necesaria una regulación o control excesivo de los mismos. Con las precauciones debidas de la diferencia de contextos legales e institucionales, el autor desvela algunas de las lecciones de la historia que podrían ser de utilidad para la resolución y la prevención de crisis, entre otras cosas, como señala White, porque han sido algunas regulaciones las que han establecido sistemas de incentivos erróneos que han provocado inestabilidad financiera.

Cierra el primer bloque el artículo «El paradigma de la competencia en el sector bancario después de la crisis», de **Xavier Vives** (IESE). Este artículo analiza las nuevas perspectivas de la competencia en el sector bancario, un tema trascendental y, sin embargo, que a veces

se suele pasar a un segundo plano en tiempos de inestabilidad financiera, a pesar de sus importantes repercusiones. Para ello, se estudia la relación entre competencia e inestabilidad financiera, y se plantea un marco de relaciones entre la regulación y la política de competencia, con especial énfasis en el escenario post-crisis. Del artículo se desprende que, a pesar de posibles mejoras en la regulación, la tensión entre competencia y estabilidad persistirá, y se argumenta que la política de competencia debería considerar la especificidad del sector bancario y desarrollarse de manera coordinada con la regulación.

GRANDES CUESTIONES DEL SISTEMA FINANCIERO DEL FUTURO

El segundo bloque de este volumen se abre con un conjunto de contribuciones sobre la regulación de solvencia como eje principal de la reforma financiera internacional. La primera de ellas corresponde a un estudio elaborado por **Claudio Borio** (Banco de Pagos Internacionales), titulado «La implementación de un marco macroprudencial: Combinando audacia y realismo». En este artículo, se resalta la necesidad de llevar a cabo la implementación del nuevo marco regulador partiendo de una combinación entre audacia y realismo. En este sentido, se destaca la función de la regulación como limitador de los desequilibrios financieros, pero se advierte también de la necesidad de unas normas simples y transparentes, del diseño de nuevos sistemas de gobernanza y de que se desarrollen mejores indicadores cuantitativos del riesgo sistémico desde un enfoque agregado. Asimismo, se subraya la importancia de evitar la fijación de criterios del éxito demasiado ambiciosos y la necesidad de una discrecionalidad contenida, junto a una independencia operativa de los bancos centrales.

Al estudio de Borio le siguen un conjunto de notas técnicas y comentarios sobre aspectos específicos de Basilea III. En primer lugar, la nota de **Matías Rodríguez Inciarte** (Banco Santander), quien, bajo el título de «Los efectos de Basilea III en el sector bancario. Basilea III: Del proyecto a la realidad», analiza los principales retos que supone la implementación de Basilea III, indicando que el desafío fundamental es garantizar la estabilidad del sistema financiero internacional sin comprometer la recuperación económica y el futuro crecimiento real. En segundo lugar, la nota de **Jordi Gual** (La Caixa), titulada «Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario», examina dos cuestiones claves relacionadas con la evaluación *ex-ante* de la idoneidad de la nueva regulación. El autor analiza, por un lado, el grado en que unos requisitos de capital más elevados podrían llevar a una asunción de riesgos menor por parte de las instituciones bancarias; por otro, destaca los efectos de dichos requerimientos de capital en el coste de financiación. En tercer lugar, se incluye la nota «Génesis y aportaciones de Basilea III: Una valoración preliminar», de **Javier Suárez** (CEMFI). En este análisis se repasan las principales consideraciones macroprudenciales que más han influido en la gestación de Basilea III y se hace referencia a las aportaciones básicas de Basilea III (el reforzamiento y perfeccionamiento de los requisitos de capital y la regulación del riesgo de liquidez). Finalmente, se incorpora, bajo el título

de «Un paso adelante», la nota de **Xavier Freixas** (Universitat Pompeu Fabra). En esta nota se define como verdadera lección de la crisis el hecho de que durante la fase anterior a ella los bancos asumieron niveles de riesgo excesivos. Así, establece que los cambios actuales en la regulación bancaria no deben tener sólo por objetivo corregir la infravaloración del riesgo en los productos financieros existentes, sino que deben además emparejar los incentivos de las entidades financieras con los de la sociedad.

Siguiendo la evaluación de las lecciones aprendidas de la crisis, se encuentra el artículo de **Douglas D. Evanoff** (Banco de la Reserva Federal de Chicago) titulado «Regulación financiera: La separación entre banca y comercio». En este artículo se analiza la literatura sobre la evolución de la separación entre banca de inversión y comercial en Estados Unidos. En este sentido, se discute el estado de la investigación científica y se evalúan las ventajas e inconvenientes de combinar banca de inversión y banca comercial, para tratar finalmente las perspectivas de cambios futuros. El autor afirma que, aunque en años recientes ha habido un aminoramiento de las restricciones normativas, en la actualidad la regulación más persistente continúa siendo la separación entre banca de inversión y banca comercial. Dado el estado presente de la economía, se ha pospuesto la necesidad urgente de desregular la actividad bancaria en estas direcciones. Sin embargo, las regulaciones bancarias son cíclicas y, a medida que mejore la actividad, surgirán nuevos argumentos para reconsiderar las restricciones a las actividades bancarias. Estas decisiones, en todo caso, deberían estar apoyadas por evidencia empírica consistente, a juicio del autor.

A continuación, el artículo «Los tributos sobre el sector bancario», de **Miguel Martín Fernández y Carmen González Gallego** (Asociación Española de Banca), describe y debate las principales iniciativas de reforma de la tributación del sector financiero, planteadas tanto con anterioridad a la crisis (Impuesto sobre Transacciones Financieras e Impuesto sobre el Valor Añadido) como a raíz de ésta (propuestas del FMI efectuadas en el marco del mandato del G-20 y de la Unión Europea para reformar la tributación del sector financiero). Los autores concluyen que la conjunción de un impuesto *ex ante,* con la finalidad de financiar los costes de resolución de las crisis, y los mayores requerimientos de capital y liquidez podría afectar a la provisión de crédito a la economía real y frenar su crecimiento.

El estudio «En torno a la pretendida implantación de un impuesto sobre las transacciones financieras: Principales cuestiones conflictivas», de **Juan Calvo Vérgez** (Universidad de Extremadura), ahonda en el análisis de la tributación en el sector bancario. Este artículo evalúa la postura adoptada por la Administración norteamericana y analiza la cuestión desde la perspectiva comunitaria, con especial referencia a la postura mantenida por Francia y Alemania, para posteriormente examinar la línea de actuación adoptada por el Gobierno español, proponiendo distintos argumentos a favor y en contra de la implantación

de un gravamen sobre las transacciones financieras internacionales («tasa bancaria»).

En el artículo de **Jesús Saurina** (Banco de España), titulado «Riesgos sistémicos y supervisión macroprudencial», se resume el debate actual sobre el papel de las políticas de supervisión macroprudenciales y se incorporan todos los elementos relevantes para la solución del problema de las entidades demasiado grandes para caer (*too big to fail)* o demasiado complejas para caer o para ser salvadas (*too complex to fail* o *too big to save*), que es fundamental para la disminución del riesgo sistémico. Para ello, analiza, desde un punto de vista macroprudencial, la problemática relacionada con las entidades sistémicas y valora las consecuencias de su existencia sobre los sistemas financieros. Asimismo, el autor plantea los diversos mecanismos existentes para su identificación en la práctica, y examina las diferentes opciones que existen para regularlas de manera específica.

A continuación, el artículo «Crisis de la deuda europea: ¿Crisis de emergentes o de sumergidos?», de **José Carlos Díez** (Intermoney), analiza la presente crisis financiera mediante una revisión muy completa de la literatura de las crisis de deuda, con el fin de extraer el marco conceptual necesario para estudiar el caso particular de la crisis europea. Tomando como principal referencia la crisis de deuda de países emergentes en los años ochenta, el autor extrae conclusiones prácticas sobre las causas de la crisis, la gestión de ésta y su resolución, y sugiere la coordinación de políticas fiscales y de mecanismos de apoyo financiero mutuo como acciones fundamentales y urgentes para el futuro de la eurozona.

Profundizando en otros aspectos de calado a la hora de entender el futuro del sistema financiero, el artículo «La innovación financiera y la crisis financiera de 2007-2008», de **Gerald P. Dwyer** (Banco de la Reserva Federal de Atlanta), analiza el papel de la innovación financiera en los acontecimientos que dieron lugar a la crisis financiera de 2007-2008. El autor relaciona el estallido de la crisis con caídas sustanciales en los valores de los títulos, por un lado, y con la alteración de la actividad económica y financiera, por otro. Dwyer argumenta que muchas de las innovaciones financieras estaban tan extendidas al inicio de la crisis financiera que las dificultades financieras estaban abocadas a generar efectos adicionales a causa de ellas en la economía real. Concluye que si bien la innovación financiera resulta generalmente positiva, es uno de los elementos que más distorsiones ha creado.

Cerrando el segundo conjunto de artículos se encuentra el estudio de **Joaquín López Pascual** (CUNEF) y **Joaquín Zamorano Valiña** (CUNEF y Banco de España), titulado «Políticas macroprudenciales y regímenes monetarios: Un nuevo marco para el sistema bancario». En este trabajo, se plantea la inclusión de la estabilidad financiera como objetivo fundamental dentro del régimen monetario vigente, dando lugar a un nuevo consenso de política monetaria centrado en un doble

objetivo: la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera. Los autores resaltan, asimismo, la importancia de los intermediarios financieros en el planteamiento de propuestas de salida a la crisis. Para ello, según los autores, resulta elemental una mayor integración financiera en la UE, tanto en términos de políticas de supervisión y regulación como en términos de consolidación de la industria, con un número menor de proveedores.

NUEVAS ESTRATEGIAS DE NEGOCIO Y COMPETENCIA EN EL SECTOR BANCARIO

El tercer bloque temático de este número se abre con el artículo «La banca minorista tras la crisis», de **Ángel Berges** y **Emilio Ontiveros** (Analistas Financieros Internacionales), que examina las características singulares que particularizaron a la crisis financiera en el caso español, prestando especial atención al subsector integrado por las cajas de ahorros, y estudia la transformación básica experimentada por este subsector en el último año y medio. Asimismo, analiza los efectos de la crisis y del nuevo marco regulatorio sobre la gestión de las entidades financieras con vocación de negocio minorista. Los autores defienden, en relación con los nuevos enfoques del negocio, que éstos deberán estar necesariamente basados en la explotación de la información sobre los clientes, y en la mezcla apropiada de rentabilidad-riesgo en cada uno de ellos.

Le sigue el artículo «La nueva dimensión global de la banca», de **Santiago Fernández de Lis** y **Ana Rubio** (BBVA), que recapitula los argumentos tradicionales sobre las ventajas e inconvenientes de los bancos globales y revisa el impacto de la crisis sobre los diversos modelos de negocio de la banca internacional. Asimismo, aborda la reforma financiera internacional y analiza sus efectos sobre la banca internacional, ofreciendo las principales conclusiones. Los autores argumentan que, si bien se han producido excesos en la fase de auge del ciclo económico, no todos los modelos de banca global deben asumir la responsabilidad como propagadores de la crisis. En este sentido, aunque la banca global ha estado durante los últimos años en entredicho, el artículo defiende que los bancos internacionales minoristas y con una estructura descentralizada han demostrado una considerable capacidad de resistencia y han contribuido a la estabilidad financiera internacional.

Profundizando en la evaluación de la estructura del mercado financiero español, se incorpora el artículo de **Santiago Carbó** (Universidad de Granada y FUNCAS), **Luis Enrique Pedauga** (Universidad de Granada) y **Francisco Rodríguez** (Universidad de Granada y FUNCAS), titulado «La reordenación bancaria española: Efectos sobre la estructura de mercado». Los autores repasan, desde una perspectiva histórica, los procesos de integración bancaria en España y analizan los efectos de la reestructuración sobre la concentración de mercado desde 2009. En el artículo se examinan los cambios en la rivalidad entre entidades y el impacto de la consolidación financiera sobre la rivalidad en el sector bancario español, para lo cual se emplea una metodología que permite estimar cambios en la rivalidad entre entidades

mediante simulaciones del efecto de las fusiones y adquisiciones sobre la probabilidad de que las cuotas de mercado de cada entidad cambien. Del análisis se deduce que la probabilidad de que los clientes cambien de entidad financiera antes y después de la reordenación del sector ha aumentado, lo que parece explicarse, en parte, por el nivel de servicio y la presencia territorial. Los resultados también sugieren que la reordenación que se está produciendo en el sector bancario está orientándose fundamentalmente a adecuar la capacidad del sector a la demanda, sin incrementar de forma significativa el poder de mercado de las entidades resultantes de los procesos de concentración.

El artículo «¿Qué hay que hacer para tener suerte?: Cómo cuatro países han afrontado la crisis financiera global», de **Alistair Milne** (Cass Business School), repasa la situación de Australia, Canadá, Reino Unido y España, analizando sus regímenes regulatorios y el comportamiento de sus sectores bancarios, y comparando la exposición a la crisis y la respuesta de estos países. Según se extrae del artículo, la mejor regulación y gobierno de las instituciones financieras es una explicación parcial de por qué algunos países han sufrido considerablemente menos durante la crisis mundial, aunque está lejos de explicarlo todo, puesto que la estructura de sus economías y su «política económica» más amplia son también factores importantes en cómo les ha ido. En este sentido, las economías australiana y canadiense han resultado más fuertes que las del Reino Unido y España y, en parte por ello, sus bancos no asumieron riesgos para compensar satisfactoriamente a sus accionistas.

Seguidamente, el trabajo titulado «El nuevo modelo de negocio de las cooperativas de crédito españolas: Perspectivas futuras», de **Luis Jesús Belmonte** (Universidad de Almería), estudia la evolución del subsector integrado por las cooperativas de crédito en España, y describe su comportamiento mediante el análisis de las principales variables del sector. Entre los principales resultados, el autor destaca que, dados los importantes descensos registrados en los márgenes bancarios, el sector necesitará una respuesta decidida en relación con sus tarifas de activo y de pasivo, su ámbito de negocio y la utilización de nuevos canales de distribución. Además, resalta la necesidad de que el sector de cooperativas de crédito explote sus principales ventajas, representadas por la prestación de servicios a los socios y la fortaleza en el negocio local.

Como cierre de este tercer bloque, el artículo de **José Luis Crespo Espert**, **María Jesús Abellán Madrid** y **Antonio García Tabuenca** (Instituto de Análisis Económico y Social, Universidad de Alcalá), titulado «Crisis, restricción crediticia y PYME», examina, desde el inicio de la crisis, el contexto de restricción crediticia de la financiación de las pequeñas y medianas empresas españolas. Los autores argumentan que la restricción crediticia se debe, por un lado, a las propias dificultades de las entidades crediticias para financiarse, y por otro, al «efecto

expulsión» generado por la deuda soberana y a una mayor aversión al riesgo. Asimismo, plantean como alternativa, al menos transitoriamente, la necesidad de un mayor crédito estatal.

GESTIÓN DEL RIESGO, GOBIERNO CORPORATIVO Y OTROS RETOS PARA EL SECTOR

Abriendo el cuarto y último bloque de este número, el artículo de **John O. S. Wilson** (University of St Andrews) y **Phil Molyneux** (Bangor Business School), titulado «Condiciones económicas y riesgo en la banca europea», analiza las relaciones entre las condiciones económicas y el riesgo bancario. Para ello, el trabajo repasa el auge de la actividad bancaria antes de la crisis, analiza las características principales de la crisis financiera y refleja los principales cambios experimentados en la arquitectura financiera global mediante los cuales se ha hecho frente a los fallos del sistema bancario. Según los autores, dado el impacto de la crisis de la deuda soberana y el actual entorno de recesión, no resultará fácil para los bancos incrementar sus recursos propios a partir de beneficios no distribuidos y, mientras se lleve a cabo la implementación del nuevo marco regulador, los gobiernos se verán forzados a continuar financiando a sus principales bancos mediante ayudas o garantías públicas. A su vez, y en todo caso, será preciso ir cambiando el esquema de incentivos para evitar el riesgo moral que incorpora ese esquema de fallos bancarios seguidos de rescates que, en el contexto europeo, sólo pueden tener solución si van acompañados de una resolución simultánea del problema de la deuda soberana.

En segundo lugar, el trabajo «Dimensión bancaria y gestión del riesgo», de **Elena Cubillas**, **Ana Rosa Fonseca** y **Francisco González** (Universidad de Oviedo), analiza la literatura económica dedicada al estudio de la relación entre tamaño y riesgo bancario, y ofrece nueva evidencia considerando 25 países de la Unión Europea en el periodo 1992-2007. El artículo destaca la fuerza contrapuesta de los beneficios potenciales en términos de diversificación y/o economías de escala y alcance en los bancos grandes, frente el mayor poder de mercado y los incentivos que genera la anticipación por parte de los inversores de las políticas de *too big to fail*. Los autores establecen, según los resultados obtenidos, la presencia de un problema de riesgo moral en la UE-25, y defienden la activación de medidas para reforzar el control de riesgos sobre los bancos de mayor tamaño.

A continuación, el estudio titulado «El futuro de la Obra Social de las Cajas», de **Javier Quesada** (Universidad de Valencia y Fundación Bancaja), plantea diversos escenarios en relación con el futuro de la actividad financiera del sector cajas y con la actividad tradicional vinculada a la Obra Social desarrollada por éstas, en un contexto de reforma del sector. Para ello, el autor analiza la relevancia de la Obra Social en los últimos años y destaca la intensidad de su caída desde el comienzo de la crisis. Asimismo, dada la necesidad de continuar el saneamiento de los balances de las entidades y las dificultades para que la rentabilidad recupere los niveles de la etapa de expansión económica, se auguran descensos notables en las dotaciones financieras de la Obra Social y, consecuentemente, en sus niveles de actividad y número de

beneficiarios, al menos, hasta que se produzca una reordenación y recuperación del conjunto del sector.

Finalmente, cierra este número 130, titulado *El futuro del sector bancario,* el trabajo «Las remuneraciones del sector bancario y el gobierno corporativo», de **Pablo de Andrés** (Universidad Autónoma de Madrid) y **Eleuterio Vallelado** (Universidad de Valladolid), en el que se analizan las distintas propuestas teóricas relacionadas con los sistemas retributivos, relacionándolas con el negocio bancario en un contexto internacional. Los autores establecen que existen numerosos factores que influyen en la eficiencia del sistema retributivo y que hacen objetivamente difícil llegar a un consenso sobre las mejores prácticas, las cuales resultan aún más difíciles en el sector bancario debido a la peculiar naturaleza de los intermediarios financieros. En este sentido, el artículo destaca que los sistemas de remuneración en la banca son intrincados y complejos, pudiendo dar lugar a consecuencias no deseadas en términos de riesgo sistémico.

CONCLUSIÓN: LA RECUPERACIÓN DEL VALOR AÑADIDO COMO RETO

En su conjunto, los artículos comprendidos en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA ofrecen al lector una visión panorámica y, en la medida de lo posible, prospectiva de la actual situación del sistema financiero, y analizan con detenimiento los retos y las alternativas de futuro de la industria bancaria. Todo ello en un contexto en el que todos los artículos del número coinciden fundamentalmente en que es preciso ajustar los excesos pasados y reconstituir la identidad y el valor del sector bancario. Esta transformación pasa por recuperar una trayectoria de valor añadido, dado que la aportación del sector bancario siempre ha sido transformar vencimientos y diversificar el riesgo, convirtiendo pasivos de corto plazo en financiación a largo plazo y, aunque esta perspectiva pueda requerir hoy día de sistemas complejos, todos ellos deben integrarse en la cadena de valor añadido diversificando riesgo, y ninguno de ellos debe contribuir a incrementarlos o trasladarlos a otros agentes de la economía. Evidentemente, esto es un reto para la regulación, pero también para el propio sector y para la investigación académica, aspecto éste en el cual, desde la Fundación de las Cajas de Ahorros, se espera que este volumen pueda tener su modesta contribución.

COLABORACIONES

I.
HACIA UN NUEVO PARADIGMA PARA EL SECTOR BANCARIO

ALGUNAS CLAVES DEL FUTURO DEL SISTEMA BANCARIO

Santiago CARBÓ VALVERDE

Universidad de Granada y FUNCAS

Resumen

El sector bancario del siglo XXI afronta en los próximos años retos fundamentales que han de conducirlo hacia nuevos paradigmas y planteamientos estratégicos. En esencia, se producirá una vuelta a los orígenes (*back to the basics*), pero desde estructuras competitivas, regulaciones y modelos de gestión del riesgo nuevos. Entre los principales desafíos, se identifican los relacionados con la regulación, la gestión del riesgo y de la liquidez, el gobierno corporativo y los esquemas de compensación o los cambios socio-demográficos. El análisis sugiere que la banca estará condicionada por una presión regulatoria significativa, donde la solvencia, la liquidez y la dimensión serán fundamentales para la supervivencia en un entorno competitivo con menos proveedores. Entre los nuevos sistemas de supervisión de la actividad financiera, destacan aquellos que pondrán límites a las entidades consideradas como sistémicas, destacando los mecanismos graduales de control (dependiendo de la sofisticación y la complejidad de los servicios) como el *ring-fencing.* La nueva regulación definirá un entorno competitivo en el cual el acceso a los mercados de liquidez y capital internacionales se compatibilizará con un negocio relacional a escala local y regional y con unos servicios muy definidos de valor añadido.

Palabras clave: sector bancario, retos estratégicos, regulación.

Abstract

The banking sector of the 21st century faces key challenges in the following years that will bring new paradigms and strategic models. Essentially, banking will get back to the basics but this way back to fundamentals will be driven by new competitive, regulatory and risk management structures. Among the main challenges, this article identifies those related to regulation, risk and liquidity management, corporate governance and compensation schemes, and socio-demographic changes. Overall, the analysis suggest that banking business will be conditioned by significant regulatory pressures and solvency, liquidity and size will be critical features to survive in a new competitive environment with a significant lower number of providers. Some of the most influent upcoming regulatory systems are those related to ring-fencing practices which establish different restrictions on banking activities depending on their complexity and potential risks. In the new competitive environment a global access to liquidity and equity markets will have to be compatible with a regional and local relationship banking specialization and with well-defined value-added services.

Keywords: banking sector, strategic challenges, regulation.

JEL classification: G20, G21.

I. INTRODUCCIÓN

La primera gran crisis económica y financiera del siglo XXI ha venido explicada por fenómenos sobre los que ya existe experiencia histórica, pero también por algunos nuevos, entre los que destacan la globalidad e importancia del riesgo sistémico y el nuevo papel que la deuda pública y privada —y su interacción con el riesgo bancario— tienen en la ordenación económica y financiera mundiales. Esta crisis supondrá, además, un cambio de valores en la concepción de las relaciones económicas y sociales, y ello por tres motivos. En primer lugar, su duración y efectos serán mayores de lo que se había previsto. En segundo lugar, gran parte de los paradigmas de funcionamiento del sistema financiero y de los modelos de crecimiento van a tener que revisarse muy significativamente, y los costes de la transición hacia una nueva estructura económico-financiera serán muy considerables. En tercer lugar, aquellos países que constituían, orientaban y concentraban el orden económico mundial tienen que ceder, en buena medida, peso a otros países (los llamados «emergentes») en la gobernanza económica internacional.

Dentro de este amplio conjunto de transformaciones, este artículo tiene un enfoque limitado, y aun así complejo, centrándose en algunas de las claves que definirán el sistema bancario del futuro. A modo de decálogo, pero sin ánimo de exclusividad, se repasan algunos de los principales aspectos que pueden determinar qué industria bancaria se está configurando, y qué implicaciones y retos supone para la sociedad en su conjunto. El primero de los elementos considerados, como una de las principales respuestas a la propia crisis, es la regulación. Entre otros aspectos, se analiza en qué medida el aluvión de disposiciones regulatorias enfocadas a controlar las actividades bancarias, y a elevar su solvencia, puede lograr el difícil equilibrio entre la estabilidad financiera y la recuperación de los flujos de crédito bancario. Le siguen tres aspectos relacionados con el riesgo, que incluyen el debate sobre qué constituye el riesgo sistémico, la transición de un sistema basado en el apetito por el riesgo a otro basado en el control de éste —con la limitación jurisdiccional (*ring-fencing*) de las actividades bancarias—, y el nuevo papel y la necesaria transformación de las agencias de *rating*. El quinto de los aspectos considerados se refiere a la deuda sobera-

na, con un análisis de hasta qué punto estos títulos pueden seguir siendo la principal referencia y base en la formación de precios en los mercados financieros, como activos «libres de riesgo«. El sexto punto aborda las cuestiones referentes a la liquidez, destacando la transición que se está produciendo hacia un mercado interbancario basado en el descuento de valores y en nuevos instrumentos de permuta y aseguración. Como consecuencia de algunos de los cambios que suponen los puntos anteriores para la industria financiera, el séptimo de los elementos del decálogo propuesto se refiere a la transición que se está produciendo hacia un sector bancario más integrado globalmente en cuanto al control regulatorio y el acceso a los mercados de capital y liquidez, pero en el que sigue siendo necesario, para su supervivencia y expansión, una especialización local que haga valer los aspectos relacionales de la actividad financiera. Asimismo, como se discute en el octavo de los aspectos considerados, existen nuevos retos en el gobierno corporativo bancario, fundamentalmente en lo que respecta a los sistemas de compensación y el comportamiento ético. El penúltimo punto considerado aborda los retos socio-demográficos que afrontarán las entidades financieras en los próximos años, entre los que destaca el envejecimiento de la población. El decálogo se cierra con el elemento que, a juicio del autor, ha guiado siempre un modelo de éxito bancario y debe seguir orientándolo, con nuevas perspectivas, en el futuro: la aportación de valor añadido. Precisamente, olvidar esta perspectiva de aportación de valor fue uno de los aspectos que condujo a la crisis financiera, primando trasladar los riesgos en lugar de diversificarlos y transformarlos. Y parte de esta responsabilidad corresponde al mundo académico, que debe ofrecer nuevos modelos y paradigmas para dar respuesta a estos retos.

II. ¿MÁS O MENOS REGULACIÓN? LA SOLVENCIA COMO PREMISA

La implementación convincente de un nuevo marco regulatorio que corrija algunas de las deficiencias y fallos que llevaron a esta crisis es una cuestión fundamental para tratar de preservar la estabilidad financiera en el futuro. La respuesta regulatoria que está siguiendo a la crisis financiera tiene múltiples dimensiones, si bien, de forma esquemática, pueden distinguirse fundamentalmente dos grandes tipos de iniciativas: las relacionadas con la solvencia y las relacionadas con las limitaciones y controles sobre las actividades bancarias. En todo caso, existe un conjunto más amplio de disposiciones que pueden afectar a aspectos tales como las compensaciones de los directivos bancarios o los propios sistemas y órganos de control y supervisión. Muchos de estos aspectos se tratan de forma transversal en otros apartados de este artículo, mientras que en éste se presta especial atención a la solvencia.

Requerir más capital se ha convertido en el principal instrumento para atajar las dudas e incertidumbres que se ciernen sobre el sector bancario en un amplio número de países. El aumento de los recursos propios mínimos y de su calidad es, precisamente, el principal elemento del acuerdo de Basilea III, que se ha convertido en el marco de referencia de la regulación bancaria en el entorno de la crisis. Este nuevo acuerdo de capital bancario incluye también un conjunto considerable de requerimientos informativos, referentes fundamentalmente a los métodos de evaluación de la calidad crediticia. En un contexto europeo, la traslación más reciente de la normativa de solvencia se realiza a partir de la llamada Directiva de Requerimientos de Capital 4, o *Capital Requirements Directive* 4 (en adelante, CRD4) (*).

Basilea III estructura el capital regulatorio en dos niveles. El capital de primer nivel, o *core Tier 1,* en Basilea III está compuesto por el capital básico (*common equity*), las reservas, una parte de «intereses minoritarios» y las deducciones adicionales, estando las participaciones preferentes generalmente excluidas. El capital básico está formado por las acciones ordinarias, los beneficios y las reservas. Por su parte, el capital de nivel 2, o *Tier 2,* incluye otras reservas, la deuda subordinada y algunas deducciones.

Basilea III contempla además la inclusión de dos colchones de capital adicionales. Por un lado, el colchón de conservación, que se plantea con el objetivo de absorber las pérdidas que una entidad financiera puede tener que afrontar en un entorno macroeconómico desfavorable para lograr mantener, a lo largo del ciclo económico, un nivel de solvencia por encima de los requerimientos mínimos. Por otro lado, se establece un colchón anticíclico, con el objetivo de controlar un crecimiento desmedido del crédito en fases expansivas del ciclo que dispare la morosidad en las fases recesivas.

Existen otros elementos que, aunque se incorporarán al acuerdo, no se han definido aún cómo de forma definitiva. Una de estas medidas en discusión es la introducción de la ratio de apalancamiento, o *leverage ratio*, que relaciona la exposición total de la entidad con la deuda asumida. Cabe destacar que se trata de una medida no ponderada por riesgo, con

lo que reduce el impacto negativo de una posible valoración incorrecta de los riesgos que pudiera hacer que los requerimientos de capital no fueran suficientes para cubrir pérdidas potenciales. Otras de las medidas que se implantarán, pero que aún están pendientes de definición y concreción, es el coeficiente de liquidez. Lo único que se ha acordado hasta la fecha es que este coeficiente se exigirá, pero no se ha especificado en qué consistirá ni cómo se aplicará.

En cuanto a la CRD4, en general, se trata de una implementación efectiva en la regulación europea de los principios de Basilea III. La estructura de requerimientos de capital reproduce la señalada anteriormente para Basilea III. En relación con la ratio de endeudamiento, aun cuando está pendiente su definición específica, se ha avanzado en el calendario de implementación, y según la CRD4 esta ratio tendrá que ser informada por las entidades a sus supervisores nacionales a partir de 2013, y estar a disposición del público a partir de 2015. La ratio será revisada por los supervisores y se convertirá en un requisito vinculante del Pilar 1 desde el 1 de enero de 2018. En términos de liquidez, la CRD4 simplemente indica que la obligación de presentar informes armonizados sobre liquidez y las nuevas normas mínimas de liquidez supondrán una mayor responsabilidad del país de origen para determinar si una entidad de crédito de ese país de origen, con filiales en otros países de la UE, cumple con los requisitos de liquidez que se establezcan.

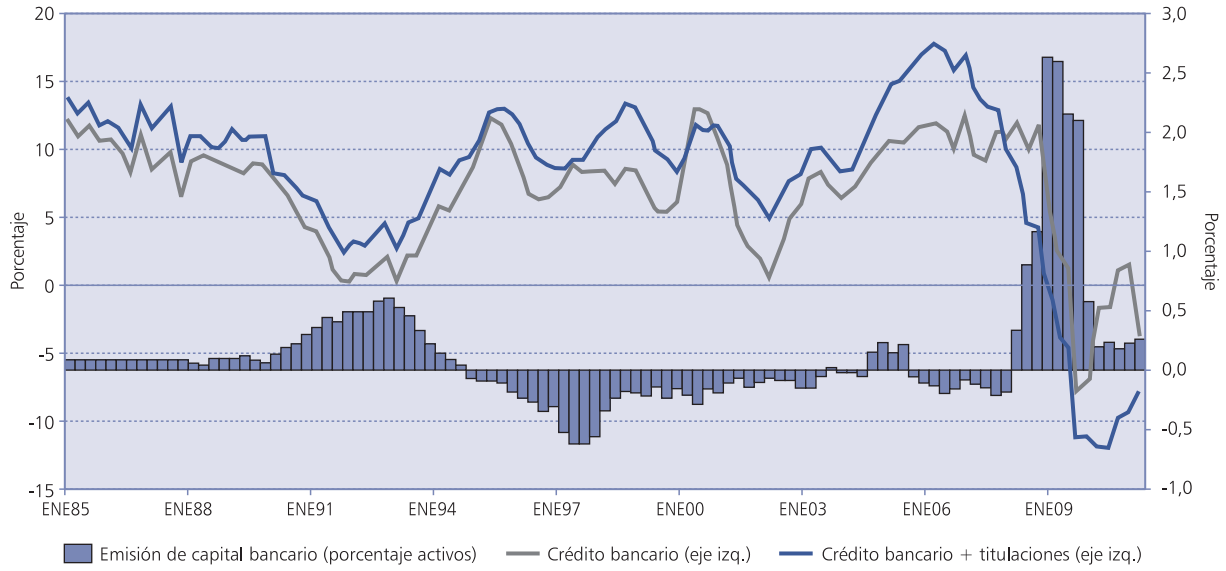
Un aspecto determinante en relación con Basilea III y la CRD4 son las calificaciones crediticias. En particular, se trata de reducir la dependencia de las calificaciones crediticias externas, al exigir a los supervisores que aseguren que las entidades financieras se mueven hacia enfoques basados en calificaciones internas (*Internal Rating-Based* o *IRB approach*) y, al mismo tiempo, se propicia que las empresas cuenten también con métodos internos, que no dependan exclusivamente de las calificaciones externas para aportar información que permita evaluar sus riesgos de crédito.

Aun cuando el calendario de implementación de estas nuevas normas de solvencia es bastante amplio, como se ha señalado, estos nuevos requerimientos de recursos propios, apalancamiento, liquidez y herramientas contracíclicas supone un cambio de enorme trascendencia para el sector bancario. En este punto, cabe preguntarse qué implicaciones pueden tener estas disposiciones para la economía real. Retomando como referencia el caso europeo, las dificultades que atraviesa Europa en el contexto de la deuda soberana reflejaron, entre otras dimensiones, la necesidad de reforzar la capitalización de la banca europea y llevaron a la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) a elevar el mínimo de *core Tier* 1 capital exigido hasta el 9 por 100 para las entidades sistémicas, las de mayor tamaño. Este tipo de medidas ha marcado claramente el orden de prioridades en la acción regulatoria recientemente. En particular, en un contexto de elevada incertidumbre y desconfianza en los mercados, la estabilidad financiera se convierte en una prioridad, y estimular los flujos de crédito pasa, necesariamente, a un segundo plano. Entre otras cuestiones, porque sin estabilidad económica y financiera no se da el entorno más propicio para la actividad crediticia.

Lo que prima con la apuesta por la solvencia bancaria son los efectos de largo plazo. Sin ir más lejos, los estudios de impacto desarrollados por la propia Comisión Europea (2011) sugieren que las tasas de crecimiento del PIB podrían verse afectadas negativamente en un 0,3 por 100 por los costes de implementación de Basilea III a corto plazo. Sin embargo, se estima también un efecto positivo que, según estas estimaciones, conduciría a los grandes bancos sistémicos globales (los G-SIB) a aumentar su participación en el crédito (en detrimento de otras actividades), lo que podría elevar el PIB global hasta un 2,5 por 100 (estimación estática). De forma similar, la Comisión Europea ha estimado que, en el corto plazo, el nuevo marco normativo reducirá el *stock* de créditos en un promedio del 1,8 por 100, y los tipos de interés de los préstamos se incrementarán un promedio de 29 puntos básicos, si bien estos efectos se desvanecerán en el medio y largo plazo. Estas reducciones en el crédito, de acuerdo con la experiencia histórica de tres décadas de implementación de normativas de solvencia (gráfico 1), suponen un coste habitual de corto plazo, si bien en el medio plazo estas regulaciones siempre han posibilitado la coexistencia de niveles elevados de solvencia con tasas de crecimiento del crédito significativas.

Lo que sí parece deducirse de Basilea III es que puede producir efectos asimétricos distributivos en el crédito bancario. En particular, Basilea III —o su implementación en Europa a través de la Directiva de Requerimientos de Capital 4 (CRD4)— no parece favorecer el crédito a las PYME. Dos aspectos resultan especialmente determinantes. En primer lugar, dado que la CRD4 y Basilea III ponen un especial énfasis en la evaluación crediticia mediante sistemas de información relativamente complejos y rígidos, las ponderaciones por riesgos que resultan para los créditos a empresas que, por naturaleza, producen una información menos elaborada (las PYME) serán

GRÁFICO 1
CAPITALIZACIÓN BANCARIA Y CRÉDITO A ESCALA INTERNACIONAL: LA EXPERIENCIA DE LA IMPLEMENTACIÓN DE NORMAS DE SOLVENCIA



Fuente: Credit Suisse y Harver Analytics.

más elevadas. En segundo lugar, estos sistemas de evaluación implican requerimientos importantes de información para las PYME que, en general, supondrán un aumento efectivo en el coste del crédito. En un estudio reciente, Standard & Poor's (2011) estima que Basilea III supondrá un incremento del coste del crédito de entre un 10 y un 20 por 100 en el caso de Europa, frente a un rango estimado de entre el 8 y el 15 por 100 en Estados Unidos. Por otro lado, se espera un considerable recorte en los plazos de los créditos, un factor de estabilidad decisivo para empresas como las PYME. Por lo tanto, la necesidad de diversificación del crédito y los requerimientos regulatorios parecen caminar en direcciones opuestas, y sólo las entidades que tengan los mejores métodos de evaluación interna de riesgos podrán aumentar su cuota en crédito a PYME y elevar sus rendimientos. También podrá ser una ventaja en este contexto tratar de ofrecer a las propias PYME sistemas de evaluación y calificación.

III. UNA NUEVA CONCEPCIÓN DEL RIESGO BANCARIO: APROXIMACIONES AL RIESGO SISTÉMICO Y *RING-FENCING*

Uno de los elementos más distintivos de la presente crisis son los efectos sistémicos que ha presentado, principalmente por el contagio financiero en Estados Unidos y Europa, y entre ambos. En la Unión Europea, sin ir más lejos, los últimos datos publicados disponibles señalan que a finales de 2009 se habían dado ayudas al sector bancario europeo por un importe de 351.650 millones de euros, lo que supone un 2,98 por 100 del PIB de la UE-27 (European Union Scoreboard, 2009). Aproximadamente la mitad de estas ayudas se habían materializado en inyecciones de capital (139.430 millones de euros), siendo también muy relevantes las realizadas en forma de garantías (128.150 millones de euros), compra de activos (75.270 millones de euros) y, en menor medida, inyecciones directas de liquidez (8.800 millones).

El coste para el contribuyente es una de las consecuencias negativas de los rescates bancarios con dinero público, y esto explica, en parte, el foco regulatorio en el control del riesgo sistémico. Como se indicó en el apartado anterior, las entidades sistémicas, o SIFI (*systemically important financial institutions*), concentran gran parte de la atención en este punto, dado que, por su tamaño y repercusión en el conjunto del sistema, presentan un problema de riesgo moral al estimarse que el Estado no va a permitir que caigan (*too-big-to-fail*). Estudios recientes muestran que en los mercados internacionales

de bonos, capital o *swaps* son las entidades sistémicas las que aportan un mayor riesgo, incrementando el componente de error (*tail risk*) de la distribución de probabilidad de ese riesgo (Penas y Unal, 2004; Brewer y Jagtiani, 2009; Völz y Wedow, 2009). Algunos estudios incluso señalan que las entidades sistémicas suelen sacar ventaja de la heterogeneidad de las redes de seguridad bancaria (normativas de solvencia, seguros de depósitos) para aprovechar las ventajas (más laxitud) de unas frente a otras, encontrándose evidencia de que este comportamiento fue bastante significativo en los años anteriores a la crisis (Carbó, Kane y Rodríguez, 2011).

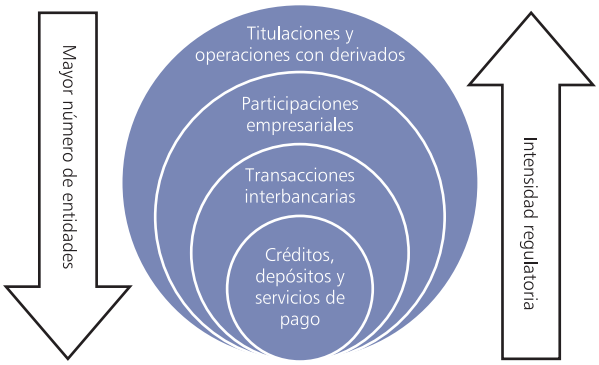
Esta situación genera incentivos negativos en el comportamiento de las entidades financieras, e incluso desigualdad competitiva, que llevan a una asignación no óptima de los recursos financieros. De forma efectiva, la regulación pre-crisis ha hecho que las autoridades financieras hayan permitido ejercer a las entidades financieras, en alguna medida, una opción *put* (al estilo de los mercados de derivados) sobre los contribuyentes. En particular, cuando los riesgos asumidos por las entidades financieras se materializan en pérdidas sustanciales con necesidad de rescate, esas pérdidas se convierten en deuda pública, dado que las entidades son consideradas como demasiado sistémicas como para caer y acaban siendo rescatadas (Carbó, Kane y Rodríguez, 2011).

En este punto, en ausencia de definiciones de consenso sobre qué constituye el riesgo sistémico, la valoración del aprovechamiento de la red de seguridad que pueden ejercer las entidades financieras se convierte en una posibilidad que convendría seguir explorando en el terreno de la investigación económico-financiera y en el marco de la supervisión bancaria. De este modo, se podría emplear una definición práctica de riesgo sistémico que consistiera en la valoración cuantitativa de cuánto aprovechan las entidades financieras los fallos de las redes de seguridad bancarias, en tiempos tanto de estabilidad como de inestabilidad financiera. Asimismo, por su propia construcción, las definiciones de riesgo sistémico basadas en medir el aprovechamiento de deficiencias en las redes de seguridad por entidades bancarias individuales son independientes del tamaño de la entidad financiera. Mientras que enfoques como Basilea III parten de una concepción del riesgo sistémico basada en la probabilidad de contagio entre entidades de gran dimensión en situaciones de estrés financiero, las aportaciones recientes señaladas anteriormente indican la necesidad de contar con medidas y definiciones de riesgo sistémico que permitan prevenirlo, en lugar de esperar a que el contagio ya se haya producido.

Ninguna aproximación al riesgo sistémico es, en cualquier caso, perfecta, y la complementariedad de enfoques *exante* y *expost* podría incrementar la capacidad de prevención de las políticas macroprudenciales de supervisión. Las disposiciones regulatorias recientes, orientadas a una limitación y/o control de la actividad bancaria, están apostando por una demarcación jurisdiccional de esta actividad para evitar el contagio, lo que se conoce como *ring-fencing,* o anillo de protección. Originalmente, el *ring-fencing* hacía referencia a la excepción de atender a obligaciones de pago potenciales de depósitos en el extranjero que podían realizar las entidades financieras estadounidenses ante situaciones excepcionales, como conflictos armados o graves problemas sociales. Recientemente, el *ring-fencing* ha aparecido como una herramienta que ha de definir gran parte del futuro de la regulación bancaria internacional, creando una normativa con diferentes intensidades en función del ámbito geográfico de actuación y de la dimensión de las entidades. El *ring-fencing* está llamado a tener una honda influencia en la regulación financiera en los próximos años. Entre otros aspectos, ha inspirado parte de las nuevas disposiciones que en Estados Unidos se han configurado alrededor de la Ley Dodd-Frank, de julio de 2010. Asimismo, forma parte de los proyectos de reforma financiera en marcha en el Reino Unido, inspirados en el informe de la Independent Commission on Banking (2011).

En el *ring-fencing*, el esquema habitual (diagrama 1) establece un primer anillo que cuenta con el

DIAGRAMA 1
ESQUEMA BÁSICO DE *RING-FENCING*



Fuente: Elaboración propia.

mayor nivel de protección, que es el que se refiere a las actividades de intermediación financiera tradicionales de tomar depósitos, conceder préstamos y ofrecer servicios de pago. Generalmente, se establece un nivel que permite las transacciones y préstamos interbancarios bajo condiciones algo más estrictas fuera del territorio de origen del banco en cuestión. Progresivamente, se van incorporando niveles o anillos adicionales, a los que sólo se permite acceder a un número cada vez más limitado de entidades y bajo condiciones mucho más estrictas, que incluyen transacciones con derivados, participaciones industriales y titulización de activos. Estas actividades de los niveles superiores de *ring-fencing* estarán restringidas a las entidades de mayor tamaño y serán controladas por exigentes requerimientos informativos. Como sugiere Vives (2011), la aplicación del *ring-fencing*, con exigencias normativas específicas dentro de cada nivel o anillo, puede resultar útil para aliviar el problema del riesgo sistémico de «entidades demasiado grandes para caer«, al identificar de forma más clara las actividades que más incertidumbre suelen conllevar y establecer una intensidad regulatoria mayor para ellas.

IV. DEL APETITO POR EL RIESGO AL RIESGO CALCULADO: ¿UNA BANCA MÁS ABURRIDA?

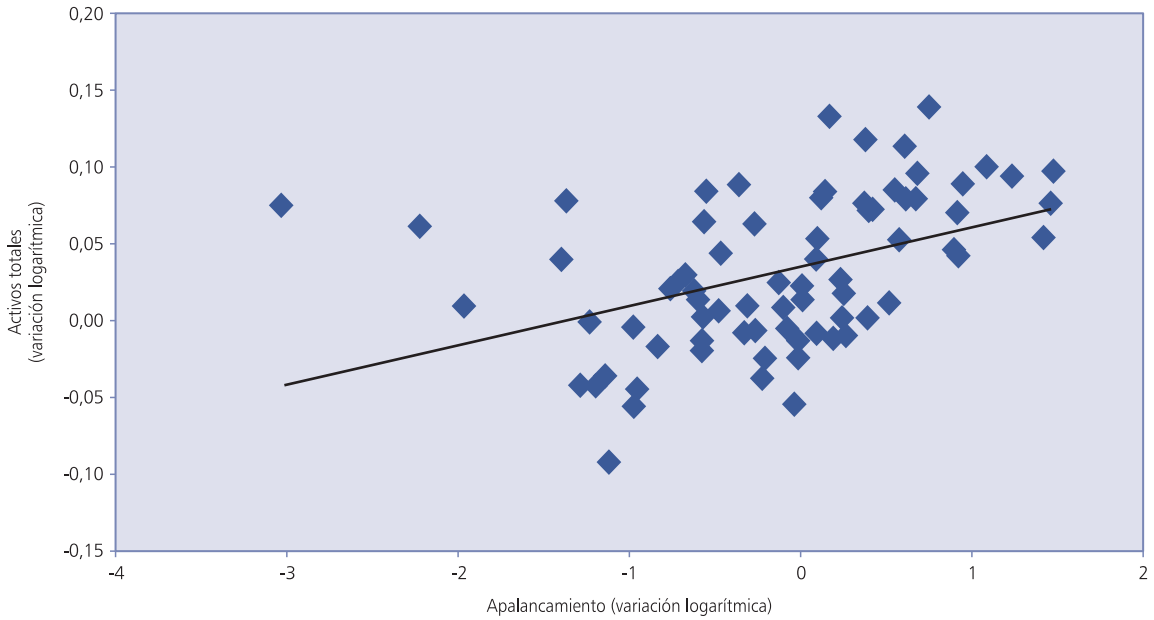
Una de las características más distintivas del riesgo en la actividad financiera es su correlación con el ciclo económico. El crédito crece habitualmente en línea con la economía real, mientras que, por el contrario, se ralentiza, o incluso decrece, durante las fases de estancamiento y recesión. Algunas de las variaciones en el crédito en las fases alcistas del ciclo son atribuibles, lógicamente, al incremento de proyectos viables de inversión, pero existe también un componente del crecimiento del crédito, relacionado con el apetito por el riesgo, que no está necesariamente ligado a la calidad crediticia (Danielson *et al.*, 2011). Adrian y Shin (2010), utilizando datos de bancos de Estados Unidos, muestran que la media ponderada del cambio trimestral en los activos totales de las entidades bancarias se encuentra directamente relacionada con cambios en el apalancamiento, entendido como la relación entre deuda y activos, lo que sugiere que la posición global de riesgo del banco promedio aumenta en paralelo al crecimiento de ese banco y de su deuda en la fase expansiva del ciclo. El gráfico 2 reproduce esta relación utilizando variaciones mensuales de los activos totales de las entidades de depósito españolas y de la ratio de apalancamiento, y confirma una correlación positiva entre ambas variables. Dado que el apalancamiento es un indicador indirecto de solvencia (a mayor deuda, menor capital), parece que al apetito por el riesgo en el sector bancario podría haber supuesto una preferencia por la deuda en relación con el capital que podría haber debilitado la fortaleza del sector para afrontar la crisis. Éste es un fenómeno extendido internacionalmente que, como se comentó anteriormente, ha motivado parte de la nueva regulación de solvencia actualmente en discusión en el marco de Basilea III (colchones contracíclicos y ratios de apalancamiento, entre otros aspectos).

La cuestión relevante en este contexto es hasta qué punto debe controlarse el apalancamiento en las entidades financieras para reducir el riesgo. Desde un punto de vista teórico, sería preciso distinguir entre el riesgo endógeno y el riesgo exógeno. El componente endógeno sería el que cabría esperar en un determinando momento como fruto del equilibrio de mercado, donde el riesgo «percibido» por los participantes en el mercado y el riesgo «real» coinciden. Sin embargo, se dan múltiples situaciones en las que el riesgo «real» es mayor que el percibido por factores exógenos. Estudios recientes señalan que ese desajuste o componente «exógeno» del riesgo es mayor cuanto mayor es el apalancamiento de las entidades financieras (Adrian *et al.*, 2010).

Cuando estos desajustes se producen, tanto los propios intermediarios bancarios como otros participantes en el mercado (tenedores de bonos o fondos de inversión, por ejemplo) pueden alterar el valor de la deuda y, por extensión, las ratios de apalancamiento bancarias, amplificando ese riesgo «real» y provocando inestabilidad financiera. Por lo tanto, los desajustes entre riesgo percibido y riesgo real imponen el reto a los reguladores y supervisores de tratar de controlar el apetito por el riesgo en las entidades financieras (Brunnermeier *et al.*, 2009).

El entorno bancario de Basilea III está llamado a ser un entorno de «riesgo controlado». En particular, el apetito por el riesgo se considera como un factor latente que puede variar significativamente con los movimientos especulativos en los mercados de deuda. Asimismo, cuando el apalancamiento aumenta, suele hacerlo para un conjunto amplio de entidades, dado que las tenencias cruzadas de deuda implican procesos de retroalimentación, o *feedback effects* (Morris y Shin, 2008). Teniendo en cuenta esta dinámica de funcionamiento, la alternativa fundamental que han desarrollado los regu-

GRÁFICO 2
RELACIÓN ENTRE LOS ACTIVOS TOTALES DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO Y LA RATIO DE APALANCAMIENTO EN ESPAÑA (2005-2011)



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

ladores con Basilea III consiste en limitar directamente el apalancamiento para tratar de frenar un excesivo apetito por el riesgo, ya sea porque el crecimiento del crédito va más allá de un determinado valor de equilibrio o porque los movimientos exógenos a la entidad financiera en los mercados de deuda llevan a tomar posiciones excesivamente apalancadas a esa entidad.

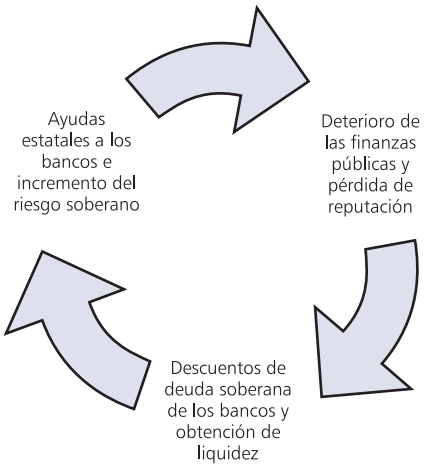
En definitiva, el control de las ratios de apalancamiento está llamado a propiciar una banca más «aburrida», en el sentido en que la adopción de riesgo de las entidades financieras estará controlada no sólo con requerimientos de capital en función del riesgo de los activos, sino con limitaciones al endeudamiento para tratar de prevenir la propagación de *shocks* exógenos en los mercados de deuda.

V. DEUDA SOBERANA, ¿ACTIVOS LIBRES DE RIESGO?

La relación entre deuda y riesgo, y los controles del apalancamiento financiero mencionados en el apartado anterior, tienen en el caso de la deuda soberana una referencia especialmente ilustrativa. La crisis de deuda europea ha demostrado una fuerte interconexión de los mercados financieros con las finanzas públicas, en la medida en que las tenencias de deuda soberana de las instituciones bancarias han creado vinculaciones cruzadas a lo largo del territorio europeo (y con terceros países) cuyo riesgo potencial se ha hecho evidente en situaciones de estrés y rescate financiero en algunos países (Fondo Monetario Internacional, 2010; Blundell-Wignall y Slovik, 2011).

La interconexión entre deuda soberana y riesgo bancario es fundamental en la medida en que desafía la consideración tradicional de buena parte de esa deuda pública como un activo libre de riesgo, o activo-refugio. Existen varias formas de vinculación entre los balances bancarios y la deuda soberana, que están relacionados de forma dinámica y crean un círculo vicioso (diagrama 2). En primer lugar, las ayudas en forma de garantías e inyecciones de capital para los bancos durante la crisis suponen un apoyo explícito de los estados al sector financiero. En segundo lugar, cuando los mercados perciben que los estados han asumido parte de los riesgos del sistema financiero, penalizan a estos países (por ejemplo, con bajadas de *rating*). A su vez, los dese-

DIAGRAMA 2
EL CÍRCULO VICIOSO DE LA RELACIÓN ENTRE DEUDA SOBERANA Y SECTOR BANCARIO



Fuente: Elaboración propia.

quilibrios de las finanzas públicas de algunos de estos países, agravan el problema reputacional de la deuda soberana. Sin ir más lejos, algunos estudios recientes han mostrado que, a partir de 2008, los diferenciales de deuda han crecido significativamente en aquellos países en los que la diferencia entre los intereses de la deuda y los ingresos fiscales se ha hecho más acusada (Borgy *et al.*, 2011). Al mismo tiempo, las entidades financieras tratan de usar sus tenencias de deuda para obtener liquidez a descuento, pero a medida que el riesgo soberano aumenta también aumentan los costes de este mecanismo de obtención de liquidez.

En este contexto, cabe preguntarse hasta qué punto la deuda soberana de un número importante de países podrá seguir siendo considerada un activo libre de riesgo como, de hecho, figura en las propuestas de Basilea III, con una ponderación por riesgo «cero». Incorporar el riesgo a gran parte de los títulos de deuda soberana implicará un reto importante, no sólo para los mercados financieros —en los que disminuirán las referencias que pueden ser consideradas como *risk-free* y que tan esenciales son para la formación de precios—, sino también porque implica considerables desafíos técnicos. Por ejemplo, dado que no existe un sistema de coberturas que recoja la heterogeneidad en estos riesgos en la eurozona, se puede generar arbitraje en las tenencias de deuda soberana, explotando la heterogeneidad en los *spreads* de gran parte de esos títulos, y crear aún más desequilibrios en los balances bancarios. Desde el Fondo Monetario Internacional, por ejemplo, se indica la existencia de posibles conflictos de intereses y riesgo de arbitraje entre dos de los tenedores más importantes de deuda soberana, como son los bancos y las compañías de seguros (Al-Darwish *et al.*, 2011). En particular, estas últimas cuentan también con nuevos requerimientos de solvencia, denominados genéricamente Solvencia II, que se basan en modelos de riesgo distintos a los de los bancos en Basilea III y que, por lo tanto, pueden generar aún más confusión y arbitraje si finalmente se procede a la medición del riesgo de los bonos soberanos.

La relación entre la deuda soberana y la deuda bancaria también tiene una importante referencia en los mecanismos de cobertura del riesgo-país. Los *credit-default-swaps* (CDS) —instrumentos derivados que consisten en un contrato de seguro sobre el riesgo de impago— sobre deuda soberana han proliferado de forma importante. En este contexto, los CDS han sido relacionados con las prácticas de venta a corto de deuda (*short-selling*). En términos simples, las ventas a corto son aquellas en las que, en realidad, no se tiene el título de forma efectiva en el momento de la transacción y se tiene la intención de recomprarlo posteriormente para poder cerrar la operación. El que el vendedor no posea el título de forma efectiva significa o bien que se ha prestado, pero se recuperará antes de que la venta sea efectiva (*covered short-selling*), o bien que la venta se ha hecho verdaderamente «desnuda» (*naked short-selling*), sin tenencia o derecho alguno sobre un título, de forma que existe un riesgo de que el vendedor no adquiera un título equivalente al que se ha comprometido a vender cuando la fecha de entrega llegue. Estas prácticas de venta en corto sin cobertura, o «desnudas», han sido abiertamente criticadas por los gobiernos europeos, y a ellas se les han achacado numerosos movimientos especulativos en los mercados de bonos en los últimos meses. Algunos países europeos, como Alemania desde mayo de 2011, han optado por limitar de forma muy considerable las ventas en corto y el uso de CDS en estas operaciones, lo que ha reducido significativamente las coberturas y el volumen de muchas transacciones con deuda, creando importantes distorsiones. El 15 de septiembre de 2011, la UE lanzó una propuesta para la regulación de las ventas en corto y los CDS. En esta propuesta se reconocía que los CDS, como cualquier otro contrato de derivados, tienen un propósito fundamental y un amplio uso como instrumentos de cobertura, pero también se decía que pueden ser usados para ge-

nerar movimientos especulativos en los precios de los activos que supuestamente aseguran. En noviembre de 2011, se prohibió desde la Comisión Europea el uso de los CDS para coberturas de deuda soberana. Esto podría tener consecuencias negativas, sobre todo cuando numerosos títulos de deuda pública llevan ya aparejado un riesgo de alguna magnitud y su cobertura (*hedging*) resulta esencial, siendo el papel de los CDS muy importante.

Aun cuando es pronto para evaluar su impacto, la prohibición podría crear distorsiones muy sustanciales en el mercado, que agravarían aún más la crisis de la deuda soberana. Por ejemplo, los inversores instantáneamente percibirían que el riesgo soberano no cuenta con coberturas a largo plazo, y este mercado de deuda perdería aún más liquidez, lo que, en consonancia con alguna evidencia empírica reciente, podría elevar todavía más la prima de riesgo de los países más amenazados por el riesgo de *default* (Arce *et al.*, 2011). Además, las economías periféricas europeas, ávidas y necesitadas de flujos de capital, verían cómo los inversores serían aún más reacios a invertir en esos países en la medida en que cualquier inversor, hoy en día, tiene en el *hedging* del riesgo soberano un componente primordial e inseparable en cualquier inversión. Así, por ejemplo, sin CDS sobre deuda soberana, muchos inversores no se plantearían apoyar proyectos de empresas o instituciones financieras de los países con mayores problemas de riesgo soberano. Además, en Europa existe otro riesgo en la prohibición de las propias posiciones cortas «desnudas». En particular, para que el mercado de deuda soberana europeo tenga la liquidez que precisa y los precios de esa deuda se establezcan de forma adecuada, hay que diversificar lo más posible el número de tenedores de los títulos. Con la prohibición de las ventas «desnudas», los usuarios de los CDS serán fundamentalmente tenedores de deuda soberana, y los precios tendrán un sesgo porque los que proporcionan el seguro de impago son los potenciales «morosos».

A medida que las estrategias de cobertura para la deuda soberana se limitan y, a su vez, los bancos perciben un mayor riesgo en las tenencias de ésta, las ventajas tradicionales de estos activos —seguridad, liquidez, reducida volatilidad y correlación negativa con los activos de riesgo— se desvanecen. Esto provoca desajustes adicionales tales como la inversión de las curvas de CDS de algunos países (lo que sugiere una mayor percepción de riesgo a corto que a largo plazo), o el desacoplamiento de las curvas de CDS de la deuda soberana y las de CDS de la deuda bancaria (con CDS mayor para la primera), lo que sugeriría que gran parte del peso del riesgo soberano se trasladaría cada vez más de los bancos a los países, agravando la crisis de la deuda en las economías periféricas europeas y, siguiendo este círculo vicioso, empeoraría las condiciones de financiación de los bancos y las empresas no financieras de esos países (Cooper y Scholtes, 2011).

VI. AGENCIAS DE *RATING:* NUEVAS PERSPECTIVAS

Las agencias de *rating* son suministradoras de información. Su labor consiste en emitir, a través de sistemas basados en la valoración de expertos, opiniones sobre la calidad crediticia de títulos, empresas o incluso estados. Actualmente, sólo hay tres de ellas que operen a escala mundial: Moody´s, Standard and Poor´s y Fitch-BCA. En los mercados financieros modernos, los emisores de deuda, los inversores y los reguladores encuentran en los *rating*s una base fundamental para referenciar el riesgo y para la formación de precios. La importancia de estas calificaciones es tal que la mayor parte de las grandes empresas cuentan con un *rating,* y los inversores institucionales sólo pueden invertir en empresas que cuenten con un nivel mínimo de *rating* emitido por una agencia de reconocido prestigio, ya que sus estatutos o su regulación les limitan o impiden invertir en activos que tengan un *rating* por debajo de ese mínimo. Esto supone que el *rating* limita el tipo de inversores potenciales, posibilita elegir entre diferentes fuentes de financiación y tiene una gran repercusión en la fijación de precios en el mercado.

Esta confianza que los inversores depositan sobre las calificaciones se puso en entredicho a partir de la crisis crediticia que estalló en el verano de 2007. Durante la fase expansiva previa a la crisis, los *rating*s facilitaron la aparición de complejos productos estructurados y la generalización de las titulizaciones. Sin el respaldo que estos títulos recibían de las agencias de *rating*, no hubiesen podido alcanzar la relevancia que llegaron a tener, pues, por su elevada complejidad, el único indicador sobre su solvencia era el propio *rating* (Benmelech y Dlugosz, 2009).

Recientemente, la comisión del mercado de valores estadounidense —la Securities and Exchange Commission (SEC)— ha publicado un informe (SEC, 2011) en el que imputa a estas agencias una parte significativa de la responsabilidad en los fallos que

derivaron en los colapsos financieros observados en 2007 y 2008 en los mercados de deuda y bancarios, y sugiere un amplio conjunto de acciones para mejorar su funcionamiento y su supervisión. De forma similar, en Europa, la reforma de la regulación de las agencias de calificación ha sido sometida a consulta desde junio de 2010 por parte de la Comisión Europea, sugiriéndose incluso la posibilidad de crear una agencia o un sistema de agencias europeo que permita una evaluación de los riesgos más eficiente que la que se ha desarrollado hasta ahora.

En general, el impacto del *rating* va más allá de los problemas de información asimétrica y los fallos de mercado que se hayan podido producir. Las consecuencias de mayor impacto son aquellas que se refieren a la economía real y que, *grosso modo,* y sin entrar en valoraciones, pueden sintetizarse en las tres siguientes:

— La calificación crediticia está teniendo en la deuda soberana un punto de referencia durante la crisis. Las agencias de calificación de referencia han aplicado numerosas rebajas de *rating* a la deuda de un amplio conjunto de países europeos, e incluso a la de Estados Unidos. Estas rebajas se han producido, en muchos casos, en un contexto de planes de austeridad y consolidación fiscal, en el que la pérdida de calidad crediticia no ha hecho sino redundar sobre los costes de financiación de los gobiernos y las empresas de estas economías. Esta dicotomía entre los esfuerzos fiscales y las reducciones de *rating* ha avivado aún más la polémica sobre la eficiencia y el papel de estas instituciones.

— La titulización y, en general, la emisión de deuda es un mecanismo fundamental para resolver las significativas restricciones de liquidez y financiación que en la actualidad afrontan las entidades bancarias. Sin embargo, la calidad crediticia de muchas de las instituciones emisoras, y las propias condiciones de mercado derivadas del problema anterior de deuda soberana, dificultan que los mercados de deuda puedan funcionar con la suficiente profundidad.

— Las restricciones de liquidez que se derivan del estancamiento de los mercados de deuda y titulización impactan, asimismo, en el racionamiento de crédito de las instituciones financieras y dificultan la recuperación de la inversión productiva.

En el debate sobre el funcionamiento de las agencias de *rating* se destacan habitualmente los problemas de incentivos que teóricamente estas agencias afrontan. Como señalan Bolton *et al.* (2012), la fijación de precios de las agencias de *rating* es uno de los aspectos que precisa de una intensa revisión. Aun cuando buena parte de las comisiones que estas instituciones cobran están prefijadas, muchas de ellas están sometidas a negociación en la práctica, lo que entraña una incidencia potencial sobre la calificación obtenida. Parte del problema se deriva del modelo de negocio de las agencias de crédito, según el cual los emisores de un título deben pagar a las agencias para poder obtener un *rating*. En este sentido, el problema radica en que si el emisor no está contento con el *rating* conseguido puede intentar obtener otra calificación de otra agencia más favorable, lo que puede introducir distorsiones, creando un fenómeno conocido ya comúnmente como *rating shopping*. Este problema se acentuaría, en principio, en sectores particularmente opacos, tales como el sector financiero o los mercados de titulización.

Al mismo tiempo, debe señalarse que, a menudo, existe transparencia limitada sobre las metodologías de evaluación crediticia. Para evaluar algunos títulos se emplean conjuntos de información mucho más amplios que para otros, y la fiabilidad de los datos primarios a los que las agencias de *rating* tienen acceso no es lo suficientemente amplia como para realizar una evaluación adecuada.

Otra dimensión que parece mejorable respecto a las agencias de calificación es la referente a la estructura competitiva. La industria de calificación crediticia está excesivamente concentrada a escala internacional, dominada mayormente por las tres grandes agencias señaladas. Precisamente, las propuestas anteriormente mencionadas de la Comisión Europea van orientadas a tratar de fomentar la competencia y ofrecer alternativas de suficiente envergadura y profundidad para operar en este mercado (Becker y Milbourn, 2012).

La información que las agencias de *rating* pueden haber proporcionado a los inversores no refleja los riesgos de crédito esperados a largo plazo de forma adecuada y, por lo tanto, es preciso aumentar su eficiencia informativa. Entre otros factores, las agencias de calificación parecen variar sus *rating*s en parte influidas por características ajenas a los activos de los títulos que evalúan (por ejemplo, la rentabilidad o la solvencia del emisor), tal y como indican estudios recientes como el de Carbó, Marqués y Rodríguez (2011). Por tanto, es necesario establecer mejoras en los sistemas de evaluación.

VII. LIQUIDEZ: MERCADO INTERBANCARIO, TITULIZACIÓN Y *COLLATERAL SWAPS*

En los albores de la crisis, durante 2007 y buena parte de 2008, los principales problemas en el sector financiero se concentraron en las tensiones de liquidez que generó la desconfianza en los mercados interbancarios y de bonos, derivada a su vez del contagio de las llamadas hipotecas *subprime*. Si bien a las restricciones de liquidez siguieron importantes problemas de solvencia —en particular, tras el rescate de Lehman Brothers—, el funcionamiento de los mercados monetarios y de deuda a largo medio y plazo se ha visto alterado de forma muy significativa durante la crisis, y en los años venideros dará lugar a un sistema distinto basado, fundamentalmente, en la reputación y el colateral, con importantes implicaciones para la generación de liquidez.

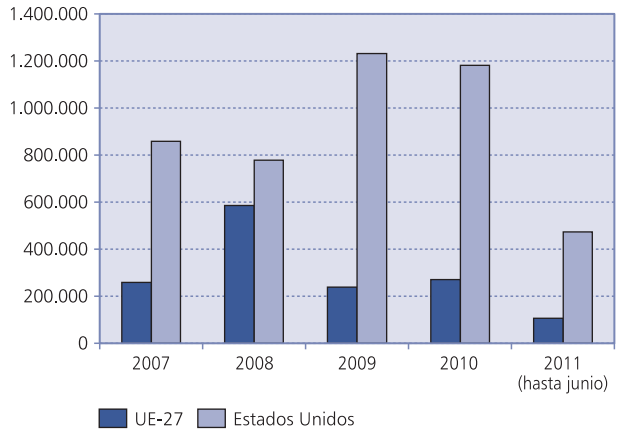
Probablemente, el mercado que sufra mayores transformaciones, entendido de forma genérica, es el de la titulización de activos. Como se observa en la parte A) del gráfico 3, la titulización de activos (con el ejemplo destacado de los fondos hipotecarios) en Estados Unidos se vio muy afectada por la crisis en 2007 y 2008, y tan sólo durante 2009 y 2010 pudo recuperar una senda de crecimiento significativa. Así, mientras que en 2007 y 2008 la emisión media anual de fondos hipotecarios en Estados Unidos se mantuvo en el entorno de los 0,8 billones de euros, entre 2009 y 2010 el promedio anual de emisión de estos títulos fue de 1,2 billones de euros. En la UE-27, el aumento de la las emisiones de títulos hipotecarios fue significativo todavía entre 2007 (0,2 billones de euros) y 2008 (0,5 billones de euros), pero durante 2009 y 2010 la emisión anual en Europa ha estado en el entorno de los 0,15 billones de euros. Debe señalarse, además, que las emisiones en el caso estadounidense se produjeron fundamentalmente tras la intervención y rescate de las dos grandes agencias de titulización (Fannie Mae y Freddie Mac), en noviembre de 2008, mientras que en el caso europeo la mayor parte de las titulizaciones de deuda desde 2008 corresponden a emisiones «retenidas» para su descuento por parte de los bancos emisores en el Banco Central Europeo.

La crisis ha demostrado que la titulización es muy dependiente de las percepciones de los mercados y de la estabilidad de éstos. En particular, cuando la incertidumbre financiera ha aumentado, de forma particular desde 2007, estos mercados han reducido su actividad de forma muy significativa. Como señalan, entre otros, Fahri y Tirole (2009) o Kane (2010), los fallos en los mercados de titulización —entre ellos, en las calificaciones crediticias— contribuyeron a generar una burbuja en los mismos, y todavía no se han establecido los mecanismos ne-

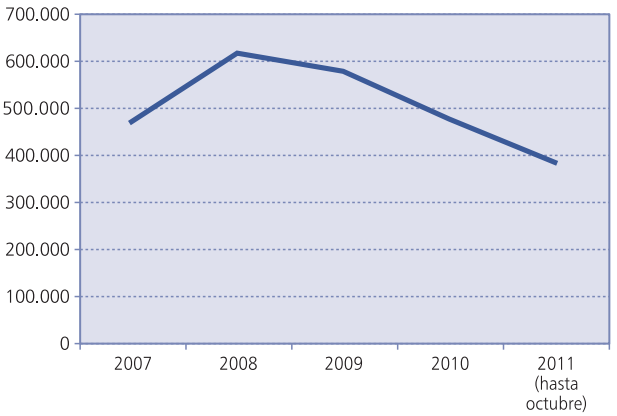
GRÁFICO 3

EJEMPLOS DE MECANISMOS DE GENERACIÓN DE LIQUIDEZ EN LAS ENTIDADES BANCARIAS DURANTE LA CRISIS (2007-2011)

A) Emisión de fondos de titulización hipotecarios en EE.UU. y la UE-27 (millones de euros)



B) Recurso de las entidades financieras de la eurozona al Eurosistema. Operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo (millones de euros)



Fuente: European Securitization Forum, American Financial Management Association, Banco Central Europeo y elaboración propia.

cesarios para su estabilización y para reducir el riesgo de contagio sistémico.

La visión académica prevaleciente antes de la crisis era que la titulización, en general, aportaba estabilidad, diversificación y liquidez al conjunto del sistema financiero (Greenspan, 2005; Duffie, 2008). Sin embargo, se desarrollaron progresivamente puntos de vista cada vez más escépticos sobre el impacto de la titulización en la estabilidad del sistema financiero. Algunos estudios señalan que, al tiempo que la titulización genera liquidez, podría también estimular el apetito por el riesgo de los bancos (Calem y LaCour-Little, 2003; Wagner, 2007), e incluso podría generar riesgos sistémicos (Brunnermeier y Sannikov, 2010).

Dados los riesgos asociados a los mercados de titulización, no resulta sorprendente, como se señaló anteriormente en el apartado III de este artículo, que las iniciativas regulatorias orientadas al control del riesgo sistémico (como el *ring-fencing*) pongan gran parte del énfasis en establecer limitaciones sobre la titulización.

En un entorno en el que la titulización ha tenido una profundidad limitada en mercados secundarios, cabe destacar, como se observa en la parte B) del gráfico 3 para el caso del Banco Central Europeo, el papel de las autoridades monetarias en la resolución de los problemas de liquidez bancarios, ofreciendo facilidades de liquidez extraordinarias; en particular, en momentos de especial dificultad en los mercados secundarios de deuda.

Dejando al margen las compras de deuda del Banco Central Europeo, en unos tiempos en los que el acceso a los mercados interbancarios y de bonos resulta muy complejo para un número amplio de entidades, en particular para los bancos de países donde la prima de riesgo es más elevada, el descuento de deuda en las grandes cámaras de compensación resulta una opción que cada vez está siendo más utilizada (como por ejemplo, en Europa, LCH, Clearnet o Euroclear). En todo caso, existen también algunas precauciones en el uso de este mecanismo de financiación, en particular para las entidades financieras en países donde el riesgo soberano se ha incrementado de forma significativa. En las cláusulas que las cámaras de compensación establecen para este tipo de deuda aparecen, cada vez de forma más frecuente, los *trigger,* unos márgenes adicionales que se requieren para el descuento de la deuda si la prima de riesgo pasa determinada cota, o *threshold*. Por ejemplo, durante las tensiones que se vivieron en Italia en octubre de 2011, el margen para descontar deuda soberana italiana en LCH pasó de 350 a más de 500 puntos básicos en tan sólo dos días.

En un entorno con escasas opciones alternativas, y en el cual la reputación es fundamental, la obtención de liquidez para las entidades financieras en los mercados interbancarios se está centrando (cuando la prima de riesgo lo permite) en titulizaciones de calidad destinadas a su descuento en mercados *repo* (*secured lending*). En términos generales, se está caminando progresivamente hacia un nuevo mercado de liquidez interbancario, más técnico y más basado en las garantías colaterales. Entre los instrumentos que ganan cada vez más popularidad, destacan los *collateral swaps*, que son permutas de garantías sobre deuda, principalmente entre bancos y grandes aseguradoras. Estos instrumentos están proporcionando cada vez más liquidez, si bien no existe una regulación que controle los riesgos que se están asumiendo con estos *swaps* (Awrey, 2011).

VIII. ACCESO GLOBAL Y ESPECIALIZACIÓN LOCAL: LA BANCA RELACIONAL PREVALECE

La creciente presión regulatoria, con una apuesta decidida por reforzar la solvencia, tendrá en la dimensión de las entidades financieras un referente fundamental en los próximos años, dado que las grandes instituciones bancarias son las que tienen un mayor acceso a los mercados de capitales y de liquidez. Y, en un entorno financiero global, las entidades que operan en mercados nacionales tienden, cada vez más, a buscar alianzas e integraciones que les permitan un acceso a éstos. Asimismo, una de las características del entorno competitivo postcrisis será una reducción generalizada en el número de proveedores de servicios bancarios, dado que el exceso de capacidad que se ha revelado en muchos países está produciendo numerosos procesos de concentración.

En este contexto, en el que la dimensión se ha convertido en un elemento estratégico importante, cabe preguntarse si el negocio de las entidades financieras más vinculado al territorio y al cliente, la llamada «banca relacional», sigue teniendo cabida o está llamada a desvanecerse. Estudios recientes señalan que las entidades de tamaño medio y reducido siguen contando con algunas ventajas de especialización y relacionales. En particular, Berger y Black (2011) analizan las ventajas comparativas de

los bancos grandes y pequeños en tecnologías de crédito específicas en el entorno de la crisis. Sus resultados sugieren que los bancos pequeños siguen teniendo una ventaja comparativa en préstamos «relacionales», aquellos en los que el conocimiento de los prestatarios resulta fundamental para su evaluación. En todo caso, lo que se está desarrollando progresivamente es una ramificación de la banca de mayor dimensión, dando cada vez más autonomía a sus redes regionales para que éstas puedan desarrollar banca relacional (Agarwal y Hauswald, 2011). De Young *et al*. (2010) señalan que la distancia prestamista-prestatario está relacionada con las características del prestatario, las características del prestamista, las condiciones del mercado, las restricciones regulatorias, los incentivos de riesgo moral y los incentivos principal-agente. Asimismo, se observa que el conocimiento personal entre el responsable de la oficina y los clientes genera valor relacional, mientras que los servicios *on-line* no.

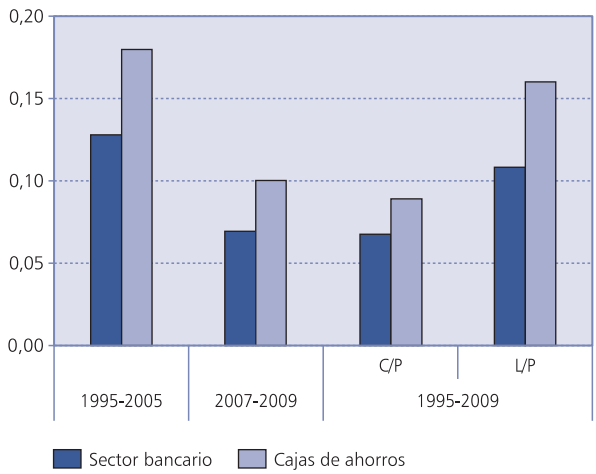
Otro conjunto de estudios recientes se ha centrado en analizar qué aportación puede tener la banca relacional en entornos de crisis e inestabilidad financiera. Puri *et al.* (2012) analizan el caso de las cajas de ahorros alemanas (*landesbanken*) durante 2006 y 2008, dado que un conjunto importante de estas cajas se vio afectado por su exposición a los productos estructurados de inversión desde 2007. Los autores señalan que, en las entidades afectadas, el crédito no disminuyó en aquellas en las que la banca relacional tenía un mayor peso. De forma similar, Carbó, Degryse y Rodríguez (2011) sugieren, para una muestra de empresas españolas, que aquellas que tienen mayores vínculos relacionales (duración de la relación y fidelidad) con sus bancos se enfrentaron a menores restricciones financieras durante 2007 y 2008 que aquellas en las que éstos vínculos relacionales tenían un peso más reducido.

España constituye un ejemplo del valor del crédito relacional. Estudios recientes, como Carbó *et al*. (2008), han ofrecido evidencia al respecto comparando la sensibilidad del crédito recibido por las PYME a su inversión a corto plazo (capital circulante) y largo plazo (capital fijo) para el período 1995-2006. Como extensión de Carbó *et al.* (2008), en el presente artículo se propone ampliar las estimaciones para el período 1995-2009. En España, las cajas de ahorros representan el principal ejemplo de banca relacional, y por ello la comparación se establece entre el promedio del sector bancario y las cajas tomadas por separado. Para desarrollar el análisis, se emplea una muestra de crédito a PYME obtenida de la base de datos SABI para 19.400 PYME. La sensibilidad de la inversión al crédito se estima a través de una ecuación en la que el crédito se mide a tra-vés de una ecuación del tipo:

$$\textit{Inversión} = f\,(\textit{cash flow, activos tangibles, créditos, tipo de interés de los créditos, PIB}) \qquad [1]$$

donde tanto la inversión a largo plazo como a corto plazo de cada PYME se explica por el *cash flow* generado por la entidad (ingreso neto de provisiones), los activos tangibles (activos fijos y circulante), el tipo de interés aplicado por la entidad a la PYME y el PIB en las regiones en las que actúa ésta. Los principales resultados se muestran en el gráfico 4. Se observa que la relación entre crédito e inversión es más marcada en las cajas para el conjunto del período 1995-2009, con un coeficiente estimado para la inversión a largo plazo de 0,16, frente al 0,11 estimado para el conjunto del sector. Esta relación implica que un aumento del crecimiento del crédito a PYME de las cajas del 10 por 100 (variación en la tasa de crecimiento) se traduce en un aumento de la inversión del 1,6 por 100, frente al 1,1 por 100 para el promedio del sector bancario, siendo las diferencias entre ambos grupos estadísticamente significativas. Las diferencias se mantienen en la sensibilidad estimada del crédito a la inversión a corto plazo, con un coeficiente del 0,09 en las cajas y del 0,07 para el conjunto del sector bancario español. Resulta interesante destacar, asimismo, que aunque

GRÁFICO 4
RELACIÓN CRÉDITO-INVERSIÓN EN LAS PYME ESPAÑOLAS (1995-2009)



Fuente: Estimaciones del autor a partir de la base de datos SABI.

esta sensibilidad se ha reducido algo desde antes del comienzo de la crisis, las cajas mantienen un mayor coeficiente estimado de sensibilidad del crédito a la inversión de las PYME (0,10), frente al promedio del sector (0,07), en el período 2007-2009.

IX. GOBIERNO CORPORATIVO Y SISTEMAS DE COMPENSACIÓN

Uno de los elementos más discutidos en el contexto de la crisis —entre otras razones, por sus implicaciones éticas— son los esquemas de compensación en el sector bancario y hasta qué punto éstos favorecen la eficiencia en la gestión y establecen los incentivos adecuados para una evaluación eficiente del riesgo. Estudios empíricos recientes han mostrado que la generalización de pagos significativos en forma de dividendos, bonus y otros sistemas de compensación para directivos y accionistas han exacerbado la erosión del la solvencia bancaria desde el inicio de la crisis (Acharya *et al.,* 2009). En estos estudios, se muestra incluso que los bancos que han recibido ayudas públicas han mantenido en gran medida inalteradas sus políticas de dividendos y remuneraciones.

Durante la década de 1990 se desarrollaron numerosos sistemas de compensación, como las opciones sobre acciones (*stock options*) que pretendían alinear los objetivos de los directivos con los de los accionistas (Murphy, 1999). Sin embargo, una mayor participación en el capital no siempre conduce a las mejores decisiones de gestión y/o mayor valor para los accionistas. Grandes participaciones pueden permitir a los administradores afianzarse en los consejos de administración y obtener beneficios privados a expensas de los accionistas, como ya sugerían los trabajos seminales de Morck *et al*. (1988) y Stulz (1988).

En estudios recientes, se aporta evidencia de que los pagos en forma de acciones y, en particular, la tenencia de opciones sobre acciones puede inducir a los responsables de la gestión bancaria a manipular ingresos y al fraude contable, así como a prácticas de uso privilegiado de la información (*insider trading*) para impulsar las valoraciones de mercado y enriquecerse con la venta de acciones u opciones (Cheng yWarfield, 2005; Bergstresser y Philippon, 2006; Burns y Kedia, 2006 y 2008; Peng y Roell, 2008). En algunos de estos estudios se señala que estas prácticas se extendieron de forma significativa antes de la crisis (Lie, 2005; Heron y Lie, 2007; Narayanan y Seyhun, 2008) y que, en muchos casos, ya dañaba significativamente el valor de las acciones incluso en coyunturas macroeconómicas y empresariales favorables (Narayanan *et al*., 2007; Bernile y Jarrell, 2009).

Asimismo, algunos estudios muestran que los sistemas de remuneración al uso en la industria bancaria inducen a los gestores a adoptar posiciones excesivamente arriesgadas (Chen *et al.*, 2006; Coles *et al.*, 2006; Brockman *et al.*, 2012). Bajo estas condiciones, los reguladores financieros han puesto bajo revisión las prácticas de compensación. Las reformas en los sistemas de remuneración en el sector bancario han introducido principios y normas tanto en materia de compensación como en materia de divulgación y transparencia. Actualmente, las iniciativas a tal efecto tratan de fortalecer la integridad de los procesos de aprobación de los sistemas de compensación, y de incorporar reajustes en los principios de retribución basados en la rentabilidad, como en el caso de la Ley Dodd-Frank en Estados Unidos.

En una perspectiva más amplia, en el entorno internacional, la principal referencia la ha fijado el Comité de Supervisores Bancarios del BIS, que ha desarrollado un conjunto de catorce principios orientativos para un gobierno corporativo bancario responsable y ético (cuadro n.º 1), con el objetivo de favorecer la profesionalización de la gestión y los incentivos adecuados para el control del riesgo. Entre los principios más destacados de los indicados por el BIS, se plantea la continua supervisión de la cualificación de los miembros del Consejo de Administración para ocupar sus cargos y se les exige una clara comprensión de sus funciones como parte el gobierno corporativo. Por otro lado, la alta dirección debe asegurarse de que las actividades llevadas a cabo por el banco se encuentran en consonancia con su estrategia de negocio, su tolerancia al riesgo y las políticas aprobadas por el Consejo de Administración.

X. CAMBIOS SOCIO-DEMOGRÁFICOS, EDUCACIÓN FINANCIERA Y NEGOCIO BANCARIO

Tal vez el factor de cambio en el sector bancario menos relacionado con la crisis financiera y/o las presiones regulatorias es el efecto que los cambios demográficos, y en particular el envejecimiento de la población, pueden tener sobre los servicios financieros en algunos países. En los años anteriores a la crisis, los hogares habían diversificado sus fuentes

CUADRO N.º 1

PRINCIPIOS PARA MEJORAR EL GOBIERNO CORPORATIVO BANCARIO

1 ..... El Consejo de Administración tiene una responsabilidad con todo el banco, incluyendo la aprobación y supervisión de la implementación de los objetivos estratégicos de éste, la estrategia de riesgo, el gobierno corporativo y los valores corporativos. El Consejo también es responsable de supervisar a la alta dirección.

2 ..... Los miembros del Consejo de Administración deberán estar y permanecer calificados mediante la capacitación para su puesto; deberán contar con un claro entendimiento de su función dentro del gobierno corporativo y ser capaces de practicar un juicio sólido y objetivo sobre asuntos relacionados con el banco.

3 ..... El Consejo de Administración deberá definir prácticas de gobierno corporativo apropiadas para su propio trabajo y contar con los medios necesarios que le permitan garantizar que éstas sean seguidas y revisadas periódicamente para la mejora continua.

4 ..... En una estructura de grupo, el Consejo de Administración de la empresa matriz tiene la responsabilidad de adecuar el gobierno corporativo en todo el grupo, y asegurarse de que existan políticas y mecanismos adecuados a la estructura, negocio y riesgo del grupo y sus entidades.

5 ..... Bajo la dirección del Consejo de Administración, la alta dirección deberá asegurarse que las actividades del banco sean consistentes con la estrategia del negocio, la tolerancia al riesgo y las políticas aprobadas por el consejo.

6 ..... Los bancos deben contar con un sistema de control interno efectivo y una función de administración de riesgos (incluyendo un director de riesgos o su equivalente) con suficiente autoridad, carácter, independencia, recursos y acceso al Consejo.

7 ..... Los riesgos deben ser identificados y monitoreados en toda la organización y por cada una de las entidades; la sofisticación de la administración de riesgos y la infraestructura de control interno del banco deberá mantenerse a la par con cualquier cambio en el perfil del riesgo del banco (incluyendo su crecimiento) y el ambiente de riesgo externo.

8 ..... Una administración de riesgos efectiva requiere de una comunicación interna robusta dentro del banco acerca de riesgo, a través de la organización y por medio de reportes al Consejo de Administración y a la alta dirección.

9 ..... El Consejo de Administración y la alta dirección deben utilizar de manera efectiva el trabajo realizado por la función de auditoría interna, auditoría externa y la función de control interno.

10 ..... El Consejo de Administración debe supervisar activamente el diseño y la operación del sistema de compensaciones, así como monitorear y revisar dicho sistema con el fin de asegurarse que éste opera según lo planteado.

11 ..... La compensación a empleados debe estar alineada de manera efectiva con los riesgos prudentes a tomar: las compensaciones deben ser ajustadas para todo tipo de riesgos, el resultado en las compensaciones debe ser simétrico con el resultado en los riesgos, los programas de compensación deben ser sensibles al horizonte temporal de los riesgos y la mezcla de dinero en efectivo, acciones y otra forma de compensación deberá ser consistente con la alineación al riesgo.

12 ..... El Consejo y la alta dirección deberán saber y entender la estructura operacional del banco y los riesgos que ésta plantea.

13 ..... Cuando un banco opera a través de entidades con un propósito especial (EPE), o estructuras relacionadas o en jurisdicciones que impiden la transparencia, o que no cumplan con estándares bancarios internacionales, el Consejo de Administración y la alta dirección deberán entender el propósito, estructura y riesgos de estas operaciones y buscar mitigar los riesgos identificados (entender su estructura).

14 ..... El gobierno del banco deberá ser suficientemente transparente para sus accionistas, depositantes, otras partes interesadas relevantes y participantes del mercado.

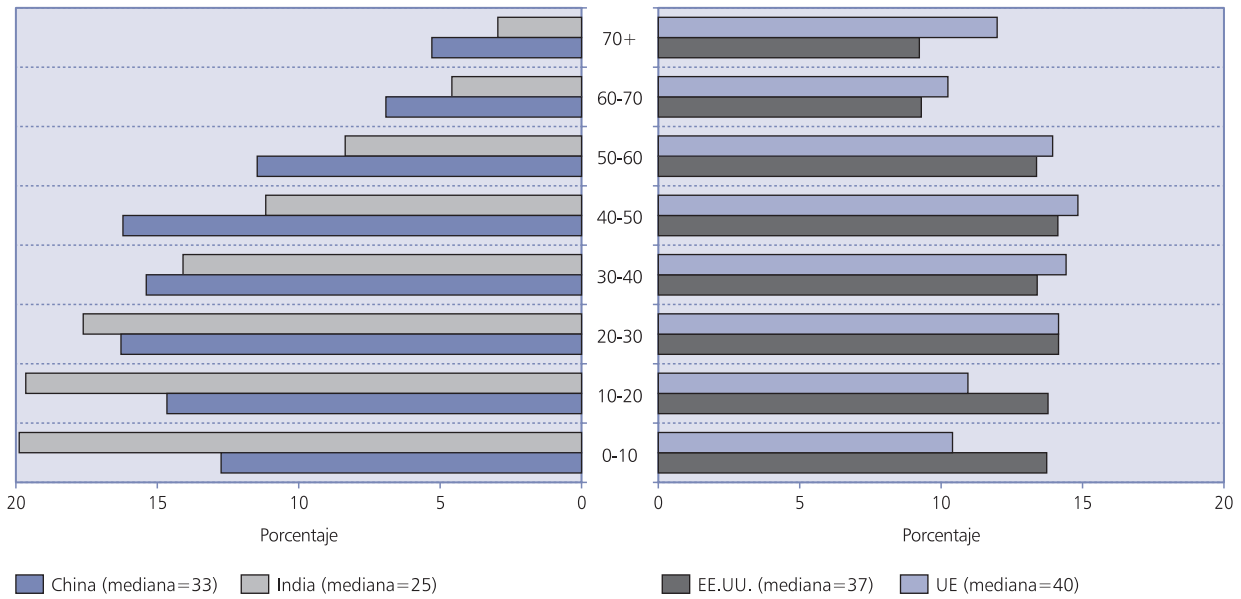
Fuente: Bank for International Settlements (2010).

de ahorro financiero, dotando de un mayor peso a los productos de inversión vinculados a los seguros y fondos de pensiones, en parte como respuesta al envejecimiento de la población (Campbell, 2006; Lusardi y Mitchell, 2007; Hackethal *et al.*, 2012). Como muestra el gráfico 5, estos cambios demográficos son, en cualquier caso, mucho más acusados en las llamadas «economías avanzadas» de Europa y Estados Unidos que en países emergentes como China o India.

A medida que la edad promedio poblacional crece, la variedad de productos financieros ligados con el ahorro a largo plazo lo hace también. Entre otros aspectos, el envejecimiento poblacional suele llevar aparejado además un retraso en la edad de jubilación. Como señala Greenspan (2005a), estos son fenómenos relativamente nuevos en muchas economías y, por lo tanto, las cuestiones financieras asociadas con el ahorro y la gestión de inversiones para la jubilación se convertirán en condicionantes fundamentales para el negocio bancario de los próximos años. En este punto, como indica Campbell (2006), la sofisticación de estos productos ha ido en aumento, y existe la necesidad de un asesoramiento cualificado que informe sobre los riesgos asociados a ellos, ya que muchos se vinculan a la renta variable con un conjunto de cláusulas complejas. Asimismo, se estima que en los próximos años el papel de la educación financiera será fundamental para que se garantice una mayor diversificación del riesgo en los hogares con menores niveles formación sobre estos aspectos (Hackethal *et al.*, 2012).

Existen dos hipótesis contrapuestas relacionadas con los cambios, tanto demográficos como en la

GRÁFICO 5
PERFILES POBLACIONALES EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS MUNDIALES



Fuente: Oliver Wyman y elaboración propia.

educación financiera, y su efecto sobre la demanda de servicios financieros. Por un lado, algunos estudios relacionan la demanda de servicios financieros con factores relacionados exclusivamente con el precio, y concluyen que en los sistemas financieros menos desarrollados los servicios financieros bancarios son demasiado caros para los segmentos poblacionales con menores niveles de educación financiera, y son los circuitos informales de financiación (incluyendo los mecanismos de financiación familiar) los que sustituyen, con una eficiencia relativamente elevada, el papel de los mecanismos formales o bancarios (Beck *et al.*, 2007). La hipótesis alternativa sostiene que la cultura financiera es un elemento fundamental de acceso a la financiación, y que los individuos se autoexcluyen del sistema financiero cuando no comprenden sus mecanismos de funcionamiento (Lusardi y Mitchell, 2007). En todo caso, lo que la evidencia empírica parece demostrar es que los programas de educación financiera resultan más útiles en los casos en los que la cultura financiera tiene niveles de partida muy reducidos, mientras que en las economías avanzadas los estímulos fiscales, los subsidios y la competencia bancaria son más efectivos para orientar el ahorro de los hogares de forma adecuada en cuanto a riesgo y rentabilidad (Karlan y Valdivia, 2012).

Al margen del nivel de educación financiera, la penetración de los servicios bancarios en el futuro dependerá también de la capacidad de las entidades financieras en lo que se refiere al asesoramiento y profesionalización, lo que requiere la comercialización de un conjunto más diversificado de productos de ahorro, con un tratamiento personalizado del cliente que impone retos comerciales importantes e implica nuevas fuentes de coste para las entidades financieras (Inderst y Ottaviani, 2009). Esta orientación progresiva hacia productos de aseguración y pensiones en la banca minorista se verá reforzada, además, por los problemas de sostenibilidad que pueden afrontar las finanzas públicas en lo referente a los sistemas públicos y mixtos de pensiones (Kotlikoff, 2006).

XI. A MODO DE CONCLUSIÓN: UN NUEVO CONCEPTO DE VALOR AÑADIDO PARA EL SECTOR BANCARIO

En este artículo, se pasa revista a los principales retos que afronta el sector bancario en los próximos años. En él se identifican desafíos relacionados con elementos tan determinantes como la regulación, la gestión del riesgo, el gobierno corporativo o los cambios socio-demográficos. En términos genera-

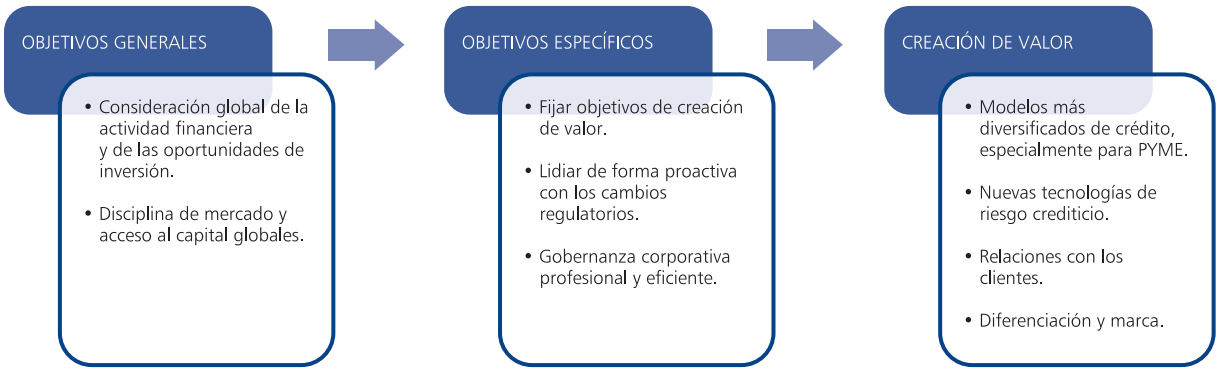
les, el análisis desarrollado sugiere que la banca de los próximos años estará condicionada por una presión regulatoria significativa, que supondrá un control de la actividad bancaria muy considerable. La solvencia, la liquidez y la dimensión serán tres elementos fundamentales para la supervivencia en un entorno competitivo con menos proveedores y con un mayor control del riesgo. Entre los nuevos sistemas de control de la actividad financiera, destacan aquellos que pondrán límites a las entidades consideradas como sistémicas y a las actividades menos tradicionales, teniendo especial incidencia los sistemas denominados de *ring-fencing*, que establecen varios niveles de control en función del alcance geográfico de la actividad y de la sofisticación del negocio.

La presión regulatoria definirá un entorno competitivo en el que la capacidad de acceso a los mercados de liquidez y capital internacionales tendrá que compatibilizarse con la especialización a escala local y regional, donde un número de proveedores significativamente más reducido que en el entorno pre-crisis competirá con intensidad por captar una clientela que, en las sociedades avanzadas, estará caracterizada por mayores niveles de educación financiera y por una orientación creciente hacia los productos de aseguración y pensiones, dado el previsible envejecimiento de esta población.

En definitiva, se define un sector bancario más exigente y, a la vez, más controlado, en el que se producirá una vuelta a los orígenes (*back to the basics*), primando la creación de valor añadido. Esto define, a modo de conclusión, un último reto en el decálogo sugerido en este artículo: el de la redefinición de qué constituye el valor añadido de la intermediación financiera. El reto es, asimismo, compartido por la industria financiera y el mundo académico, dado que los paradigmas que habían orientado el negocio bancario hacia la gestión y la valoración de carteras, y hacia las innovaciones financieras cuyo valor añadido era incierto, precisarán de una revisión.

En este sentido, gran parte de la orientación estratégica de los servicios bancarios en los próximos años viene dada por la necesidad de que la actividad gire en torno a la creación de valor (precisamente la crisis financiera se originó en actividades que trasladaban riesgo, pero no generaron valor). Lograr este objetivo exigirá a las instituciones financieras contar con una estructura proactiva frente a la presión regulatoria creciente, y con una gobernanza corporativa basada en la profesionalidad y la eficiencia y con capacidades globales, incluso para las entidades financieras que operan en ámbitos geográficos más reducidos. La creación de valor, a su vez, requiere especial dedicación porque para lograrla será preciso orientar la actividad, en mayor medida, hacia las oportunidades de inversión menos visibles, como las de PYME y emprendedores (diagrama 3). Para ello, una opción será adoptar modelos de riesgo más flexibles que permitan adaptarse a necesidades individuales y apostar por la banca relacional, basada en el cliente, como mecanismo de fidelidad y generación de relaciones de largo plazo para lograr una diferenciación y una marca propia.

DIAGRAMA 3
MECANISMOS DE CAMBIO PARA LOS SERVICIOS FINANCIEROS DEL FUTURO



Fuente: Elaboración propia.

NOTA

(*) En este sentido, la CRD4, cuya propuesta fue publicada el 20 de julio de 2011, y cuyas posibles modificaciones se discuten actualmente, está llamada a reemplazar a la primera CRD, la *Capital Requirements Directive*, articulada en la práctica en torno a dos directivas, la 2006/48/EC y la 2006/49/EC), y a sus posteriores modificaciones, la CRD2 (Directiva 2009/111/EC) y la CRD3 (Directiva 2010/76/EU).

BIBLIOGRAFÍA

ACHARYA, V.; I. GUJRAL, y H. SHIN (2009), *Bank Dividends in the Crisis: A Failure of Governance*, VOX-EU.

ADRIAN, T.; E. ETULA, y H. SHIN (2010), *Risk Appetite and Exchange Rates,* Federal Reserve Bank of New York Staff Report.

ADRIAN, T., y SHIN, H. S. (2010), «Liquidity and leverage», *Journal of Financial Intermediation,* 19: 418-437.

AGARWAL, S., y R. HAUSWALD (2011), «Authority and information», American Finance Association, *Denver Meetings Paper.*

AL-DARWISH; A. HAFEMAN; M. IMPAVIDO; G. KEMP, y P. O'MALLEY (2011), «Possible unintended consequences of Basel III and Solvency II», Fondo Monetario International, *WP 11/187.*

ARCE, O.; S. MAYORDOMO, y J. I. PEÑA (2011), «do sovereign CDS and bond markets share the same information to price credit risk? An empirical application to the European Monetary Union case», mimeo, Comisión Nacional del Mercado de Valores.

AWREY, D. (2011), «Complexity, innovation and the regulation of modern financial markets», *Oxford Legal Studies Research Papers,* número 49/2011.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2010), *Principles for Enhancing Corporate Governance*.

BECHT, M.; MAYER, C., y WAGNER, H. F. (2008), «Where do firms incorporate? Deregulation and the cost of entry», *Journal of Corporate Finance,* 14(3): 241-256.

BECK, T.; A. DEMIRGÜC-KUNT, y M. MARTÍNEZ PERNÍA (2007), «Reaching out: Access to and use of banking services across countries, *Journal of Financial Economics*, 85: 234-266.

BECKER, B., y T. MILBOURN (2012), «How did increased competition affect credit *ratings*?», *Journal of Financial Economics*, en prensa.

BENMELECH, E., y J. DLUGOSZ (2009), «The alchemy of CDO credit *ratings*», *Journal of Monetary Economics*, 56: 617-634.

BERGER, A. N., y L. N. BLACK (2011), «Bank size, lending technologies, and small business finance», *Journal of Banking and Finance*, 35(3): 724-735.

BERGSTRESSER, D., y T. PHILIPPON (2006), «CEO incentives and earnings management», *Journal of Financial Economics,* 80: 511-529.

BERNILE, G., y G. JARRELL (2009), «The impact of the options backdating scandal on shareholders», *Journal of Accounting and Economics,* 47: 2–26.

BLUNDELL-WIGNALL, A., y P. SLOVIK (2011), «A market perspective on the European sovereign debt and banking crisis», *OECD Financial Market Trends*.

BOLTON, P.; X. FREIXAS, y J. SHAPIRO (2012), «The credit *ratings* game», *Journal of Finance*, en prensa.

BREWER; E., y J. JAGTIANI (2009), «How much did banks pay to become too-big-to-fail and to become systemically important?», *Working Paper,* Federal Reserve Bank of Philadelphia.

BORGY, V.; T. LAUBACH; J. B. MESONNIER, y J. P. RENNE (2011), «Fiscal policy, default risk and Euro Area sovereign bond spreads», mimeo. Banque de France.

BROCKMAN, P.; X. MARTÍN, y E. UNLU (2012), «Executive compensation and the maturity structure of corporate debt», *Journal of Finance*, en prensa.

BRUNNERMEIER, M.; A. CROCKETT; C. GOODHART; A. PERSAUD, y H. S. SHIN (2009), «Fundamental principles of financial regulation», *11th Geneva Report on the World Economy.*

BRUNNERMEIER, M. K., y Y. SANNIKOV (2010), «A macroeconomic model with a financial sector», mimeo.

BURNSA, N., y KEDIAB, S. (2006), «The impact of performance-based compensation on misreporting», *Journal of Financial Econmics,* 79(1): 35-67.

— (2008), «Executive option exercises and financial misreporting», *Journal of Banking & Finance,* 32(5): 845-857.

BUTT, S.; SHIVDASANI, A.; STENDEVAD, C., y WYMAN, A. (2008), «Sovereign wealth funds: A growing global force in corporate finance», *Journal of Applied Corporate Finance,* 20(1): 73-83.

CALEM, P. S., y M. LACOUR-LITTLE (2003), «Risk-based capital requirements for mortgage loans», *Journal of Banking and Finance,* 28: 647-672.

CAMPBELL, J. Y. (2006), «Household finance«, *Journal of Finance,* 61: 1553-1604.

CARBÓ, S.; H. DEGRYSE, y F. RODRÍGUEZ (2011), «Lending relationships and credit rationing: the impact of securitization», mimeo, Funcas.

CARBÓ, S.; E. KANE, y F. RODRÍGUEZ (2011), «Safety-net benefits conferred on difficult-to- fail-and-unwind banks in the US and the EU before and during the great recession», *NBER Working Paper 16787,* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, EE.UU.

CARBÓ, S.; D. MARQUÉS IBÁÑEZ, y F. RODRÍGUEZ (2011), «Securitization, risk transferring and financial stability: the case of Spain», *Journal of International Money and Finance*, doi: 10.1016/j.jimonfin.2011. 11004.

CARBÓ, S.; F. RODRÍGUEZ, y G. UDELL (2009), «Bank market power and SME financing constraints», *Review of Finance*, 13: 309-340.

CARBÓ, S.; KANE, E. J., y RODRÍGUEZ, F. (2008): «Evidence on differences in the effectiveness in safety net management in European Union Countries», *Journal of Financial Services Research,* 34: 151-176.

CHEN, C.; T. STEINER, y A. WHITE (2006), «Does stock option-based executive compensation induce risk-taking? An analysis of the banking industry», *Journal of Banking and Finance,* 30: 915-945.

CHENG, Q., y WARFIELD, T. (2005), «Equity incentives and earnings management», *The Accounting Review,* 80(2): 441-476.

COLES, J.; N. DANIEL, y L. NAVEEN (2006), «Managerial incentives and risk-taking», *Journal of Financial Economics,* 79: 431-468.

COMISIÓN EUROPEA (2011), *Commission Staff Working Paper Impact Assessment*, COM(2011)452, julio.

COOPER, N., y C. SCHOLTES (2011), «Government bond market valuations in an era of dwindling supply», *Bank for International Settlement Papers,* 5.

DE YOUNG, R.; SCOTT FRAME, W.; GLENNON, D., y NIGRO, P. (2010): «The information revolution and small business lending: the missing evidence», *Working Paper 2010-07,* Federal Reserve Bank of Atlanta.

DUFFIE, D. (2008), «Innovations in credit risk transfer: Implications for financial stability», *Bank for International Settlements Working paper,* 255.

DANIELSON, J.; H. S. SHIN, y J. P. ZIGRAND (2011), «Balance sheet capacity and endogenous risk», mimeo, London School of Economics.

EUROPEAN UNION SCOREBOARD (2009), *Study on the Enforcement of State Aid Rules at National Level*, Comisión Europea.

FAHRI, E., y TIROLE, J. (2009), «Collective moral hazard, maturity mismatch and systemic bailouts», *Working Paper,* 318: 1-49, Fondazione Eni Enrico Mattei.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010), «Chapter 1: Economic uncertainty, sovereign risk, and financial fragilities», *Global Financial Stability Report:* 1-55.

GREENSPAN, A. (2005), «Risk transfer and financial stability». Remarks to the Federal Bank of Chicago's, *Forty-first Annual Conference on Bank Structure,* Chicago, Illinois, USA.

— (2005a), «Future of the social security program and economics of retirement, Testimony before the Special Committee on Aging», US Senate, 15 de marzo.

HACKETHAL, A.; M. HALIASSOS, y T. JAPPELI (2012), «Financial advisors. A case of babysitters?», *Journal of Banking and Finance*, 36 (2): 509-524.

HERON, R., y E. LIE (2007), «Does backdating explain the stock price pattern around executive stock option grants», *Journal of Financial Economics,* 83: 271-295.

INDEPENDENT COMMISSION ON BANKING (2011), *Final Report*, septiembre, HM Treasury, Reino Unido.

INDERST, R., y M. OTTAVIANI (2009), «Misselling through agents», *American Economic Review,* 99: 883-908.

KANE, E. J. (2010), «Redefining and controlling systemic risk», *Atlantic Economic Journal,* 38.

KARLAN, D., y M. VALDIVIA (2012), «Teaching entrepreneurship: Impact of business training on microfinance clients and institutions», *Review of Economics and Statistics*, en prensa.

KOTLIKOFF, L. (2006), «Is the United States bankrupt?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review,* julio-agosto: 235-249.

LIE, E. (2005), «On the timing of CEO stock option awards», *Management Science,* 51: 802-812.

LUSARDI, A., y O. S. MITCHELL (2007), «Baby boomer retirement security: the roles of planning, financial literacy, and housing wealth», *Journal of Monetary Economics,* 54: 205-224.

MORCK, R.; A. SHLEIFER, y R. VISHNY (1988), «Management ownership and market valuation: An empirical analysis», *Journal of Financial Economics,* 20: 293-315.

MORRIS, S., y H. S. SHIN (2004), «Liquidity black holes», *Review of Finance*, 8: 1-18.

— (2008), «Financial regulation in a system context», *Brookings Papers on Economic Activity:* 229-274.

MURPHY, K. (1999), «Executive compensation», en Ashenfelter, O. y D. (eds.), *Handbook of Labor Economics*, 3b. North-Holland.

NARAYANAN, M.; C. SCHIPANI, y H. SEYHUN (2007), «The economic impact of backdating of executive stock options», *Michigan Law Review,* 105: 1597-1641.

NARAYANAN, M., y H. SEYHUN (2008), «Dating games: Do managers designate grant dates to increase their compensation», *Review of Financial Studies,* 21: 1907-1945.

PENAS, M., y H. UNAL (2004), «Gains in bank mergers: Evidence from the bond market», *Journal of Financial Economics,* 74 (1): 149-179.

PENG, L., y A. ROELL (2008), «Executive pay, earnings manipulation and shareholder lawsuits», *Review of Finance,* 12: 141-184.

PURI, M.; J. ROCHOLL, y S. STEFFEN (2012), «Global retail lending in the aftermath of the US financial crisis: Distinguishing between demand and supply effects», *Journal of Financial Economics*, en prensa.

ROMO, L., y A. VAN RIXTEL (2011), «Non-enhanced debt financing by Euro Area under severe financial stress», mimeo, Banco de España.

SEC (2011), «Impact assessment», *Commission Staff Working Paper,* 952.

STANDARD AND POOR'S (2011), *Why Basel III and Solvency II Will Hurt Corporate Borrowing In Europe More Than In the U.S.*, septiembre.

STULZ, R. (1988), «Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control», *Journal of Financial Economics,* 20: 25-54.

VIVES, X. (2011), «El paradigma de la competencia en el sector bancario después de la crisis», *Occasional Paper OP-196,* IESE Business School, octubre.

VÖLZ, M., y M. WEDOW (2009), «Does banks' size distort market prices? Evidence for too-big-to-fail in the CDS market», *Bundesbank Discussion Paper*, Series 2, 06/2009.

UN PROGRAMA PARA LA REFORMA FINANCIERA DE INCENTIVOS CONSISTENTES

Charles W. CALOMIRIS

Columbia Business School

y National Bureau of Economic Research

Resumen

En el camino hacia la crisis, el gobierno alentó la concesión de préstamos de elevado riesgo y no consideró creíbles los riesgos de los bancos, ni se les exigió suficiente capital. Los reguladores tampoco reconocieron a tiempo las pérdidas ni aplicaron protocolos de intervención para una rápida resolución. Este artículo propone cambios radicales de política económico-financiera para prevenir futuras recaídas. No hay necesidad de normas más complejas ni de una mayor discrecionalidad en la supervisión, sino de normas más simples y sensibles a la hora de medir y limitar el riesgo, tan robustas como para no ser eludidas por los participantes en el mercado y aplicadas con credibilidad por los supervisores. En este artículo, se desarrollan diez reformas regulatorias de «incentivos consistentes» (*incentive-robust*) que juntas podrían ser el comienzo de un nuevo régimen regulatorio efectivo.

Palabras clave: crisis financiera, reforma regulatoria, regulación de incentivos consistentes.

Abstract

Leading up to the recent crisis, government encouraged risky lending, and failed to measure banks' risks credibly or to require sufficient capital. Regulators also failed to recognize losses or enforce intervention protocols for timely resolution. This paper proposes radical policy changes to prevent a recurrence. The need is not for more complex rules and more supervisory discretion, but rather for simpler rules that are meaningful in measuring and limiting risk, hard for market participants to circumvent and credibly enforced by supervisors. Ten «incentive-robust» regulatory reform proposals are developed that together would constitute the beginning of an effective new regime.

Key words: financial crisis, regulatory reform, incentive-robust regulation.

JEL classification: G01, G18, G20.

I. INTRODUCCIÓN (*)

El mundo está pasando por la crisis global más destructiva desde la Gran Depresión. La crisis no sólo ha generado cargas fiscales que han supuesto grandes costes y riesgos sobre los contribuyentes, al rescatar bancos con problemas, sino que el derrumbe del crédito bancario, coincidiendo con las grandes pérdidas del valor neto de los bancos, han hecho más grave la recesión y están retrasando la recuperación. En todo el mundo, los ciudadanos muestran su indignación y piden acción para evitar otra crisis.

Y tienen justificación para hacerlo. La crisis bancaria global no fue el resultado de la mala suerte, sino más bien de la gran cantidad de errores de las políticas económicas orientadas al sistema financiero. Estas políticas defectuosas se dividen en dos categorías principales de errores por parte de los gobiernos: de acción y de omisión.

Los dos errores de acción fueron los subsidios a la compra de viviendas (especialmente en Estados Unidos, pero también en otros países, incluyendo a España) y una política monetaria laxa. Existe una evidencia consistente que afirma que una política monetaria laxa tiende a infravalorar los riesgos, como así ha sucedido en la crisis actual (ver Calomiris 2009, 2009a; Bekaert *et al.*, 2010), contribuyendo con ello a la burbuja inmobiliaria. Pero la historia financiera nos enseña que los errores de política monetaria por sí solos, incluso aquel extenso y profundo evidenciado con la inyección monetaria de la Reserva Federal entre 2002 y 2005, son raramente suficientes para generar el gran apalancamiento del sistema bancario necesario y generar una *crisis bancaria* severa, en contraposición a los simples altibajos de los precios de los activos (Calomiris, 2011). El factor más importante en el apalancamiento durante las burbujas del precio de los activos parece haber sido la distorsión de los incentivos al riesgo en el sistema bancario, causada por las políticas microeconómicas.

Las políticas del Gobierno de Estados Unidos para financiar viviendas alentaron un excesivo apalancamiento debido a la financiación hipotecaria con escasa cobertura de riesgos mediante seguros, y ha sido probablemente el error más importante de las políticas económicas, conduciendo a la crisis *subprime*. Estas acciones fueron el reflejo de la utilidad política de los mandatos de «vivienda asequible», que fueron impuestas sobre Fannie Mae, Freddie Mac, la Federal Housing Administration (FHA) y los ban-

cos comerciales de Estados Unidos mediante una serie de iniciativas gubernamentales en las décadas de 1990 y 2000 (Pinto, 2010, 2010a; Wallison, 2011). Fannie Mae y Freddie Mac, en particular, representaron un importante papel, bastante politizado, en el deterioro de los estándares de cobertura de riesgos, especialmente después de 2004, cuando introdujeron agresivamente los préstamos «sin aportación documental» a pesar de la oposición de los gestores de riesgos, que se lo desaconsejaron (Calomiris, 2008).

La segunda categoría de errores de política económica fue la omisión relacionada con la inefectiva regulación prudencial de los bancos, lo que permitió a éstos comportarse de manera imprudente. Dada la protección de que disfrutaban los bancos por el seguro de depósitos y otras políticas públicas como la red de seguridad (acceso a los bancos centrales y la posibilidad de recibir protección adicional del Estado), los depositantes bancarios tuvieron un escaso papel a la hora imponer la disciplina de mercado tradicional sobre los bancos, mediante retiradas de fondos correctivas de los bancos excesivamente peligrosos (como explican Calomiris y Mason, 1997, 2003; Calomiris y Powell, 2001; Calomiris y Wilson, 2004). Cuando el Gobierno protege a los bancos de la disciplina de mercado, debe asimismo establecer una regulación prudencial creíble para limitar la asunción de riesgos por parte de éstos; si se falla al hacerlo, se alentará una excesiva toma de riesgos por parte de los bancos, que pueden beneficarse de la alta rentabilidad de los riesgos, pero que comparten con los contribuyentes las pérdidas por los riesgos asumidos que no salieron bien.

En las décadas precedentes a la crisis actual, los reguladores y los supervisores erraron de manera contundente en tres áreas fundamentales: 1) no midieron los riesgos de los bancos de manera creíble o precisa, y fracasaron al fijar estabilizadores mínimos de recursos propios según los riesgos, confiando en que los bancos serían capaces de absorber posibles pérdidas en sus carteras; 2) fracasaron al poner en marcha incluso estos inadecuados requisitos de capital porque los supervisores no supieron distinguir las pérdidas bancarias que se iban acumulando, y ello llevó a los bancos a sobreestimar sus niveles de capital, y 3) fracasaron al diseñar o poner en marcha protocolos de intervención para resolver a tiempo los asuntos de los bancos débiles y limitar con ello la exposición de los contribuyentes para proteger los pasivos de los cada vez más débiles bancos «demasiado grandes para caer».

La promoción de la asunción de riesgos en el mercado de hipotecas, la política monetaria laxa y el fracaso de la regulación prudencial distorsionaron los incentivos al riesgo, y ello condujo a la peor crisis del sistema financiero global desde la Gran Depresión. Es importante destacar que estos fallos de política no eran invisibles antes de la crisis, sino que se discutían a menudo en Estados Unidos y casi en todas partes muchos años antes del desplome de 2007-2009.

Las advertencias sobre los riesgos tanto de la relajación políticamente motivada de los estándares de seguridad hipotecarios como del potencial riesgo sistémico portado por Fannie Mae y Freddie Mac fueron habituales en la década de 1990 y de 2000. Muchos economistas, incluyendo a John Taylor y Allan Meltzer, y a miembros del organismo independiente *Shadow Open Market Committee,* afirmaron antes de la crisis que la Reserva Federal se había apartado de modo dramático de la regla de Taylor, aplicada durante tantos años antes de su visible ruptura entre 2002 y 2005 (Calomiris, 2009a).

Los fallos de la regulación prudencial bancaria han sido visibles durante décadas y han dado lugar a muchas propuestas de reforma regulatoria por parte de los economistas financieros. La razón de esta constante sucesión de llamadas a la reforma es fácil de identificar: los últimos treinta años han sido testigos de la peor inestabilidad del sistema bancario mundial, más que en cualquier otro periodo de la historia humana, y el consenso de los investigadores acerca de las causas de esta inestabilidad sin precedentes del sistema bancario apunta claramente a la combinación de nuevas protecciones gubernamentales hacia los bancos y una regulación financiera fracasada (Calomiris, 2011).

En este trabajo mostraré que hay soluciones creíbles a los retos fundamentales de política microeconómica a los que el Gobierno se enfrenta. En su mayor parte, las soluciones que propongo a estos problemas no son nuevas; muchos economistas financieros ya las conocían y las habían invocado antes. Por ello, el fracaso a la hora de prevenir la crisis no fue un fallo conceptual, sino uno de falta de voluntad por parte del sistema político. A nuestros políticos y legisladores les pareció conveniente ofrecer subsidios implícitos a la toma de riesgo por parte de los propietarios de viviendas de bajos ingresos mediante disposiciones de vivienda asequible, y a los banqueros me-

diante la combinación de protección con garantías y una regulación prudencial fútil. Los intentos de identificar y dirigir estos subsidios han fracasado políticamente una y otra vez.

¿Serán efectivas esta vez las reformas propuestas para la crisis? ¿Tendrán éxito los reformadores al aplicar los cambios en las reglas del juego que permitirán mitigar el impacto de una repetición de la reciente crisis? La experiencia de las anteriores reformas post-crisis en la historia financiera muestra una gran variedad de respuestas (ver Calomiris, 2010, 2011). Los ingredientes claves que generan una respuesta efectiva —*a)* un diagnóstico adecuado de la causa de la crisis, y *b)* una asignación del poder político orientada a crear reformas efectivas— raramente se encuentran, en particular, en las tres décadas anteriores a la crisis, que han contemplado una frecuencia sin precedentes históricos de severas crisis bancarias, gran cantidad de las cuales son de una gravedad nunca antes vista (Calomiris, 2011).

Es difícil no ser cínicos sobre la reforma bancaria prudencial después de las tres últimas décadas de experiencia. Después de cada crisis, los reguladores y los politicos responden de una manera predestinada a fracasar. Sus acciones dan la apariencia de diligencia por abarcar gran cantidad de disposiciones que no funcionaron en la crisis, y que son signo de políticas pobres, y que no responden a los más profundos problemas de incentivos que los errores políticos habían producido. Esa lista, que da salida a nuevas iniciativas regulatorias más complejas, junto con estas nuevas leyes y normas, parece prevenir la recurrencia de los problemas.

Se supone que las deficiencias son remediadas por conjuntos de reglas más complejas para medir el riesgo. O garantizando el aumento de la discrecionalidad de la supervisión y de los dirigentes gubernamentales, mediante la evaluación de sus políticas en divisiones específicas de investigación y de supervisión de los bancos centrales y otros entes superiores, o por la creación de nuevos grupos de estudio internacionales. ¿Sería demasiado cínico ver una intencionalidad en este aumento exponencial de la complejidad de las normas y de las autoridades de supervisión y de regulación, encargadas de diseñarlas y de aplicarlas, que al final lleve a hacer que el proceso regulatorio sea menos comprensible?

La teoría implícita tras esta clase de iniciativas, en la medida en que es una teoría, parece decir que la crisis ocurrió porque los estándares regulatorios no eran lo suficientemente complejos, porque la extensa autoridad discrecional de supervisores bancarios no fue lo suficientemente brillante, y porque las normas y leyes que prohibían o habían de desalentar determinadas prácticas no estuvieron lo bastante extendidas. Se puede demostrar, sin embargo, la falsedad de esta teoría. Lo más importante de la reciente crisis financiera, y de muchas anteriores a lo largo de las tres décadas pasadas, han sido problemas básicos de incentivos en las reglas del juego fijadas por el Gobierno. El ambiente precrisis fue de una complejidad regulatoria nunca vista, la aplicación de la supervisión casi no existía y la asunción de riesgos por el sector privado con coste público era ilimitada. Y éste es precisamente el entorno en el que se desarrollaron los treinta años más inestables de la historia de la banca global y la crisis financiera más severa desde la Gran Depresión.

No hay necesidad de normas más complejas, ni de más supervisión discrecional, sino de *normas que midan y contengan el riesgo, porque así los participantes en el mercado lo tendrán más difícil para sortearlas, y su puesta en marcha por los supervisores será más creíble*. Con este estudio, se refleja que la calidad se consigue mejor con normas *más simples* que profundicen en el conocimiento de los incentivos tanto de los participantes en el mercado como de los supervisores.

Además de reforzar la necesidad de establecer los tres fallos de la política regulatoria prudencial —la medición del riesgo y su cobertura adecuada con capital, la identificación a tiempo de las pérdidas y la resolución de aspectos controvertidos de los bancos «demasiado grandes para caer»—, la reciente crisis financiera también destacó cuatro aspectos tradicionales de la regulación prudencial que la crisis señaló como especialmente importantes desde el punto de vista de la gestión de la crisis financiera y de la prevención: 1) los problemas de los bancos, y de otros participantes en el mercado financiero, referentes a la liquidez durante la reciente crisis ilustra la posible utilidad de exigir que las instituciones financieras cumplan los *requisitos de liquidez*, además de los requisitos de capital; 2) la así llamada *regulación macroprudencial* se ha convertido en el eje de variadas iniciativas, de las cuales sus partidarios dicen que tienen ventajas potenciales relacionadas con el capital variable y con los requisitos de liquidez a lo largo del ciclo económico, de modo que pudiera mitigarse el excesivo riesgo asumido durante el auge del

CUADRO N.º 1

CARTA DE PUNTUACIÓN DE INCENTIVOS PARA DIEZ PROPUESTAS DE REFORMA REGULATORIA

Propuesta	*¿Incentivos del mercado?*	*¿Incentivos de los reguladores/supervisores?*
1. Fin de los subsidios al riesgo hipotecario	Mejor origen/intermediación	Supervisión y regulación menos conflictiva políticamente (no más conflicto entre regulación prudencial y los retos de la «vivienda asequible»)
2. Exigir a las NRSRO predicciones numéricas de mora bajo pena de expulsión en el caso de errores graves	Las agencias de calificación tendrán fuertes incentivos para estimar con más precisión y resistirán las presiones del lado comprador de inflar las calificaciones	Evitar la microgestión de las NRSRO. Mejorar la transparencia y la aplicación/cumplimiento
3. Usar bajos tipos de interés para fijar las ratios de capital	Precio de los préstamos reflejando el riesgo, sobre todo al usar diferenciales de préstamos para exigir capital según riesgo	Estándares transparentes y según normas y, por tanto, creíbles
4. Exigir CoCos con valoraciones de mercado	Más recursos propios de los bancos	Aplicación de la conversión automática creíble de CoCos antes de proponer un rescate
5. 10 por 100 de recorte (*haircut)* mínimo cuando el Gobierno limita las pérdidas a los acreedores	Promueve la disciplina del mercado	Menos excusas a los *haircuts* porque no son demasiado grandes
6. Perímetro (*ring-fencing)* de jurisdicciones para la actuación regulatoria	Menos capacidad de aprovecharse de ayudas públicas	Una clara responsabilidad implica mejor aplicación, menos rescates de acreedores *ex post*
7. Requisitos de capitales remunerativos = 20 por 100 de los activos	Mejora los incentivos para gestionar el riesgo	Claramente observables, creíbles y aplicables
8. Cambios macroprudenciales en los requisitos de capital, liquidez y aprovisionamiento basados en umbrales duales de crecimiento del crédito y de los precios de los activos	Mejora los incentivos para gestionar el riesgo (anticipa cambios en requisitos)	Limita la discrecionalidad y concentra la responsabilidad regulatoria reforzando la credibilidad de cumplimiento
9. Sobretasa en requisitos de capital regulatorio y liquidez en transacciones no compensadas en Bolsa	Alienta a las contrapartes a usar la compensación centralizada evitando los altos costes de contratos «innovadores»	Fáciles ycreíbles de aplicar y cumplir
10. Establece principios y líneas maestras (requisitos de cumplimiento) para limitar la asistencia de los bancos	Promueve la disciplina del mercado	Hace creíbles las normas de resolución

crédito y reducir la magnitud de la contracción del crédito durante las crisis; 3) la crisis también prestó atención a los problemas potenciales de gestionar el riesgo de contraparte en los *mercados no centralizados* (*over the counter*, u OTC), lo que ha generado nuevas propuestas para alentar o requerir el mayor uso de las bolsas como lugares de compensación y negociación de valores, 4) finalmente, la variedad de las medidas ad hoc diseñadas y aprobadas apresuradamente, *que ofrecen el apoyo del Gobierno a los bancos* durante la crisis, y que fueron adoptadas o consideradas —incluyendo varios tipos de préstamos, garantías e inyecciones de capital—, sugiere que podría ser ventajoso pensar con antelación qué clase de medidas de asistencia deberían proporcionar los gobiernos a los bancos y en qué términos, y asegurarse de que esas medidas sean consistentes con otras políticas públicas, especialmente las de resolución de controversias.

Las claves de una reforma efectiva en todas estas categorías son: primero, reconocer los principales problemas de incentivos que han alentado la toma de riesgos excesiva y la inefectividad de la regulación prudencial y la supervisión, y segundo, diseñar reformas que sean «de incentivos consistentes» (*incentive robust*). Es decir, reformas que no se vean probablemente minadas por el arbitraje regulatorio que persiga el interés único de los participantes en el mercado, o que evite el reconoci-

miento de problemas por los supervisores en aras de su propio interés. Este trabajo muestra una aproximación a la reforma regulatoria proponiendo un programa de medidas que cumplen el criterio de robustez de incentivos.

En el apartado II, se revisa con más detalle la naturaleza de los fallos de política más dañinos y persistentes: el subsidio al riesgo hipotecario, el fracaso de medir el riesgo *ex ante* y los requerimientos de capital, así como el fracaso al medir las pérdidas *ex post* y los rescates a los bancos que son «demasiado grandes para caer».

En el apartado III, se aportan soluciones a estos y a otros retos de la reforma política con diez propuestas de reforma regulatoria «de incentivos consistentes» que, juntas, constituírían el comienzo de un nuevo régimen efectivo para limitar la asunción excesiva de riesgos, reduciendo la posibilidad de que haya crisis y protegiendo a los contribuyentes de tener que asumir sus costes (se resumen en el cuadro n.º 1). Estas diez medidas contemplan el subsidio al riesgo hipotecario, el fracaso de la regulación prudencial para medir el riesgo *ex ante* y las pérdidas *ex post*, el problema del «demasiado grandes para caer» y de los retos más recientes de diseñar estándares de liquidez apropiados para los bancos, la fijación de reglas normativas macroprudenciales que contemplen la variación de los estándares de capital y de liquidez a lo largo del tiempo, imponer nuevas normas para alentar el mayor uso de las cámaras de compensación en las transacciones OTC, y el diseño de mecanismos apropiados para canalizar la ayuda del Gobierno a los bancos durante las crisis. En el apartado IV, se ofrecen las conclusiones.

II. LOS FALLOS FUNDAMENTALES Y PERSISTENTES DE POLÍTICA ECONÓMICA QUE LA REFORMA DEBE ABORDAR

1. El subsidio al riesgo de impago hipotecario

El apoyo del Gobierno de Estados Unidos al préstamo hipotecario data de 1913. Antes del establecimiento del sistema de la Reserva Federal se prohibía a los bancos dar préstamos hipotecarios, porque se percibía que tenían demasiado riesgo como para que se implicasen en ellos. Como un *quid pro quo* político por aprobar la ley de la Reserva Federal en 1913, los grupos de interés agrícolas pidieron una relajación de esa prohibición legislativa, la cual abrió la puerta al préstamo hipotecario por parte de los bancos comerciales estadounidenses a gran escala. El préstamo hipotecario se promovió todavía más con la creación de varias instituciones especiales y requisitos a comienzos de la década de 1930 y en décadas posteriores. Estas incluían a Fannie Mae, al Federal Home Loan Banks, el Federal Thrift Institutions Chartering, Freddie Mac, FHA y la Community Reinvestment Act (CRA), las cuales inducían al crecimiento de la financiación hipotecaria fuertemente apalancada y basada en subsidios del Gobierno y, en última instancia, con una reducción de los estándares de calidad crediticia (1).

La crisis de las instituciones de ahorro (*thrifts*) de la década de 1980 puso de manifiesto los altos costes potenciales de subsidiar el riesgo hipotecario, que en aquel entonces consistía principalmente en el subsidio de los riesgos del mercado relacionados con las hipotecas, con un tipo preferente fijo a treinta años. A pesar de lo costoso de la crisis de la década de 1980, y de la nueva disciplina aplicada al sector del ahorro en 1989 y posteriormente, los reformadores de la regulación de la décda de 1990 no redujeron los subsidios del Gobierno al mercado hipotecario después de la crisis del ahorro de la década de 1980. Por el contrario, la desparación de las intituciones de ahorro *savigns and loans* se vio más que compensada por la expansión de Fannie Mae, de Freddie Mac y del Federal Home Loan Banks en la década de 1990 y de 2000, con el claro entendimiento en el mercado de que sus prestatarios disfrutaban de la protección implícita (y ahora explícita) del contribuyente estadounidense. Inicialmente, hasta finales de la década de 1990, los principales riesgos relacionados con Fannie y Freddie continuaban siendo los riesgos del mercado (especialmente, los riesgos de prepago hipotecario). La razón para ello era simple: Fannie y Freddie no absorbían mucho riesgo de impago durante aquel periodo. En las décadas de 1980 y 1990 sus carteras de hipotecas con alto riesgo de mora eran pocas, y ellos exigían, generalmente, el aseguramiento hipotecario privado sobre las hipotecas de riesgo (Calomiris, 2001).

Esta situación empezó a cambiar a mediados de la década de 1990. El subsidio de los riesgos por impago hipotecario se incluyó de modo explícito por Fannie y Freddie, en las décadas de 1990 y de 2000, dentro de la agenda política para promover la «vivienda asequible», mediante una combinación de iniciativas gubernamentales extrapresupuestarias: las generosas garantías en aumento de los préstamos FHA dados explícitamente por el Gobierno, las disposiciones para au-

mentar el préstamo para «vivienda asequible» de Fannie Mae y Freddie Mac, y lo que la CRA (2) estipuló para los bancos comerciales. HUD (Housing and Urban Development) estableció en la década de 1990 que Fannie Mae y Freddie Mac tenían que incrementar su cantidad de carteras hipotecarias destinadas a «rentas medias y bajas» y las de prestatarios «infraprovistos» y de «asequibilidad especial» (Pinto, 2010 y 2010a; Wallison, 2011). En 1996, el reto de HUD a Fannie Mae para prestatarios infraprovistos se fijó en un 21 por 100 de su cartera; en 2006, había aumentado al 38 por 100.

El aumento de disposiciones del Gobierno significaba que la cantidad de dinero hipotecario destinado por él mismo a los prestatarios de bajos ingresos subió cuantiosamente, mientras que el número de prestatarios de bajos ingresos solventes no aumentó mucho. Rellenar ese hueco requería el deterioro de los estándares de aseguramiento para que se pudiera acomodar el crecimiento de la oferta estipulada por el Gobierno. La necesidad de absorber la oferta de préstamos hipotecarios dirigida por el Gobierno fue el principal detonante de la dramática reducción de los depósitos a comienzos de la década de 2000; de los cambios en los protocolos por mora hipotecaria de Fannie y Freddie a finales de la década de 1990 (que requerían que los prestamistas fueran comprensivos con los impagos); de la decisión de Fannie y Freddie de introducir de manera agresiva los préstamos «sin documentos» en 2004, a pesar de las preocupaciones de los gestores por sus riesgos (Calomiris, 2008); de su decisión de hacer la vista gorda sobre las garantías comunes en la titulización de hipotecas *subprime* durante los años de vacas gordas, y de la legislación federal de 2006, que quería alentar calificaciones más indulgentes de los títulos respaldados con hipotecas (MBS) (3). Todo ello estuvo relacionado con una emisión *subprime* de casi el triple ese año y de más del doble en 2006. Según Pinto (2010, 2010a), Fannie y Freddie terminaron teniendo 1,8 billones de dólares de exposición a las pérdidas *subprime*. La exposición *subprime* pendiente del programa del Gobierno (Fannie, Freddie, FHA y CRA, y otro préstamo relacionado con el HUD) alcanza 2,7 billones de dólares, mientas que la otra exposición privada suponía 1,9 billones de dólares.

2. Los fallos de la regulación y de la supervisión prudencial para medir el riesgo *ex ante* y las pérdidas *ex post*

Dejando de lado las decisiones de Fannie y Freddie, que reflejan claramente las presiones políticas a las que estaban sometidas (Calomiris, 2008), ¿qué es lo que explica por qué algunas instituciones financieras (Bear Stearns, Citibank, UBS, American International Group (AIG) y Lehman) se arriesgaron con las *subprime* mientras otras instituciones financieras (Deutsche Bank, JPMorgan Chase, Credit Suisse, Goldman Sachs y muchas otras) evitaron grandes exposiciones a éstas? ¿Hasta qué punto las explicaciones regulatorias sobre la asunción de riesgos por parte de los bancos son relevantes, dado que las mismas políticas regulatorias y de supervisión se relacionaban con consecuencias tan diferentes entre los bancos?

La interacción de problemas de agencia con la supervisión prudencial y la regulación puede explicar las diferencias entre bancos en sus exposiciones al riesgo *subprime*. La primera línea de defensa frente a una inversión poco inteligente por parte de los bancos podría ser su obligación fiduciaria de perseguir el interés de los accionistas. Un gestor adecuadamente incentivado para identificar las inversiones con una rentabilidad adecuada entre riesgo y rendimiento debería haber evitado la gran exposición a inversiones *subprime* durante el *boom* de 2004-2006. Los títulos *subprime ex ante* mostraban poca expectativa de rendimiento en relación con los desmesurados riesgos procedentes de la ralentización o caída de los precios de la vivienda, y también problemas de selección adversa relacionados con préstamos hechos sin requerir mucha información. Como demuestran Rajan *et al*. (2011), más de la mitad de la diferencia entre la experiencia de pérdida real y las previsiones de pérdidas al originarse los títulos *subprime* es atribuíble a los problemas de selección adversa relacionados con los préstamos sin documentación exigida, y la persistencia de dicha diferencia refleja los efectos de la caída del precio de la vivienda (que anticipa que los riesgos de impago asumidos eran virtualmente imposibles de mantener). Basándose tanto en la lógica como en la experiencia, los problemas de selección adversa podrían haber sido previstos. Si un prestamista hace lo que quiere en un mercado que deja de verificar cómo se usa la información, previsiblemente atraerá a un grupo de prestatarios sesgados y menos solventes. Los gestores de riesgos de Freddie Mac estaban al tanto de tal premisa y sufrieron estas pérdidas ligadas a la selección adversa a finales de la década de 1980, lo que fue su razón para oponerse a la introducción de los préstamos sin do-

cumentos en 2004 (Calomiris, 2008).

Por supuesto, no todos los empleados o todas las organizaciones elegirían evitar inversiones sobrevaloradas y «destructoras de valor», como las MBS *subprime*, si hubiera incentivos adecuados para los gestores de cartera dentro de la organización para tomar riesgos excesivos en interés del crecimiento de las carteras que manejaban. El pobre diseño de sistemas de compensación para los gestores de cartera puede contribuir en gran medida a ese problema. En la medida en que la compensación de los gestores de cartera depende, ya sea explícitamente o implícitamente, del tamaño de los activos gestionados (por ejemplo, cuando los gestores reciben bonos en proporción a los activos que manejan), un gestor de cartera puede ver cuantiosas ganancias privadas en expandir la inversión incluso con un título poco deseable, si ese título es la manera más fácil de hacer crecer la cartera. Esto sucede sobre todo cuando creen que la competencia entre gestores de cartera, dentro o fuera de su empresa, está en la misma onda, basada en los *ratings* exagerados de deuda. Cuando explota la burbuja, lo único que pueden hacer es decir que ha sido un error de juicio colectivo, y señalar a las agencias de calificación, para alejarse de las consecuencias sobre su reputación de haber hecho tan malas inversiones. Eso se llama equilibrio de «negación posible».

La clave para evitar este tipo de problemas es establecer una cultura de gestión de riesgos saludable. Tal cultura recompensa el comportamiento a largo plazo de las carteras, y no su crecimiento a corto plazo. Lo hace mediante la estructura de compensación y limitando la concentración de inversiones en cada conjunto de riesgos.

No todas las organizaciones tienen culturas de riesgo igualmente efectivas, y se ha probado que, en gran medida, la variación de la calidad de la gestión de riesgos importa mucho para limitar la posible exposición de una institución a riesgos como la burbuja *subprime*. Ellul y Yerramilli (2010) demuestran que los bancos comerciales muy comprometidos con la gestión de riesgo (que miden mediante la ratio de compensación del responsable de riesgos en relación con el responsable ejecutivo de la entidad) capearon mucho mejor la crisis *subprime* que otros menos comprometidos con la gestión de riesgos. Estas diferencias *ex post* también fueron visibles *ex ante* en las diferencias de volatilidad de los rendimientos de las acciones. Los bancos que pagaban a sus gestores de riesgos más, sufrieron menos riesgo *ex ante* y menos pérdidas *ex post*.

Aunque los gestores de riesgo, que actúan en interés de los accionistas, se encuentran en primera línea de defensa frente a inversiones imprudentes, la regulación y la supervisión prudenciales son la segunda línea de defensa. Si la regulación prudencial mide el riesgo de manera precisa y presupuesta capital suficiente para absorber el riesgo, se mitigarán los problemas de agencia. Las inversiones indeseables y la concentración de riesgos que las instituciones mal gestionadas son incapaces de observar y prevenir, van en contra de la presupuestación de capital basada en el riesgo exigido por una regulación prudencial, y aplicada por supervisores prudentes y concienzudos. Sólo si las regulaciones y los supervisores fallan al establecer un marco capaz de medir el riesgo con precisión y exigir una adecuada cantidad de capital (cantidad suficiente para absorber las pérdidas de acuerdo con el riesgo) los riesgos de los gestores pueden llevar a un nivel desastroso de asunción de riesgos como el observado en Citibank, UBS, Merrill Lynch y AIG.

Éste es el sentido en el que la supervisión prudencial no efectiva y la regulación deben asumir una parte de culpa en los desastres acaecidos a esas instituciones. El fracaso de los supervisores y reguladores para medir el riesgo ha sido la norma, más que la excepción, en la banca en las tres décadas pasadas, en Estados Unidos y fuera. Bajo el sistema de Basilea, increíblemente, el riesgo de los mayores bancos se mide de dos formas: usando las opiniones de agencias de calificación sobre las deudas que mantienen las instituciones para evaluar el riesgo de esas deudas, y preguntando a los mismos bancos qué piensan ellos de cuál es su riesgo.

Obviamente, confiar en que los bancos evalúen sus riesgos impediría que la regulación y la supervisión prudencial pudieran identificar y corregir los errores de medición de riesgo, y de gestión de éste, que ocurren dentro de los bancos. Las opiniones de las agencias de calificación no son tampoco para confiar (como se explica más adelante), y esto se sabe desde comienzos de la década de 1990 (Cantor y Packer, 1994; Calomiris, 2009, 2009b). El uso regulatorio de los *ratings* para controlar el riesgo significa que los inversores de la parte compradora regulada (bancos, fondos de pensiones, mutuas y empresas de seguros) prefieren que las clasificaciones estén infladas. La inflación de los *ratings*

impone laxitud en las normas de adecuabilidad y en las exigencias de capital basadas en dichas calificaciones, que, de otro modo, presionarían más intensamente sobre la parte compradora. En concreto, la inflación de la calificación permite a los bancos de la parte compradora y a las empresas de seguros presupuestar menos recursos propios al hacer sus inversiones. Dado el deseo de evitar disposiciones regulatorias (incluso en ausencia de conflictos de agencia), y todo lo más si los problemas de agencia están presentes, las agencias de *rating* tienen todos los incentivos para atender a las preferencias de todos sus clientes del lado comprador, que prefieren inflación de *ratings*.

No sólo ha fallado el marco normativo para proporcionar la adecuada protección *ex ante*, sino que la supervisión también ha fallado para identificar las pérdidas dentro de un esquema temporal, una vez ocurridas. El patrón de retardo en el reconocimiento de las pérdidas también ha estado presente en muchos países durante décadas, y se entiende generalmente como una combinación de bajo esfuerzo supervisor (a la gente más capaz se le paga más para ocultar las pérdidas de los supervisores menos capaces y peor pagados) y presión sufrida por los supervisores por las autoridades del Gobierno para «antepasar» (que es una manera educada de reconocer con retardo y a propósito las pérdidas) en interés de que los bancos puedan sobrevivir y continúe el flujo de crédito. Los bancos japoneses en la década de 1990 simularon tener menos pérdidas de las que tenían, lo que les permitió retrasar el coste político y económico de la recapitalización, y les permitió, en la práctica, continuar jugando con el dinero de la casa (el respaldo de los contribuyentes) en un «cara o cruz» de «apostar por la resurrección» (*gambling for resurrection*). Las autoridades supervisoras de la banca mejicana permitieron a los bancos mejicanos simular que tenían mucho más capital del que en realidad tenían, y ello durante varios años tras la crisis mejicana de 1995, y sólo reforzaron sus normas contables de reconocimiento de pérdidas cuando los beneficios bancarios y los valores en cartera crecieron lo suficiente como para permitir a los bancos enfrentarse a criterios más restrictivos y exigentes. El reconocimiento por parte de Estados Unidos de pérdidas bancarias y del ahorro en la década de 1980 se pospuso muchos años (hasta después de la elección de 1988) para evitar las consecuencias políticas de asumir la magnitud de esas pérdidas, y para evitar el temor de los reguladores al descrédito de una contabilidad supuestamente honesta de los bancos. Estos son ejemplos de tendencias dominantes en el mundo.

Pese a que Estados Unidos intentó en 1991 abordar el problema, mediante la Ley Federal de Mejora del Seguro de Depósitos (FDICIA), con rápidas acciones correctoras de reforma, siguió viéndose el mismo patrón de comportamiento tras su aprobación (antes y durante la reciente crisis); los bancos que fracasaban no habían sido tachados de débiles ni se les forzó a recapitalizarse antes de quebrar. Al contrario de lo que prometía la FDICIA, los bancos podían descapitalizarse durante un largo periodo de tiempo, con impunidad, en la medida en que supervisores y reguladores no hacían nada por forzar a los bancos a recapitalizarse antes de que fuera demasiado tarde.

Calomiris y Herring (2011) calculan la ratio de valor de mercado sobre recursos propios en relación con el valor de mercado de los activos de las mayores instituciones financieras de Estados Unidos entre 2006 y 2008. Esa ratio cayó de forma continuada durante muchos meses previos al fracaso de 2008. El mercado secundario era amplio, y en el año anterior a septiembre de 2008 los grandes bancos globales hicieron nuevas emisiones de capital por valor de 450.000 millones de dólares (Calomiris, 2009). Pero Merrill Lynch, Lehman y AIG (entre otros), eligieron no incrementar mucho su capital antes de septiembre de 2008, esperando que las acciones subieran para así recapitalizarse sin que los accionistas ya existentes perdieran valor. El rescate de Bear Stearns (y la expectativa de protección de los «demasiado grandes para caer» que surgía del rescate) alentaron todavía más estos retrasos en el incremento del capital, ya que los bancos se sentían protegidos si las cosas se ponían mucho más feas.

¿Es verdad que la medición de los riesgos y las pérdidas son problemas cruciales de la regulación prudencial y de la supervisión? Y, si lo son, ¿por qué no han atraído mayor atención? Después de todo, el Secretario Geithner no ha centrado su atención en estos fracasos. Dijo antes del Congreso que la clave de una reforma eficaz era «capital, capital, capital».

Y es esencial que haya más capital, tanto para desalentar a los bancos a lanzarse a riesgos excesivos (al jugar con el dinero del contribuyente) como porque el capital absorbe el impacto que evita que quiebre el banco cuando sucede el *shock*. Pero el énfasis debe ponerse en mantener

una cantidad suficiente de capital *proporcional al riesgo*. Si el capital se incrementa en unos puntos porcentuales (como se ha previsto en las nuevas reglas de Basilea), pero los bancos son libres de asumir tanto riesgo como quieran, entonces los bancos pueden compensar el efecto estabilizador del capital con mayor riesgo.

La importancia de presupuestar el capital según el riesgo se aprecia bien con la crisis actual. Las ratios bancarias de capital antes de la crisis no predijeron qué bancos podrían sufrir las peores caídas durante la crisis. Algunos bancos con cantidades de recursos propios relativamente elevadas lo hicieron francamente mal (Citibank es un ejemplo), mientras que otros con menores ratios de capital (Goldman Sachs) capearon mejor el temporal. En abril de 2006, la ratio de capital al mercado de Citibank (definida como la ratio de valor de mercado de los recursos propios de Citibank en relación con la suma del valor de mercado de los recursos propios y con el valor contable de la deuda) estaba por encima del 13 por 100, mientras que la ratio de capital al mercado de Goldman Sachs era la mitad de eso (Calomiris y Herring, 2011). La diferencia más obvia entre la trayectoria de las dos instituciones era su nivel de riesgo, no las ratios de capital.

Además, elegir un nivel inicial de capital durante la bonanza no garantiza que ese capital se mantenga. Cuando los bancos sufren pérdidas, éstas destruyen capital. Si los supervisores no reconocen esas pérdidas, el capital estará sobrevalorado y dejará de ser un amortiguador adecuado de pérdidas futuras. Incluso peor, dados los fuertes incentivos que tienen los supervisores para cumplir sus objetivos, es probable que el capital esté sobrevalorado a propósito por los supervisores durante la crisis financiera. Esta tolerancia incentiva a los bancos insolventes o severamente descapitalizados a asumir más riesgo (el problema del riesgo moral de la «sustitución de activos» o de «ser resucitados» documentado, por ejemplo, por Brewer, 1995). Ello implica que los sistemas bancarios más débiles tienen mayor probabilidad de aumentar su nivel de riesgo cuando las condiciones son las peores posibles (cuando su capital es el más bajo).

En resumen, la atención principal de las regulaciones prudenciales de capital debe centrarse en la medición credible del riesgo y en la disposición de capital de acuerdo con tal riesgo, así como en que la cantidad de capital debe vigilarse continuamente para asegurar que no desaparezca con las pérdidas. Estos retos presentan un componente técnico, pero no son meramente, o incluso principalmente, técnicos. Para que la medición del riesgo sea creíble, son esenciales los incentivos de quien realiza la medición. No se puede confiar en que los bancos midan sus propios riesgos, y (suponiendo incentivos) tampoco se puede confiar en que las agencias de calificación midan los riesgos de los bancos.

En los Estados Unidos históricamente, y todavía en algunos países, cuando los depósitos no están protegidos por un seguro del Gobierno, los ahorradores, especialmente los informados (como los banqueros), asumen el rol de supervisor a la banca, imponiendo disciplina en aquellos bancos de más riesgo, sacando sus depósitos y forzando con ello a los bancos a desapalancarse, alentando la transparencia y la gestión creíble del riesgo. En ausencia de tal disciplina, los supervisores públicos poco incentivados, que están menos capacitados que sus homólogos mejor pagados de los bancos, y que confían en las opiniones de las partes en conflicto para medir el riesgo y el capital, apenas pueden proporcionar algo distinto a ese tipo de disciplina. Por tanto, la llave para resolver los problemas de incentivos de una adecuada regulación prudencial está en encontrar modos de producir y usar la información sobre riesgos *ex ante* y pérdidas *ex post* que estén informados y que proporcionen «incentivos consistentes», lo que quiere decir, en mi opinión, que las medidas sean inmunes a los incentivos de los bancos, las agencias de calificación, los supervisores, los reguladores y los políticos para subestimar los riesgos *ex ante* y las pérdidas *ex post.*

3. Demasiado grandes para caer

Después del rescate de Bear Stearns en marzo de 2008, el Gobierno se mostró conforme con facilitar ayuda a instituciones grandes y complejas de alcance global y con expectativas razonables que hubieran experimentado una acumulación de pérdidas, en el sentido de apoyar su adquisición por otra entidad y a petición de esta última, como así se hizo en la adquisición de Bear Stearns por JP Morgan. Durante la crisis, esas expectativas de protección llevaron probablemente a Merrill Lynch, Lehman y otros a retrasar la emisión de grandes cantidades de valores, especialmente, en el verano de 2008. Las entidades pensaron que los precios probablemente mejorarían, y trataron de evitar las consecuencias perversas de emitir valores en un mercado poco líquido y atribulado.

Cualesquiera que sean los pros y los contras de los rescates, el camino de menor resistencia política va a conducir, en gran medida, al rescate de entidades grandes y complejas. Es difícil gestionar una orden de transferencia de control sobre las operaciones, los activos y los pasivos de grandes entidades con complejas estructuras de filiales, que operan en muchos países bajo regímenes legales poco claros que se solapan, y que realizan una gran cantidad de transacciones de contraparte con otras instituciones financieras, grandes y complejas. Sin un plan creíble en marcha (el llamado «testamento de últimas voluntades», o *living will*), que requeriría una suficiente clarificación y simplicidad de la estructura organizativa —guiar la orden de transferencia de operaciones, activos y pasivos y asignar las pérdidas de modo transparente, de obligado cumplimiento legal y con poca probabilidad de generar más pérdidas impuestas a las contrapartes—, la presión del Gobierno para evitar problemas con un rescate sería demasiado tentadora. Además, en la medida en que ha habido voluntad de dejar caer a los grandes bancos antes de 2008, la coincidencia con la quiebra de Lehman y el derrumbe financiero posterior a septiembre de 2008 ha disminuido la perspectiva de que haya estas posiciones «amistosas» en el futuro.

Las propuestas de reforma para abordar el problema del «demasiado grandes para caer» se centran usualmente en la creación de procedimientos creíbles para tomar el control de leviatanes financieros con problemas, de forma que se puedan limitar las adversas consecuencias sistémicas de su caída, al impedir rescates de acreedores y accionistas. El problema del «demasiado grandes para caer» también añade la urgencia de la necesidad de diseñar reformas que aborden los retos clave de la medición creíble del riesgo y de la medición de la pérdida. La protección del «demasiado grandes para caer» agrava los incentivos de las grandes instituciones para minimizar el capital privado y aumenta los riesgos de beneficiarse de la asunción de riesgos con el dinero público.

III. SOLUCIONES

En este apartado propongo diez reformas (resumidas en el cuadro n.º 1) que abordarían los problemas fundamentales de subsidiar el riesgo señalados anteriormente (subsidio del riesgo hipotecario, fallo al medir el riesgo bancario y al requerir capital proporcional al mismo, fallo al reconocer las pérdidas bancarias y rescates de los demasiado grandes para caer), y otros retos importantes de la reforma de la política de prevención y prudencial (el adecuado diseño de requisitos de liquidez, líneas maestras macroprudenciales, regulación de compensaciones ajenas al mercado y mecanismos para ayudar a los bancos durante las crisis). Un principio básico que guía todas estas reformas propuestas es la existencia de «incentivos consistentes». Una reforma de incentivos consistentes es la que satisface dos criterios: *a)* los participantes en el mercado no lo van a tener fácil para realizar arbitraje regulatorio, y *b)* los supervisores, reguladores y políticos tendrán incentivos para hacerla cumplir. En realidad, sugiero que todos los que hagan propuestas en el futuro sobre reformas normativas deberían someter a este escrutinio de incentivos sus propuestas. Siguiendo el cuadro número 1, expongo y explico cómo sus reformas propuestas se adecuarían a los criterios de incentivos consistentes.

1. Sustituir el subsidio al riesgo hipotecario por subsidios a la vivienda explícitos según la capacidad económica

El problema central de subsidiar el riesgo hipotecario en Estados Unidos ha sido la tolerancia hacia prestamistas con un apalancamiento extremo subsidiados por el Gobierno. Sin un elevado apalancamiento, el auge y la caída de las *subprime* no habría sucedido. En concreto, los préstamos arriesgados sin documentación requerida (uno de los elementos más importantes en la generación de pérdidas *subprime*) fueron posibles por el alto apalancamiento; los prestatarios poco solventes no se hubieran sentido tentados por las ofertas de los prestamistas si hubieran tenido que aportar una gran cantidad de sus ahorros como entrada. La caída del precio de la vivienda no hubiera generado enormes pérdidas en los préstamos si los propietarios de las viviendas hubieran retenido una participación mínima del 20 por 100 en sus viviendas.

Durante la década de 1990 y de 2000 la tolerancia al apalancamiento de las hipotecas estadounidenses garantizadas por el Gobierno creció de manera continuada y dramática en FHA, Fannie Mae y Freddie Mac. La ratio media del préstamo sobre el valor de las hipotecas (LTV) de FHA subió hasta el 96 por 100, un tercio de las compras de Fannie y Freddie, que las llevaron a ser insolventes, tenían LTV superiores al 95 por 100. Las altas LTV no sólo desestabilizan, sino que minan los objetivos de la política

de vivienda. Su objetivo fundamental es promover comunidades más fuertes alentando a los residentes a participar en ellas. Pero una LTV del 97 por 100 es una participación trivial, ya que los propietarios de viviendas se convierten de facto en rentistas, capaces de abandonar sus casas a un bajo coste.

Propongo un plan en tres partes para rediseñar la política de vivienda del Gobierno de los Estados Unidos: primero, sustituir los subsidios de apalancamiento por una ayuda en pagos de entrada según los medios y con menos LTV; segundo, una ayuda sobre el tipo de interés de riesgo según la capacidad económica, y finalmente, cuentas de ahorro fiscalmente favorables, y también según la capacidad económica, para los futuros propietarios.

Una alternativa obvia al subsidio del riesgo hipotecario es el subsidio al pago inicial o entrada en los préstamos. Esto es lo que se hace en la política de vivienda australiana (eso sí, no instrumentada según la capacidad económica), que da 7.000 dólares australianos a todos los que compran por primera vez su casa. Una variante mejorada sería la de ofrecer subsidios de acuerdo con la capacidad económica a estos primeros compradores de vivienda y sincronizarlos con los incrementos de los pagos de entrada mínimos. Por ejemplo, los que compran vivienda por primera vez con casas que valen menos que un máximo (según un ajuste regional), que ganan menos de un máximo familiar, podrían optar a una ayuda en vivienda igual al menor de, digamos, 10.000 dólares o el 30 por 100 del depósito de entrada de su casa.

Los pagos de entrada mínimos de todas las hipotecas podrían subir en, por ejemplo, un 1 por 100 cada año durante 17 años hasta un nuevo mínimo del 20 por 100. Escalonar la subida del requisito de depósito de entrada evitaría caídas del precio de la vivienda perjudiciales, que podrían resultar de un repentino cambio de la financiación hipotecaria. Dada la posibilidad de rescate hipotecario por parte del Gobierno, incluso sin formar parte de ningún programa de éste, ese mínimo ascendente podría aplicarse a todas las hipotecas, y no sólo a esos compradores que reciben asistencia explícita del Gobierno. Los receptores de asistencia al depósito de entrada no pagarían intereses por estos subsidios. La ayuda tomaría la forma de una participación accionarial *junior* en sus hogares (senior en relación con sus inversiones en acciones, pero *junior* en relación con las hipotecas). El principal sería devuelto en su totalidad por venta o refinanciación de la casa.

Reducir el coste de encadenarse a un tipo fijo a largo plazo, de particular importancia para hogares de bajos ingresos, sería la segunda parte del apoyo a la vivienda asequible. Más que dar susbsidios invisibles al tipo de interés en FHA, Fannie y Freddie, el Gobierno debería subsidiar a los compradores de bajos ingresos de *swaps* privados de tipo de interés hipotecario (limitando el subsidio a, por ejemplo, el menor de 5.000 dólares o el 30 por 100 del coste del *swap*).

Un tratamiento fiscal favorable a las cuentas de ahorro donde las familias de ingresos bajos y medios pudieran acumular los pagos de entrada alentaría más a tener la sensación del riesgo que se asume. Dado que los americanos con bajos ingresos pagan pocos impuestos sobre la renta, o ninguno, sería deseable permitir una retención en sus nóminas y dedicarla a «cuentas de ahorro-vivienda».

Los pequeños costes (en relación con los programas actuales) de estas propuestas incluyen: la valoración temporal del dinero y de las pérdidas por mora en la ayuda al depósito de entrada, el coste de los subsidios de los *swap* y los impuestos en nómina. Todos estos costes deberían estar recogidos explícitamente en el Presupuesto del Gobierno. Estos programas reemplazarían a los subsidios al riesgo hipotecario implícito ya existentes dados por FHA, Fannie y Freddie. Terminarían las garantías hipotecarias de la FHA, y los activos de Fannie y Freddie serían vendidos en el mercado; la Federal Home Loan Banks sería eliminada.

2. Mejorar la precisión de las calificaciones crediticias mediante reformas de incentivos

Las agencias de calificación del crédito, que son un componente clave de la medición normativa del riesgo, no estuvieron a la altura en la medición del riesgo de crédito de las deudas relacionadas con las *subprime* cuando fueron calificadas. ¿Se sobornó a las agencias? Y, si fue así, ¿quién y para qué? La evidencia del fracaso de las agencias de calificación demostrada en *ratings* queda patente en *ratings* inflados y en *ratings* de baja calidad. Los *ratings* inflados infraestiman a propósito el riesgo de impago de deudas calificadas. Los *ratings* de baja calidad se sustentan en medidas perjudiciales para ocultar el riesgo. El reciente derrumbe de los títulos relacionados con *subprime* ha mostrado la peor cara de estos problemas.

¿Qué daño hacen estas deficiencias? La inflación socava las bases de las normas que usan las calificaciones como control del riesgo, dando lugar a ineficiencias en la regulación precautoria. Si la inflación de la calificación se acompaña de bajas calificaciones de calidad, se agravan los problemas. Los inversores pueden «maquinar inversamente» una calificación de deuda que esté inflada y recuperar la verdadera medida del riesgo; la revelación de que puede haber defectos en la modelización del riesgo, que suceden normalmente en respuesta a un *shock* financiero, crea incertidumbre entre los inversores a la hora de valorar las deudas que tienen y, no deseando comprar más deudas de titulizaciones similares, se produce el desbaratamiento del mercado.

La evidencia muestra que los grandes errores al calificar las *subprime* podrían haberse predicho. Los dos modelos más importantes de riesgo *subprime* se basaban en supuestos que contradecían la lógica y la experiencia, al afirmar que los precios de la vivienda en Estados Unidos no iban a caer y que garantizar las hipotecas otorgadas sin documentos no suponía un deterioro de la calidad del prestatario (Rajan *et al*., 2011).

¿Quién estaba detrás de estos modelos sesgados? Muchos políticos creyeron incorrectamente que los que patrocinan la titulización son los que controlan las calificaciones. Eso es falso. Los *ratings* que exageraron la calidad de deudas titulizadas fueron demandados por parte de los compradores del mercado (los inversores institucionales, cuyas adquisiciones de cartera están reguladas de acuerdo con las calificaciones de esas compras) porque las calificaciones hinchadas les beneficiaban.

Las calificaciones que infraestiman el riesgo son de utilidad a los inversores institucionales porque: *a)* aumentan la flexibilidad del inversor al invertir; *b)* reducen la cantidad de capital que las instituciones tienen que mantener contra sus inversiones (ejemplo: el objetivo de la nueva alquimia *re-remics*), y *c)* incrementan su rentabilidad ajustada por el riesgo a ojos de los últimos inversores menos sofisticados (fondos de inversión, accionistas de empresas bancarias y de seguros, pensionistas o asegurados) al hacerles creer que una inversión calificada con triple A da una ganacia de doble A. Si los compradores desean que las agencias de calificación inflen los *ratings* para superar marañas regulatorias y ponerles como más favorables a los ojos de sus inversores últimos, las agencias de *rating* pueden cosechar sustanciosos beneficios sólo con atender la demanda de los compradores de *ratings* inflados. La importancia de ello es mucha: la inflación de *ratings* o de deuda titulizada se hace a instancias de *la parte compradora.*

Cuando se reconoce a los compradores como principales constituyentes de las calificaciones infladas y de baja calidad en el mercado de deuda titulizada, se empiezan a ver las importantes implicaciones de la reforma. Las propuestas que requerirían inversores del lado comprador para pagar las calificaciones, en vez de la práctica corriente de que los patrocinadores de título paguen por los *ratings*, no tendrían efecto a la hora de mejorar las calificaciones.

Cualquier solución al problema debe hacer que sea rentable para las agencias de calificación emitir calificaciones de gran calidad y no infladas, independientemente de que los inversores institucionales (y los políticos) demanden calificaciones de baja calidad e infladas. Esto se puede conseguir objetivando el significado de las calificaciones y haciendo coincidir los honorarios ganados por las agencias de calificación con su desempeño. Si los honorarios se ligan a la calidad de las calificaciones objetivadas, las agencias de calificación no verán rentabilidad en atender las preferencias del lado comprador, que prefiere calificaciones hinchadas y de baja calidad. ¿Cómo se puede hacer esto?

Requiriendo a todas las agencias que quisieran cualificarse como organizaciones de calificación estadística nacionalmente reconocidas (NRSRO) —agencias de calificación cuyos *ratings* se usan en la regulación—, y que emitan sus calificaciones para propósitos regulatorios, que asignen letras de gradación a las estimaciones específicas de riesgo de impago. Por ejemplo, a efectos de las NRSRO, BBB podría definirse como una prevision de un 2 por 100 de probabilidad de impago a cinco años desde la fecha de origen, y A sería una predicción de un 1 por 100 de probabilidad de impago a cinco años.

Una vez casadas las calificaciones con los números, las agencias de *rating* podrían llevar la contabilidad de sus *ratings*. Por ejemplo, si una calificación de las NRSRO, al originarse un producto, se hallase persistentemente hinchada hasta un nivel mayúsculo, entonces se enfrentaría a una penalización. Esa penalización podrían ser honorarios de «recobro» que la agencia había ganado en tal producto (obligado al requerir que las agencias pongan algunas de sus tarifas como «bono» utilizable para ese propósito). Alternativamente,

una agencia de calificación a la que se le ha descubierto que ha exagerado sus calificaciones, podría perder su estatus NRSRO (y, por tanto, sus honorarios por calificar) por un tiempo breve (digamos varios meses), lo que también incentivaría a no inflar.

El segundo enfoque sería probablemente el más fácil de aplicar. Sería deseable usar una media móvil de varios años de la experiencia real al tratar de evaluar el desempeño. Ese enfoque preservaría la calidad de las calificaciones «a lo largo del ciclo económico», y también aseguraría un tamaño de muestra suficiente. El universo de productos calificados se podría dividir en varias categorías (MBS, tarjetas de crédito, etc.). Cada categoría usaría una definición identica de BBB y de A (probabilidades del 2 por 100 y del 1 por 100 de impago). Si las medias móviles, a cinco años pasados, de la proporción de tramos calificados de BBB o la proporción de tramos calificados de A excedieran bastante sus valores de referencia respectivos del 2 por 100 y del 1 por 100, a la agencia de calificación se le prohibiría calificar con propósitos regulatorios para tal clase de instrumentos de deuda durante varios meses. El umbral para exceder sustancialmente el objetivo del 2 por 100 podría ser el 4 por 100, y el umbral por sobrepasar excesivamente el 1 por 100 podría ser el 2 por 100. La razón de centrarnos en los BBB y A es que tienen suficiente riesgo como para que sus experiencias de impago se aprecien en el corto plazo. Si los *ratings* A y BBB son lo suficientemente precisos, habrá mucho camino para constreñir el exceso de calificación de los tramos de las AA y de las AAA.

¿Por qué tiene tantos incentivos este enfoque de la reforma de las calificaciones? Primero, incentiva a las agencias de calificación a dar *ratings* de alta calidad no inflados. Si la agencia de *rating* es supendida en su capacidad de proporcionar calificaciones NRSRO durante un periodo significativo de tiempo en una clase de deuda, ello tendría un gran impacto en sus honorarios. Segundo, no hay un papel discrecional de los supervisores, los reguladores y los políticos sobre esta propuesta y, por tanto, no preocupa que eludan un programa pleno de incentivos para la reforma financiera 57 o se abstengan de hacerla cumplir. Y el registro de las calificaciones debe ser accesible al público, asegurando que no haya tolerancia oculta.

3. Utilizar los diferenciales de préstamos como medición del riesgo de impago de un préstamo

En el caso de las deudas mantenidas por los bancos, los *ratings* reformados podrían medir razonablemente bien el riesgo de mora, pero ¿cómo pueden medir los reguladores de manera creíble el riesgo de impago de los préstamos bancarios? Ashcraft y Morgan (2003) demuestran, sin que sorprenda mucho, que los diferenciales de tipos de interés (todo el coste del interés del préstamo menos el tipo de interés sin riesgo del vencimiento) son predictores precisos de la probabilidad de que un préstamo se vuelva incobrable. En Argentina, en la década de 1990, se usaron los diferenciales del tipo de interés para medir el riesgo del préstamo para presupuestar los estabilizadores de capital de los préstamos; a mayores diferenciales, mayor capital a presupuestar para apoyar al préstamo. Como dicen Calomiris y Powell (2001), este caso argentino de regulación precautoria funcionó bastante bien en la década de 1990.

Esta forma de medir el riesgo también está llena de incentivos porque los bancos no pueden saltársela fácilmente. Los bancos no tendrían incentivo a bajar los tipos de interés sólo para reducir su presupuestación de capital frente a un préstamo, ya que hacerlo reduciría su ingreso. Para evitar cualquier intento de alterar la fórmula usando tasas más engañosas, la regulación debería usar el diferencial, todo incluido, más alto posible durante la vida del préstamo como medida del diferencial que incluye todo. Si esta regla se hubiera aplicado a los préstamos *subprime* en 2003, el capital presupuestado frente a esos préstamos hubiera sido bastante mayor, y no hubieran existido nunca el *boom* ni la caída de las *subprime*.

4. Exigir capital contingente para una mejor medición y reposición del capital perdido

Calomiris y Herring (2011) proponen exigir un certificado de capital contingente (CoCo), cuya primera intención sería identificar las pérdidas de recursos propios e incentivar a los bancos a sustituirlas por nueva oferta con un diseño temporal. Calomiris y Herring (2011) demuestran que los descensos en las ratios de recursos propios a precios de mercado de los grandes bancos estadounidenses ocurrieron de manera gradual a lo largo de muchos meses. Los mercados se abrieron a nuevas emisiones de capital y hubo bastante tiempo para ello, pero algunos bancos (especialmente Lehman y Merrill) evitaron las grandes emisiones de capital, lo que conlleva un efecto ate-

nuante, esperando a ver si la crisis pasaba y podían hacer esta emisión a un precio mayor. E incluso la mayor parte de los bancos que emitieron grandes cantidades antes de septiembre de 2008 dejaron caer sus ratios de recursos propios a precios de mercado de modo significativo entre marzo de 2007 y marzo de 2008.

Calomiris y Herring (2011) muestran que los CoCo, si se diseñan bien, podrían ser un medio lleno de incentivos para alentar la reposición temporal del capital perdido. Las tres características clave de ese diseño propio son: 1) que haya una cantidad lo suficientemente grande de CoCo (prácticamente igual a la proporción de activos sobre la ratio de capital *tier 1*, para lo que proponen también incrementos significativos por encima de su ratio exigida actual); 2) un desencadenante de la conversión basado en la media móvil de la ratio de mercado de recursos propios, y 3) una ratio de conversión lo suficientemente atenuante.

La ratio de recursos propios a precios de mercado es un detonante deseable porque es un indicador del mercado observable y adelantado del valor de los recursos propios del banco. Usar un detonante del mercado implica que la aplicación de la conversion de CoCo es automática, más que estar sujeta a la discrecionalidad regulatoria (como sucede cuando el desencadenante se define a partir del valor en libros de la ratio de recursos propios). Usar la ratio de recursos propios a precio de mercado como detonante evita problemas de tolerancia, y también implica que la variación futura a lo largo del tiempo de la ratio puede ser modelizada cuantitativamente, lo que permite también la opción inherente de conversión de ser valorado por el mercado (una característica muy buscada en los instrumentos financieros).

Al hacer la conversión predecible, haciendo que la cantidad de CoCo sea lo suficientemente grande, y haciendo que la ratio de conversión sea lo suficientemente atenuante, el futuro de cualquier conversión desencadenada diluiría tanto las acciones existentes que los gestores no desearían hacer la conversión si fuera posible. Ya que el detonante se basa en la ratio de recursos propios a precios de mercado, los bancos podrían evitar la conversión emitiendo capital al mercado para reponer los recursos propios perdidos. De este modo, la ventaja clave de exigir un CoCo es el incentivo que da para reponer voluntariamente el capital en el tiempo, vía emisiones de capital preventivas tendentes a evitar la conversión. En aquellos casos en los que las ofertas de capital no son posibles (por ejemplo, si la caída de recursos propios está causada por informes de fraude contable), una caída suficiente de la ratio de recursos propios al mercado desencadenaría la conversión de los CoCo, reduciendo así la cantidad de deuda y los pagos del servicio de la deuda realizados por el banco, y mejorando con ello las perspectivas de supervivencia.

5. Requerir descuentos mínimos a los acreedores como parte de la política de resolución del «demasiado grandes para caer»

Las medidas antes mencionadas para medir el riesgo y las pérdidas, y alentar la reposición a tiempo del capital perdido, irían encaminadas a reducir los problemas de riesgo moral y las exposiciones de los contribuyentes a las pérdidas relacionadas con el problema del «demasiado grandes para caer». Existe también la posibilidad de mejorar los procesos de resolución de conflictos (por ejemplo, en la Ley Dodd-Frank), de forma que la carga de las pérdidas sobre los deudores de los grandes bancos fracasados fueran más creíbles, lo que mejoraría el riesgo moral y los costes fiscales de los demasiado grandes para caer.

La Ley Dodd-Frank, de 2010, institucionaliza los rescates de acreedores de grandes y complejos bancos. La Corporación Financiera de Seguro de Depósitos y los políticos, por supuesto, lo niegan diciendo que se confía en ellos para usar su discrecionalidad a la hora de imponer pérdidas a los acreedores. Puede que sí, pero ¿por qué no se está seguro?, ¿por qué no exigir que cualquier desviación de la estricta prioridad de hacer cumplir los derechos de los acreedores durante un proceso de resolución (por ejemplo, un rescate) deba imponer un Programa de Reforma Financiera de, al menos, 59 descuentos (*haircuts*) sobre acreedores no asegurados de digamos el 10 por 100 del principal y de todo el interés acumulado? Añadiendo esta simple enmienda a la Ley Dodd-Frank se limitarían los rescates discrecionales y se bloquearía la trayectoria política de mínima resistencia.

¿Por qué no aplicar un recorte del 20 o el 30 por 100 del principal más los intereses acumulados? Puede haber, en verdad, buenos argumentos económicos a favor de un recorte mínimo mayor que el 10 por 100 del principal, pero también existen razones, por el lado de la robustez de incentivos, en contra

de aumentar el recorte mínimo en una proporción demasiado elevada: si los políticos y los reguladores pueden presentar un argumento razonablemente seguro sobre los potenciales «riesgos sistémicos» de las caídas en cascada de los bancos, desplomados por las pérdidas generadas por exposiciones a contrapartes en quiebra, entonces eso podría animar a rescates ad hoc que esquivasen el sistema de resolución de conflictos basado en normas legales. Si eso parece ir demasiado lejos, hay que ver, sin embargo, que esto es precisamente lo que ocurrió durante la crisis actual: los mecanismos de salvaguardia de la FDICIA contra el rescate de acreedores de bancos no asegurados simplemente se aparcaron en lo más caliente del asunto. Si una regla es muy estricta, simplemente se la tendrá por menos creíble. Ésta es la razón para limitar los descuentos mínimos al 10 por 100, cifra demasiado pequeña para permitir un temor razonable de riesgo sistémico por pérdidas de contraparte de los bancos con problemas. Por decirlo de otro modo, la contraparte no debería poder argumentar de modo razonable que perder el 10 por 100 del principal de las deudas que tiene de otro gran banco le hundiría.

6. Reasignar claramente la autoridad legal y regulatoria del proceso de resolución

Es mucho más duro aplicar pérdidas a los acreedores de bancos globales en quiebra si las autoridades normativas y legales que gobiernan, en disposición de los activos y pasivos del banco, no se han establecido claramente de antemano. Durante la bancarrota de Lehman, no estaba claro, en el caso de ciertos activos de la empresa, qué filial del país tenía la propiedad legal de esos activos. Los bancos, por supuesto, tienen pocos incentivos para clarificar tales asuntos con antelación, ya que la falta de claridad mejora la posibilidad de recibir un rescate.

No es realista esperar que los sistemas legales o normativos sean capaces de coordinar acciones eficaces en tiempo real sobre una cuestión ad hoc en medio de una crisis, especialmente cuando los reguladores tengan incentivos enfrentados (cada uno querrá maximizar sus reclamaciones sobre los activos y minimizar sus reclamaciones sobre los pasivos). Es necesario, por tanto, establecer un enfoque de «barrera» por el que cada activo y pasivo del banco se asigne de antemano, como parte de un «testamento de voluntades anticipadas», a un emplazamiento particular. Esas asignaciones se aprobarían por adelantado y por escrito por las autoridades regulatorias de cada uno de los países en los que opera el banco, a fin de asegurar la contabilización y evitar posibles desacuerdos durante la crisis. Este contrato haría más rápida y ordenada la resolución de conflictos, y los recortes impuestos a los acreedores de bancos caídos serían más creíbles, y por tanto se mitigaría el problema del demasiado grandes para caer. Por supuesto, éste es sólo uno de los muchos aspectos del proceso de resolución de conflictos que debería ser abordado con antelación por el testamento vital para asegurar medios rápidos, ordenados y predecibles de resolver las quiebras de bancos globales.

7. Imponer un requisito mínimo de capital «remunerativo» a los bancos

Es interesante ver cómo los requisitos de liquidez son mucho más antiguos que los de capital. De hecho, los requisitos de liquidez, que fueron usados hace siglo y medio por el New York City Bank Clearing House como instrumento autorregulatorio, anteceden a las disposiciones legales del Gobierno de requisitos de liquidez o de capital. A excepción de unos pocos casos, como los de los fugaces bancos constituidos por el Estado en Estados Unidos, que ofrecían seguro de depósito a comienzos del siglo XX, y las regulaciones bancarias de comienzos del siglo XX en Noruega, las exigencias de una ratio de capital mínimo son instrumentos de prevención bastante recientes (establecidos en la mayor parte del mundo en la década de 1980).

¿En qué sentido son los requisitos de liquidez sustitutos de los requisitos de capital? ¿Son mejores los objetivos que se consiguen con los requisitos de liquidez que los que se consiguen con los requisitos de capital? ¿Se deberían exigir los dos o sólo uno? Si ambos, ¿en qué proporción?

Estas preguntas plantean retos. Puedo identificar cuatro objetivos por los cuales los requisitos de liquidez representarían un papel único. Primero, en la literatura de finanzas empresariales, en la tenencia de activos, liquidez y capacidad de deuda no son sustitutivos perfectos. Puesto que la capacidad de deuda es una variable estocástica, el dinero en la mano tiene un valor de opción real para la empresa (Almeida *et al.*, 2004). Dicho simplemente: la capacidad de deuda puede desaparecer si la suerte de una empresa cambia o si cambian las condiciones del mercado, por ejemplo, durante una crisis financiera; el dinero (la liquidez) no.

El segundo motivo para exigir liquidez surge de los efectos de la

inobservabilidad del capital (debido, una vez más, a la información asimétrica) sobre los incentivos de los bancos para incrementar su riesgo de cartera (el llamado problema de la «sustitución de activos»). Si los bancos experimentan grandes caídas del valor de los activos que pueden ser percibidos por otros no sin costarles nada, los bancos pueden elegir incrementar sus riesgos de cartera (también no perceptibles por personas ajenas sin costarles nada) como modo de extraer un valor de los ahorradores (por ejemplo, pedir a los ahorradores que soporten más riesgos que aquellos por los que son recompensados). En este contexto, tener más activos líquidos puede servir como un instrumento de compromiso hacia los ahorradores para convencerles de que el riesgo de sustitución de activos es bajo (Calomiris, Heider y Hoerova, 2011). Como en el caso de la primera motivación para exigir liquidez, la predicción cualitativa de que tener algunos requisitos de liquidez es mejor que no tener nada está clara, pero la cantidad del requisito de liquidez no está tan clara, dado que la parametrización del modelo no es lo suficientemente general como para inspirar confianza.

Tercero, como demuestran Calomiris y Kahn (1991), tener efectivo puede reducir el riesgo de que se cree ruido entre los ahorradores que no están perfectamente informados sobre la cualidad del activo bancario y que puedan ir corriendo al banco. Esta motivación para exigir tenencias de liquidez al banco es pertinente en la medida en que los bancos emiten grandes cantidades de deuda a corto plazo no asegurada. Como en los otros dos casos, la necesidad de liquidez es clara, la cantidad no.

Cuarto, y último, las consideraciones políticas pueden motivar los requisitos de liquidez. El mejor ejemplo de estas consideraciones durante la reciente crisis es Brasil. El Banco Central de Brasil no actuó como prestamista de último recurso en sentido tradicional durante la crisis, en parte porque no quería enfrentar las consecuencias políticas de tener que explicar cualquier préstamo que hubiera hecho. Brasil aplica cuantiosos requisitos de reservas líquidas contra depósitos, y a comienzos de la crisis en 2008 los bancos brasileños tenían agregadamente reservas líquidas en cantidad prácticamente igual al 20 por 100 de los depósitos. El banco central bajó en gran medida estos requisitos de reservas para permitir a los bancos prestarse entre ellos y mantener el sistema de liquidez.

Los grandes bancos, sin embargo, no querían prestar a todos los bancos que necesitaban liquidez. El banco central intervino para retorcer el brazo a los grandes bancos y que así prestasen a los más pequeños en necesidad. El banco central también alentó al asegurador de depósitos privados a expandir la cobertura durante la crisis con una prima adicional. Con estos pasos, el banco central fue capaz de evitar la necesidad de actuar como un prestamista de último recurso, aunque se podría decir que la presión ejercida por los bancos acreedores y el asegurador de depósitos podría haber creado implícitamente un respaldo frente a las exposiciones que el banco central les alentaba a llevar a cabo.

El caso de Brasil ilustra dos hechos clave: primero, los *holdings* de mayor liquidez de los bancos aseguran en verdad a los bancos frente a los riesgos de liquidez, pero si los problemas de información asimétrica cerrasen el mercado interbancario, los bancos no se ayudarían voluntariamente los unos a los otros a soportar los riesgos de liquidez (ver también Sprague, 1910; Goodhart, 1995; Wicker, 2000). Segundo, los bancos centrales pueden ver ventajas significativas en intervenir presionando a las partes privadas para que compartan liquidez, en vez de dársela a ellos mismos. Por esa razón, puede ser eficaz exigir a los bancos que mantengan liquidez, porque la relajación de dichos requisitos durante una crisis puede dar lugar a una fuente privada de liquidez extra durante la crisis. Al igual que en las tres motivaciones anteriores, para exigir a los bancos que mantengan liquidez, es difícil trasladarse desde esta declaración cualitativa a una evaluación cuantitativa de la cantidad de reservas adecuadas a este fin.

La regulación sobre liquidez propuesta por el Comité de Basilea no parece haberse enfrentado mucho a las cuestiones que se exponen aquí sobre los requisitos de liquidez. No se reconoce un *trade-off* entre capital y liquidez en la propuesta de Basilea, ni se contempla *trade-off* entre las dos dimensiones de liquidez en su normativa (la «ratio neta de financiación estable» y el requisito de «ratio de cobertura de liquidez»). Y, enfangados en la complejidad bizantina de las normas de liquidez de Basilea, podemos ver que se aventuran muchos supuestos no contrastados y bastante arbitrarios sobre la estabilidad de las variadas fuentes de financiación.

Una aproximación más simple exige que los bancos mantengan reservas en su banco central por una cantidad igual a, digamos, el 20 por 100 de sus activos. Estas reservas serían remune-

radas a la tasa del Tesoro. Ya que estas reservas tienen una ponderación de riesgo cero, la presencia de una gran proporción de reservas por el lado del activo del balance reduciría del mismo modo la cantidad de riesgo de los activos ponderados usados en el cálculo de los requisitos de capital de los bancos.

También tiene sentido (siguiendo el ejemplo de Argentina en la década de los noventa) permitir que un porcentaje de estas reservas fueran cartas de crédito de reserva, o *standby,* irrevocables de instituciones no bancarias calificadas con AA. Por ejemplo, quizás hasta un cuarto del requisito de reservas podría ser satisfecho con cartas de crédito de reserva de instituciones no bancarias con calificación AA. La razón de permitir a los bancos hacer esto es que, al hacerlo, se les recompensaría por su bajo riesgo relativo percibido por los mercados. Los bancos con bajo riesgo de impago podrían obtener *standbys* a muy bajo coste, y evitarían así el coste de oportunidad de tener grandes reservas. Ello les daría una recompensa proveniente del mercado por su buena gestión de riesgos. Además, permitir la cualificación de estos *standbys,* al ser provistos por instituciones no bancarias, diversificaría las fuentes de liquidez disponibles en el sistema bancario.

8. Cómo estructurar la regulación macroprudencial

La regulación macroprudencial, hablando en sentido amplio, prevé cambios en los requisitos normativos que son variables con el tiempo en respuesta a las condiciones económicas y financieras. Aumentar las exigencias de capital, de liquidez, de aprovisionamiento u otras durante *booms* inmobiliarios o burbujas bursátiles desalentaría la continuidad del crecimiento del crédito, y añadiría más parachoques para enfrentarse a un posible *crack*. Reducir todos esos requisitos durante una recesión (siempre que sigan siendo lo suficientemente altos como para dar la protección adecuada) compensa el efecto contractivo de las pérdidas de capital bancario en la provisión del crédito (4).

¿Qué clase de señales de alto riesgo se podrían usar para aumentar los requisitos de solvencia durante los *booms* del crédito? Borio y Drehmann (2008) utilizan una gran muestra de países a lo largo de muchos años para demostrar que un doble umbral de criterio para identificar el calentamiento financiero (por ejemplo, la presencia de una tasa de crecimiento del crédito bancario lo suficientemente alta coincidente con una tasa de crecimiento lo suficientemente alta del precio de los activos, tanto en la Bolsa como en el mercado inmobiliario) es un excelente predictor de que vienen malos tiempos, macroeconómicamente hablando.

Este criterio se aplicó, efectivamente, por el regulador macroprudencial de más éxito durante la reciente crisis, Colombia, que siguió reinando en su auge financiero en 2007-2008, y logró un aterrizaje suave, convirtiendo prácticamente al presidente de su banco central, José Uribe, en un héroe nacional. ¿Qué hizo Uribe?

Cuando el señor Uribe vio que el crecimiento del crédito alcanzaba al 27 por 100 en diciembre de 2006, junto con un déficit por cuenta corriente del 3,6 por 100 del PIB, una tasa de crecimiento del PIB real del 8 por 100 y una inflación de precios de los activos acelerada, sus primeras acciones fueron incrementar los tipos de interés, lo que hizo progresivamente entre abril de 2006 y julio de 2008, en un total de 400 puntos básicos. No funcionó. El banco central no sólo no pudo conseguir una regulación macroprudencial, sino que además carecía de la autoridad suficiente para cambiar el capital prudencial y las normas provisorias (sólo tenía autoridad sobre las exigencias de reservas). Así que el señor Uribe, en coordinación con otras autoridades regulatorias, aumentó sustancialmente en 2008 los requisitos de capital, aprovisionamiento y liquidez de los bancos. También impuso exigencias de depósitos sobre los préstamos a corto plazo provenientes del exterior. Por último, también puso límites a las exposiciones al riesgo de la moneda, tanto brutas como netas, de los bancos colombianos (se pretendía que los límites brutos limitasen los potenciales riesgos de contraparte). Las ratios de capital de los bancos crecieron mucho (en varios puntos porcentuales sobre una base ponderada por el riesgo), el crecimiento del crédito y del PIB se ralentizó y Colombia evitó la caída y la recesión (Uribe, 2008).

Pocos parecen haberse dado cuenta de la experiencia colombiana con la regulación prudencial, pero ésta muestra varios puntos importantes. Primero, no son necesarios ni un marco empírico adecuado ni una disposición de un regulador para conseguir que un regulador macroprudencial actúe correctamente, si usa el sentido común y pone empeño en hacerlo. Segundo, el señor Uribe aplicó efectivamente la regla del criterio de doble umbral de Borio-Drehman al responder de manera discreta

al hecho de sobrepasar los umbrales de valores extremos. Tercero, la política monetaria no fue tan poderosa como los cambios normativos prudenciales para controlar el crecimiento del crédito.

A partir de la evidencia de Borio y Drehmann (2008) y de la experiencia colombiana, es posible concluir que una simple norma de doble umbral basada en el crecimiento del crédito o del crecimiento del sector inmobiliario podría funcionar bien. Sigo la propuesta de Charles Goodhart de pedir al regulador que tiene que aplicar la regla de «acatar o explicar». Esto es, que la presunción debería ser que, cuando se cruza el doble umbral, debería ocurrir un reforzamiento sustancial de los requisitos de capital, liquidez y aprovisionamiento (para ser concretos, digamos que un 20 por 100 de reforzamiento de cada uno de estos requisitos divididos en fases a lo largo de tres meses). Si el regulador encargado de aplicar la norma cree que no sería sabio acatarla, entonces debería explicar por qué. Esto sitúa la carga de la acción, y la decisión de en qué medida se desvía de la norma, directamente sobre los hombros de una persona. El regulador encargado de actuar debería justificar, suponiendo circunstancias extraordinariamente exigentes, cualquier decisión que se desviase de la norma, poniendo en riesgo su propia carrera profesional. Durante las recesiones, el mismo regulador se vería abocado a reducir los requisitos de capital (pero no los de aprovisionamiento) a un 20 por 100 por debajo de sus valores normales; los requisitos de aprovisionamiento volverían a sus niveles normales durante la recesión. Y sólo cuando hubiera culminado la recuperación los requisitos de capital y de liquidez volverían también a sus niveles normales.

Ésta es una simple aproximación a la regulación macroprudencial. No se basa en juicios complicados sobre el nivel de riesgo en el sistema financiero (basado en correlaciones estimadas de riesgo, estimaciones de concentraciones de riesgo de contraparte u otras ideas complicadas sujetas a la discrecionalidad de la supervisión). Al evitar la complejidad y la discrecionalidad de la supervisión, y al colocar la carga de la acción sobre los reguladores, como una función de variables observables, el marco macroprudencial es más creíble desde un punto de vista político y más predecible a ojos de los participantes en el mercado, y por ello es más fácil de aplicarse y cumplirse a lo largo del tiempo. Otra ventaja de un marco predecible basado en variables observables es que tiene un efecto congelante sobre los auges del crédito incluso *antes de que se aumenten los requisitos*, ya que los participantes en el mercado enfrían su demanda de crédito anticipándose al endurecimiento de los estándares. Esta respuesta tendría un efecto estabilizador sobre el sistema financiero.

9. Alentar mecanismos de compensación de OTC basados en Bolsa

Cuando AIG fue rescatada por el Gobierno, el motivo de preocupación al que se aludió para justificar el rescate fue la posibilidad de que AIG no pudiera cumplir con sus compromisos contractuales a sus contrapartes en varias transacciones en mercados no oficiales, o *over-the-counter* (OTC), y pudiera así crear efectos llamada indeseables que podrían desestabilizar aún más el sistema financiero. Claramente, si se hubiera forzado a AIG a colateralizar adecuadamente sus posiciones de OTC (que no se hizo por su calificación del crédito AAA), se hubiera evitado ese riesgo de contraparte. Ésta y otras revelaciones de la crisis han motivado propuestas alentando a los bancos y a otros participantes en el mercado a compensar sus transacciones en las cámaras de compensación, para que pueda manejarse el riesgo de contraparte bajo normas claras y creíbles impuestas por dichas cámaras. Al hacerlo, se limita la posibilidad de que la quiebra de contraparte afecte a los mercados.

Por supuesto, en algunas circunstancias puede resultar difícil, como en el caso de los instrumentos altamente personalizados, la compensación en una cámara centralizada porque la cámara de compensación puede tener dificultades para determinar los estándares de margen apropiados en el caso de instrumentos exóticos (verdaderamente, es un gran reto compensar *swaps* de créditos impagados en la Bolsa). Por ello, cualquier normativa que aliente la compensación centralizada de contratos debería ser lo suficientemente flexible para acomodar las decisiones del mercado de no compensar algunas transacciones en la Bolsa. Si no se es capaz de proporcionar tal flexibilidad, se aplastaría cualquier innovación financiera al considerar que los productos personalizados (que serán los estándares del mañana) sean demasiado costosos para la contraparte.

La mejor manera de alentar la compensación basada en Bolsa, pero con la flexibilidad deseada, es imponer un impuesto regulador sobre ciertos tipos de transacciones que no se compensan

en las bolsas. Tomarían la forma de un mínimo requisito de capital regulatorio o de un mayor requisito de liquidez mínimo sobre tales transacciones. Los mayores requisitos servirían para alentar el comportamiento que reduce el riesgo sistémico, y también para incrementar la capacidad de la contraparte de enfrentarse a los problemas que podrían surgir de los riesgos de contraparte.

10. Mecanismos para asistir a los bancos durante las crisis

Varios gobiernos y bancos centrales respondieron a la crisis financiera con una amplia gama de ayudas a los bancos, incluyendo inyecciones de capital de varios tipos, la nacionalización, garantías globales (*blanket guarantees*) o préstamos y garantías selectivas para ciertas clases de deudas. Las variadas formas de ayuda se determinaron como medidas de emergencia y su diseño no fue siempre tan inteligente como podría haber sido (Calomiris, 2009, 2009c y 2009d). Dado que la asistencia se elaboró en lo más álgido del momento, no hubo prácticamente debate sobre los mecanismos posibles y su relativa eficacia. Más aún, los bancos centrales participaron a menudo en la ayuda fiscal a intermediarios que estaban fuera de sus competencias. Los bancos centrales deberían ser prestamistas de último recurso en el proceso presupuestario en el que los contribuyentes están representados por los dirigentes. El enfoque ad hoc de una política de emergencia no sólo podría cometer errores e implicar a los bancos en una inapropiada política fiscal, sino que también podría cometer abusos; por ejemplo, al diseñar paquetes de rescate que pudieran dar subsidios innecesarios a propósito a costa del contribuyente. Por todas estas razones, parece lógico llegar a un acuerdo sobre una serie de principios, y sobre ciertas ideas de política que los apliquen, como guía de futuras intervenciones.

A continuación, se exponen cuatro principios que deberían articularse e incluirse en mecanismos políticos específicos de modo creíble y predecible. *Primero*, los bancos centrales deberían funcionar como prestamistas de último recurso. Para hacerlo, deberían hacer préstamos sobre buenas garantías (pero no sin riesgo) a un tipo elevado (que Bagehot entendió adecuadamente como un tipo más alto que el normal, pero no tan alto como el de los mercados entre partes privadas durante la crisis). Si los bancos piden garantías sin riesgo, no lo harán bien sino mal, al subordinar a otros peticionarios a la institución prestataria, lo que podría ampliar los problemas de iliquidez (Calomiris y Mason, 2004). En otras palabras, la ayuda del banco central tiene que absorber algo de riesgo.

Segundo, la ayuda proporcionada por los bancos centrales y los contribuyentes debería estructurarse para situarles en una posición relativamente senior con respecto a los riesgos subyacentes de las instituciones a las que están ayudando. Esto se puede hacer mediante préstamos con buen aval, o invirtiendo en participaciones preferentes de los bancos que poseen suficientes recursos propios, o dando apoyos que garanticen los tramos senior de deuda (como el de la Reserva Federal a los tramos senior de MBS durante la crisis *subprime*, o del Banco de Inglaterra a las cámaras de compensación de Londres durante la crisis de Baring de 1890, o del Banco de Francia a la Bolsa de París en 1882), o con una provisión contributoria de opciones sin dinero sobre activos comercializados a precios no estresados por la iliquidez muy por debajo de los valores de recuperación —como medio de poner cortocircuitos al derrumbe de precios de los activos motivados por la iliquidez (Calomiris, 2009 y 2009c).

Tercero, el objetivo primario de política del Gobierno no debe ser sacar un beneficio financiero de sus inversiones al ayudar a los bancos durante la crisis. No parece lógico que los dirigentes pidan que se les «de un empujoncito» por ayudar a los bancos con problemas. El deseo de imitar la buena inversión de Warren Buffett en Goldman Sachs llevó a que el Congreso de los Estados Unidos adoptase el principio de que los contribuyentes deberían ser altamente remunerados por ayudar a bancos en situación de riesgo. Esta lógica falla al considerar los objetivos macroeconómicos de la ayuda: los contribuyentes desearían ayudar a los bancos para que el crédito y los pagos fluyeran y la economía prosperase, y ellos ganasen con estos efectos, no con sus inversiones. Un enfoque más estrecho sobre el beneficio puede minar la efectividad de la ayuda. Exigir el «empujoncito» diluye el capital común y puede desalentar la participación en el programa de participaciones preferentes, o dificultar que el banco asistido pueda emitir nuevo capital. Cuando la Corporación Financiera de Reconstrucción invirtió en las participaciones preferentes de los bancos de Estados Unidos después de noviembre de 1933, no buscaba un ganancia adecuada. Los cupones sobre los valores preferenciales eran demasiado

bajos para subsidiar a los bancos. Ese subsidio mejoró los flujos de caja de los bancos como para impulsar la oferta de crédito. En vez de pedir opciones sobre esas inversiones en valores preferentes (que habrían diluido el valor y habrían desalentado emisiones adicionales de capital), la Corporación Financiera de Reconstrucción centró sus esfuerzos en asegurar que los bancos asistidos retuvieran beneficios e incrementasen nuevo capital siempre que fuera posible. Esa visión de alentar al capital en vez de al beneficio iba con el programa para ayudar a restaurar el crédito del banco, limitando al tiempo la exposición del contribuyente a las pérdidas.

Cuarto, los programas de asistencia deberían estructurarse para seleccionar receptores solventes, y no como un medio de evitar una resolución ordenada de instituciones fracasadas por las normas establecidas para ellas. Para asegurar ese objetivo, el Gobierno debería proporcionar ayuda sólo a los bancos que puedan demostrar que no son insolventes (por ejemplo, en forma de inversiones en participaciones preferentes o por una opción no monetaria en una cartera de títulos). Al perseguir ese objetivo, los requisitos de cumplimiento de la emisión de valores pueden ser muy eficaces. Los bancos que, incluso después de recibir un gran subsidio para inversión en valores preferentes con un cupón muy bajo, sean incapaces de aumentar sus recursos propios en el mercado serán probablemente insolventes. Usar el test de mercado de un requisito de cumplimiento de oferta de capital como condición para recibir ayuda puede ser útil a la hora de maximizar los beneficios de la ayuda y evitar inversiones en empresas insolventes.

IV. CONCLUSIÓN

Es posible elaborar normas simples que sean efectivas para abordar los retos que han desestabilizado el sistema financiero global en las pasadas décadas. De hecho, reglas más simples, más transparentes y predecibles y, por ello, más creíbles de ser aplicadas y cumplidas, que es probable que sean más efectivas, sobre todo si son robustas o consistentes en cuanto a incentivos. Las normas con muchos incentivos (para los participantes en el mercado, los supervisores, los reguladores y los políticos) se hacen para que los participantes del mercado no puedan esquivarlas y para que sean fáciles de aplicar y hacer cumplir por supervisores, reguladores y políticos.

Este artículo establece que se pueden conseguir cuatro objetivos de reforma financiera mediante normas sólidas en incentivos: 1) eliminación del subsidio al riesgo hipotecario por parte del Gobierno, tan desestabilizador; 2) medición creíble del riesgo bancario y establecimiento de requisitos de acuerdo con tal riesgo; 3) medición creíble de las pérdidas e incentivos a la sustitución temporal del capital perdido, y 4) reducción de los costes del «demasiado grandes para caer» asociados al riesgo moral y a la exposición del contribuyente a las pérdidas de los bancos.

También parecen convenientes reformas adicionales para abordar otros problemas que han destacado en la crisis, como el diseño adecuado de los requisitos de liquidez, las reglas macroprudenciales para variar los requisitos de capital y liquidez a lo largo del tiempo, la compensación centralizada de las transacciones OTC y las líneas maestras para los programas de ayuda del Gobierno durante las crisis bancarias.

En este estudio, se desarrollan diez propuestas de reforma, que incluyen: 1) la sustitución del subsidio al riesgo hipotecario por un nuevo programa de ayudas al pago inicial, o entrada, en los préstamos según la capacidad económica; 2) la reforma del uso regulatorio de las calificaciones que cuantificarían el significado de las calificaciones de deuda y señalarían a las NRSRO por su ineficacia, al predecir la probabilidad de impago de las deudas calificadas; 3) el uso de diferenciales de tipo de interés de los préstamos para predecir los préstamos impagables y para presupuestar el capital que absorba el riesgo de impago de los préstamos; 4) establecer requisitos de capital contingente (CoCo) para medir las pérdidas e incentivar a los grandes bancos a sustituir el capital perdido gradualmente; 5) la reforma del proceso de resolución de conflictos de las grandes instituciones, que precisaría de un descuento (*haircut*) mínimo de los acreedores no asegurados siempre que la autoridad resolutoria emplease fondos del contribuyente en la resolución (por ejemplo, siempre que haya una separación de la aplicación de la prioridad estricta en el proceso de resolución de conflictos); 6) la aplicación de líneas claramente demarcadas de jurisdicción legal y normativa («un perímetro de protección») sobre la disposición de todos los activos y los pasivos del banco, como parte del «testamento de voluntades anticipadas» de instituciones financieras globales que gobiernan su resolución futura; 7) el establecimiento de requisitos de liquidez simple a los bancos, en consonancia con sus requisitos de capital; 8) la creación de una regla macroprudencial para gobernar la variación de los requisitos de capital y liquidez a lo largo del tiempo; 9) la aplicación de

normas que podrían alentar, si no requerir, más compensaciones de transacciones OTC en cámaras de compensación centralizadas, y 10) la aplicación de mecanismos creíbles y predecibles basados en líneas maestras de principios adecuadas, por las que se diera esa ayuda por parte de los gobiernos o bancos centrales durante las crisis.

Este programa de reforma debería ser eficaz al abordar los retos reales que han amenazado a nuestro sistema financiero a lo largo de décadas, y que continúan haciéndolo. Y este enfoque podría evitar mucho del daño colateral que proviene de esas complejas, costosas y engañosas disposiciones que aparentan ser una reforma creíble.

NOTAS

(*) Este artículo es una versión resumida del artículo: Calomiris, C. (2011), «An incentive-robust programme for financial reform»; *The Manchester School 39-72 Supplement* 2011: 39-72. Ha sido traducido del inglés por M.ª Teresa Fernández Fernández.

(1) Los subsidios del Gobierno se pueden crear, y fueron creados de hecho, mediante una variedad de mecanismos, incluyendo el minusvalorado depósito de seguros de ahorro, el minusvalorado seguro hipotecario de FHA, la CRA y las resoluciones del Housing and Urban Development (HUD) que gravaban efectivamente a las instituciones financieras para financiar el subsidio del Gobierno y la garantía implícita por parte de éste de las deudas de Fannie Mae y Freddie Mac.

(2) *Nota del traductor:* a lo largo de todo el artículo, se han mantenido las siglas en inglés de organismos e instituciones financieras de amplio uso en la literatura financiera española.

(3) Las acciones del Gobierno para tratar de prevenir «muescas» es un intento poco conocido para alentar a las agencias de calificación a relajar sus estándares. Ver Calomiris (2009, 2009b) para una discusión más extensa.

(4) Se puede encontrar evidencia relacionada con la severidad de la contracción de la oferta de crédito como consecuencia de las pérdidas de capital bancario durante la Depresión en Calomiris y Mason (2003a) y en Calomiris y Wilson (2004).

BIBLIOGRAFÍA

ALMEIDA, H.; M. CAMPELLO, y M. S. WEISBACH (2004), 'The cash flow sensitivity of cash', *Journal of Finance*, 59: 1777-1804.

ASHCRAFT, A., y D. MORGAN (2003), 'Using loan rates to measure and regulate bank loan risk', *Journal of Financial Services Research*, 24: 181-200.

BEKAERT, G.; M. HOEROVA, y M. L. DUCA (2010), 'Risk, uncertainty, and monetary policy', *NBER Working Paper 16397*.

BORIO, C., y M. DREHMANN (2008), 'Towards an operational framework for financial stability: «Fuzzy» measurement and its consequences', *BIS Working Paper* (noviembre).

BREWER, E., III (1995), 'The impact of deposit insurance on S&L shareholders' risk/return trade-offs', *Journal of Financial Services Research*, 9: 65-89.

CALOMIRIS, C. W. (2001), 'An economist's case for GSE reform', en P. Wallison (ed.), *Serving Two Masters, Yet Out of Control*, Washington, DC, AEI Press: 85-106.

— (2008), 'Statement before the Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives', 9, diciembre.

— (2009), 'The subprime turmoil: What's old, what's new, and what's next', *Journal of Structured Finance*, 15 (Primavera): 6-52.

— (2009a), 'Financial innovation, regulation, and reform', *Cato Journal*, 29 (Invierno): 65-91.

— (2009b), 'The debasement of *ratings*: What's wrong and how we can fix it', http://www.economics21.org.

— (2009c), 'Helping Wall Street-and Main Street', *Forbes.com*, 21, enero.

— (2009d), 'Principles that should have guided tarp', *Testimony before the Congressional Oversight Panel*, 19, noviembre.

— (2010), 'The political lessons of depression Era banking reform', *Oxford Review of Economic Policy*, 26 (Otoño): 540-560.

— (2011), 'Banking crises and the rules of the game', en N. Crafts, T. Mills y G. Wood (eds.), *Monetary and Banking History: Essays in Honour of Forrest Capie*, Oxford, Routledge (de próxima aparición).

CALOMIRIS, C. W., y R. HERRING (2011), 'Why and how to design an effective contingent capital requirement', *Columbia Business School Working Paper*, febrero.

CALOMIRIS, C. W., y C. M. KAHN (1991), 'The role of demandable debt in structuring optimal banking arrangements', *American Economic Review*, 81: 497-513.

CALOMIRIS, C. W., y J. R. MASON (1997), 'Contagion and bank failures during the Great Depression: the June 1932 Chicago Banking Panic', *American Economic Review*, 87: 863-883.

— (2003), 'Fundamentals, panics and bank distress during the depression' (with Joseph Mason), *American Economic Review*, 93: 1615-1647.

— (2003a), 'Consequences of bank distress during the Great Depression', *American Economic Review*, 93: 937-947.

— (2004), 'How to restructure failed banking systems: Lessons from the U.S. in the 1930s and Japan in the 1990s', en T. Ito y A. Krueger (eds.), *Governance, Regulation, and Privatization in the Asia-Pacific Region*, Chicago, IL, University of Chicago Press: 375-420.

CALOMIRIS, C. W., y A. POWELL (2001), 'Can emerging market bank regulators establish credible discipline?', en F. Mishkin (ed.), *Prudential Supervisión: What Works and What Doesn't*, Chicago, IL, University of Chicago Press: 147-196.

CALOMIRIS, C. W., y B. WILSON (2004), 'Bank capital and portfolio management: The 1930s «Capital Crunch» and scramble to shed risk', *Journal of Business*, 77: 421-455.

CALOMIRIS, C. W.; F. HEIDER, y M. HOEROVA (2011), 'Bank liquidity requirements and moral hazard', *Working Paper*.

CANTOR, R., y F. PACKER (1994), 'The credit *rating* industry', *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Verano-Otoño: 1-24.

ELLUL, A., y V. YERRAMILLI (2010), 'Stronger risk controls, lower risk: Evidence from U.S. bank *holding* companies', *NBER Working Paper 16178*, julio.

GOODHART, C. A. E. (1995), *The Evolution of Central Banks*, Cambridge, MA, MIT Press.

PINTO, E. (2010), 'Government housing policies in the lead-up to the financial crisis: A forensic study', http//ww.aei.org/docLib/Government-Housing-Policies-Financial-Crisis-Pinto-102110.pdf.

— (2010a), 'Triggers of the financial crisis', http://www.aei.org/paper/100174.

RAJAN, U.; A. SERU, y V. VIG (2011), 'The failure of models that predict failure: Distance, incentives, and defaults', *London Business School Working Paper*.

SPRAGUE, O. M. W. (1910), *History of Crises under the National Banking System*, Washington, DC, National Monetary Commission.

URIBE, J. D. (2008), 'Financial risk management in emerging countries: The case of Colombia', conferencia presentada en *12th Annual Conference of the Central Bank of Chile* (noviembre).

WALLISON, P. (2011), *Financial Crisis Inquiry Commission: Dissenting Statement*, enero: 433-538.

WICKER, E. (2000), *Banking Panics of the Gilded Age*, Cambridge, Cambridge UniversityPress.

CONSIDERACIONES ACERCA DEL FUTURO DEL SECTOR BANCARIO: LECCIONES TOMADAS DE LA HISTORIA DE LA REGULACIÓN Y LA SUPERVISIÓN (*)

Eugene N. WHITE

Rutgers University

Resumen

¿Qué pueden aprender los gestores de la política económica de la historia? Una referencia puede ser la experiencia bancaria estadounidense de finales del siglo XIX. Entonces, la banca era más simple que la actual. Los bancos norteamericanos eran más pequeños, los banqueros intimaban con sus clientes y había menos variedad de servicios financieros, pero no parece que hubiera menos asimetrías de información. Los problemas esenciales eran casi iguales. Lo sorprendente de aquél régimen de supervisión eran los fuertes incentivos dados a todas las partes interesadas para controlar y disciplinar a aquellos bancos que parecían asumir riesgos excesivos. Mientras hoy ponemos el acento en los reguladores públicos, atribuyéndoles la responsabilidad total, entonces había una responsabilidad compartida. Los ahorradores podían tener pérdidas si no elegían cuidadosamente y vigilaban a sus bancos. Los accionistas tenían que monitorizar a los gestores bancarios para proteger su inversión. El resultado total fue que las insolvencias conllevaron pocas pérdidas en comparación con cualquier periodo posterior sin reglas sobre el capital.

Palabras clave: bancos, regulación, supervisión, historia.

Abstract

What can policy makers considering various reform of the financial system learn from history? Banking in that late nineteenth century in the US could be a reference. That banking system was far simpler than today. American banks were smaller, bankers had a greater familiarity with their community, and the mix of financial services was much more limited, but is not clear that information asymmetries were smaller. The essential problems were very much the same. What is striking about that American supervisory regime is that it provided strong incentives for all interested parties to monitor and discipline banks that were perceived to take excessive risks. Where today we put a huge weight on government regulators, giving them the overwhelming responsibility, there was a shared responsibility. Depositors were subject to loss if they did not careful chose and watch their bank. Shareholders had to oversee managers to the president and bank officials in order to protect their investment. The overall result was that insolvencies brought about few losses compared with any subsequent period without any capital adequacy rules.

Key words: banks, regulation, supervision, history.

JEL classification: G21, G28, N21.

I. INTRODUCCIÓN

Si atendemos a la reforma actual del sistema financiero, ¿qué pueden aprender los gestores de la política económica de la historia? Aunque no se pueda experimentar con distintas reformas para ver cuál de ellas funciona y cuál no, la historia ofrece un catálogo de experiencias y un conocimiento de cómo hemos llegado al estado de problemas actuales que nos preocupan. En este trabajo se analiza la historia de la banca estadounidense para extraer algunas lecciones que sirvan a los decisores políticos y reguladores contemporáneos. Aunque esto puede parecer bastante escueto a la hora de proporcionar fundamentos de política económica, hay que decir sin embargo que los Estados Unidos han aplicado distintas políticas y que, como sistema federado, los distintos estados han experimentado los efectos de una variedad de leyes bancarias en los últimos doscientos años.

El propósito de un sector bancario es gestionar el riesgo para que se pueda proporcionar liquidez de manera segura y, con ello, se garantice el crecimiento. Estos dos objetivos ilustran los conflictos de intereses que forman parte de la banca: los accionistas quieren beneficios y los ahorradores titulares de depósitos quieren estabilidad. A la hora de evaluar cómo un régimen bancario cumple o falla en la consecución de estos objetivos importan mucho las normas, con detalle, porque estas fijan los incentivos con base en los cuales se comportan los participantes en el sistema: accionistas, directivos, gestores, ahorradores y otros. El problema es conseguir un adecuado equilibrio normativo, porque este implica decisiones implícitas, las más importantes de las cuales suponen el mantenimiento de la seguridad del sector bancario y la promoción del sistema económico. En la actualidad, los gobiernos se enfrentan a esta dura decisión, deseando que los bancos reduzcan sus exposiciones al riesgo e incrementen su capital, y pidiéndoles que amplíen sus préstamos y restauren sus economías.

En este trabajo se establece primero un marco para examinar la importancia de los incentivos para los diferentes participantes del sector bancario. Utilizando este marco, se analiza cómo los gestores de la política económica han buscado en el pasado, principalmente en el siglo XIX y en Estados Unidos, la selección de los incentivos para los accionistas, los gestores, los ahorradores y los reguladores bancarios. Aunque en este periodo los Estados Unidos carecían de un banco central que proporcionase liquidez en las crisis financieras, el sis-

tema regulatorio fue capaz de reducir las insolvencias y las pérdidas de cada uno de los titulares de depósitos y de los accionistas. Aunque se podría decir que la banca estaba operando en tiempos sin grandes dificultades, los resultados políticos fueron impresionantes. Repasando las reformas actuales en los Estados Unidos, a veces se tiene la tentación de decir que el objetivo ha sido regular los resultados: las ratios de capital, la gama de servicios bancarios o la remuneración a los ejecutivos. Los que diseñaron el sector bancario en Estados Unidos en el siglo XIX tuvieron más éxito porque intentaron escoger correctamente los incentivos, para así poder controlar los resultados.

II. UN MARCO CONCEPTUAL

Buscando en la historia de la banca lecciones para diseñar y mejorar el sistema financiero, el lugar lógico para comenzar es el de los incentivos y su buen diseño para conseguir el objetivo conjunto de crecimiento y estabilidad. El problema central que el sector financiero busca resolver es la reducción de la información asimétrica para que los ahorradores se sientan motivados a prestar su dinero (Crockett *et al.*, 2003). En un contrato financiero, el prestamista siempre va a tener una información menos precisa que el prestatario sobre la capacidad de este último para devolver el préstamo. Los mercados y las instituciones financieras se han desarrollado porque los individuos están sometidos a elevados costes para materializar y vigilar los préstamos. Especializándose en conseguir información, las empresas pueden reducir la información asimétrica a un coste más bajo, incrementando el flujo de fondos. Con más información, el crédito sería más seguro, se aseguraría la estabilidad financiera y, al mismo tiempo, con un crédito mayor se impulsaría el crecimiento económico; pero esto sólo puede suceder si los incentivos están bien diseñados para controlar los comportamientos perversos generados por la información asimétrica.

La información asimétrica presenta dos problemas muy concretos: el riesgo moral y la selección adversa. El primer problema surge a la hora de firmar un contrato, porque los prestatarios de mayor riesgo están más interesados en buscar el crédito a un tipo de interés dado. Si el prestamista no puede determinar el grado de riesgo del prestatario, se arriesga a elegir adversamente al que tiene mayor riesgo. El segundo problema sucede cuando ya se ha garantizado el crédito: el riesgo moral surge porque el receptor del crédito tiene incentivos para tomar fondos con más riesgo, o menos apropiados, que escapan a la observación del prestamista. La presencia de estos problemas hace que los prestamistas no quieran prestar, reduciendo así la inversión en la economía. Al especializarse en reunir información sobre los posibles prestatarios, en presencia de economías de escala y de alcance, las instituciones financieras pueden reducir las asimetrías de información, y así seleccionar y vigilar mejor a los prestatarios.

Las instituciones financieras y los mercados —los bancos, para simplificar la discusión— ayudan a resolver los problemas de información asimétrica *vis-à-vis* con los prestamistas, pero los problemas reaparecen porque actúan como «vigilantes delegados» de sus depósitos, y su obligación se ve limitada por los accionistas y los gestores. Los ahorradores propietarios de depósitos se enfrentan a una asimetría de información directamente con los gestores, en el sentido de que éstos podrían asumir un mayor riesgo y usar de manera negligente esos fondos. El incentivo que tienen los depositantes para vigilar al gestor se reduce si estos actúan individualmente y de forma descoordinada, puesto que son numerosos y la obtención de información es costosa. El problema de la información asimétrica para los ahorradores puede ser en parte mitigado si éstos pueden castigar a los bancos sacando rápidamente sus fondos si creen que el riesgo ha aumentado. Sin embargo, esto puede generar un pánico bancario si dichos ahorradores son incapaces de distinguir entre bancos solventes e insolventes. Los accionistas se enfrentan a un problema similar para vigilar las acciones de los gestores, puesto que carecen de información disponible sobre aquellos a quienes han encargado sus decisiones de préstamo e inversión. A diferencia de los ahorradores, los accionistas pueden despedir a los gestores negligentes. A semejanza de los ahorradores, los accionistas pueden imponer su disciplina deshaciéndose de sus acciones, mostrando así el resultado de la mala profesionalidad de los gestores al mercado y a los ahorradores. Si complicamos este escenario, los objetivos de los propietarios de depósitos y de los accionistas no tienen por qué solaparse, ya que los primeros preferirían gestores menos arriesgados en interés de su estabilidad y liquidez, mientras que los segundos preferirían gestores más arriesgados en busca de mayores beneficios.

La supervisión puede imponerse si los mercados no resuelven adecuadamente estos problemas derivados de la información asimétrica. En esencia, los depositantes y los accionistas delegarían

al Gobierno parte de su trabajo de supervisar y disciplinar a los mercados y a las instituciones financieras. Las tareas que puede hacer el Gobierno se mueven entre la exigencia de transparencia informativa, el análisis y la auditoría, y la disciplina.

La transparencia informativa es vital, porque creemos en la importancia fundamental de la disciplina del mercado a la hora de proporcionar incentivos adecuados al sistema financiero. Dado el problema del *free rider*, antes comentado, una de las dificultades más notables a las que se enfrentan los ahorradores y los accionistas es la de recabar y procesar información sobre la conducta de los gestores. Sería apropiado que el Gobierno interviniese exigiendo transparencia y accesibilidad de modo regular, de manera que sea útil para los depositantes y para los accionistas. Sin embargo, no se puede revelar todo porque hay información bancaria que está reservada para no beneficiar a potenciales competidores. Por consiguiente, el Gobierno puede mandar a inspectores para que analicen los libros de los bancos y así determinen si están actuando en interés de sus ahorradores y accionistas, y si están siguiendo las normas de las instituciones y del propio Gobierno.

Una gestión incorrecta debe ser corregida punitivamente, ya sea por leyes o por la discrecionalidad del Gobierno. Si la transparencia informativa al Gobierno, tanto pública como privada, es insuficiente para conseguir sus objetivos, se necesitará una mayor labor normativa para controlar las decisiones de riesgo en la gestión a fin de promover la estabilidad o el crecimiento. La habilidad del «Gobierno» para llevar a cabo estas tareas descansa en el diseño de instituciones de supervisión y en la provisión de incentivos, incluyendo la deseabilidad y la habilidad de los depositantes y de los accionistas para poder llevar a cabo una vigilancia a través del proceso político.

La supervisión del Gobierno, por supuesto, no es el remedio total. Se necesitan incentivos para asegurar que los reguladores públicos lleven a cabo sus tareas delegadas. Y ello precisa de un equilibrio entre la independencia y la vigilancia.

Si pensamos en nuestra situación actual, hemos fallado en muchos frentes a la hora de proporcionar los incentivos que aseguren que todas las partes participantes en la operativa del sistema financiero contribuyan apropiadamente para alcanzar sus objetivos dobles. Desde este punto de vista, no sorprende la gravedad de nuestro dilema. La lista de dónde se han relajado o dónde han desafinado los objetivos es larga: los incentivos de los accionistas y de los depositantes para vigilar a las instituciones financieras y a los mercados se redujeron bruscamente. El seguro de depósitos y las políticas de «demasiado grandes para caer» ciertamente les han desalentado en esta vigilancia. Incluso entre aquellos que no estuvieron completamente cubiertos por estas políticas, incluyendo a los grandes ahorradores y a los accionistas, la presencia de la regulación estatal y de la supervisión puede haber disminuido sus esfuerzos. Dado que confiaban mucho en el papel del Gobierno para supervisar y regular la banca, es vital que se elijan los incentivos de manera correcta para asegurar que se cumplen los objetivos. Aunque esta cuestión no ha recibido la atención académica que merece, es posible tomar de la extensa literatura sobre el diseño de los bancos centrales algo que nos haga entender qué es lo que puede funcionar en términos de regulación y supervisión.

Para dilucidar la importancia de estos asuntos, este trabajo se sustenta en varios episodios históricos, casos de estudio en un sentido amplio, para señalar las consecuencias correctas e incorrectas que provienen del diseño de incentivos que gobierna el sistema financiero.

III. EL PAPEL DE LOS ACCIONISTAS. LA «DOBLE RESPONSABILIDAD» EN ESTADOS UNIDOS

¿Se puede motivar a los accionistas para controlar la asunción de riesgos de los gestores? Frente a los titulares de depósitos, de los que se presume que valoran la estabilidad y la liquidez frente a mayores beneficios y crecimiento, ¿se les puede dar a los accionistas incentivos para asegurar que las pérdidas del sector bancario sean bajas para la sociedad? Aunque hoy una respuesta afirmativa parece desesperada, no lo es tanto si nos basamos en la evidencia de finales del siglo XIX observando al «sector bancario nacional» en los Estados Unidos (White, 2010). Desde su comienzo en 1864 hasta la entrada en funcionamiento de la Reserva Federal en 1913, una de las características esenciales del diseño del sector bancario fue la doble responsabilidad establecida para los bancos nacionales, aquellos en los que figura el Gobierno Federal en su escritura de constitución. Preocupado por los incentivos en bancos con responsabilidad limitada, el Congreso impuso una doble responsabilidad en la Ley de la Banca Nacional de 1864. Según esta norma, si un banco no iba bien, los accionistas podrían ser reque-

ridos a pagar una valoración al alza que igualase al valor de la acción capaz de compensar a los depositantes. Esta normativa daba un gran incentivo a los propietarios para comprobar el grado de riesgo de las operaciones bancarias. Los resultados de la doble responsabilidad son sorprendentes: se cerraban los bancos voluntariamente y, de manera frecuente, antes de que fracasasen, y cuando fracasaban no eran nunca del todo insolventes, sino que los titulares de depósitos recibían una sustanciosa paga parcial y las pérdidas agregadas eran relativamente pequeñas. Conjuntamente con la transparencia informativa y la calificación de acuerdo con la contabilidad del mercado, este sistema era supervisado ligeramente por el Gobierno con dos exámenes por año, y casi no había normas disciplinarias más allá de su rápida clausura cuando se descubría la insolvencia.

Los incentivos de los accionistas les indujeron a atar en corto a los presidentes y a otros directivos. Aunque se sabe poco de los paquetes de compensación de los presidentes de los bancos y de los directivos, la incompleta evidencia sugiere que los directores de los bancos se sentían obligados a prestar mucha atención a sus decisiones de préstamo y de inversión. En muchos bancos, a lo largo del siglo XIX, los directores no eran personas distantes o ausentes, sino que tenían un papel directo en estas decisiones. Normalmente, todos los directores, o un comité de directores, se reunían en algún sitio entre una vez a la semana y una vez al mes para revisar y aprobar los préstamos y descuentos. Los oficinistas bancarios a cargo de las operaciones diarias podían proponer prestatarios, pero los directores tenían la última palabra. Esta vigilancia concienzuda, que fue posible en la banca de pequeño o de moderado tamaño, se hizo gradualmente imposible, y se delegó más autoridad en el presidente y en otros directivos. Sin embargo, este desarrollo conllevó otras formas de incentivos. Algunos bancos requerían que el seguro de caución fuera fijado por todos los directivos bancarios. Por ejemplo, el Merchants National Bank de Boston (Office of the Comptroller of the Currency, varios años), uno de los mayores bancos de la ciudad, pedía que la caución fuera tres veces el salario anual de cada directivo. Las pérdidas provocadas por el fracaso de un directivo se traducían en el pago de este seguro, una sanción que es difícil de imaginar hoy en día, y que limitaba la asunción de riesgos.

¿Qué consecuencias tuvo este régimen sobre las pérdidas de los titulares de depósitos? En el periodo 1864-1913, 2.373 bancos nacionales, con un capital de 432,8 millones de dólares, fueron voluntariamente liquidados, frente a los 501 con un capital de 89,1 millones de dólares que se cerraron como insolventes (Office of the Comptroller of the Currency, 1913). Si comparamos los costes de clausurar bancos nacionales con la experiencia de la Gran Depresión, la crisis de los *Savings & Loans* o el colapso del sistema financiero de Estados Unidos en 2008, estos cierres parecen ser extraordinariamente más favorables. En esta época se declararon insolventes 540 bancos, de los cuales 39 reabrieron como solventes, enfatizando la voluntad de cerrar cualquier institución que pudiera ser insolvente incluso aceptando errores ocasionales. Los acreedores calcularon a los accionistas 46,4 millones de dólares y recuperaron sólo el 48,6 por 100, dada la dificultad de localizarlos. Los pagos a los titulares de depósitos sumaron un total de 146,9 millones de dólares sobre los 191 millones de dólares de reclamaciones probadas, arrojando una ratio de *pay-out* del 76,9 por 100. De este modo, las pérdidas totales ascendieron a 44 millones de dólares en este periodo de 50 años, o mil millones en dólares de 2009, una suma muy pequeña en comparación con el PIB anual del periodo o con las grandes pérdidas del siglo XX. Las pérdidas de cada año eran fracciones del 1 por 100 del PIB de aquel entonces.

Sin embargo, los estados también podían participar en los bancos del Gobierno Federal. Estas instituciones solían ser más pequeñas que los bancos nacionales, y fueron creadas para llenar nichos de mercado que no habían sido aprovechados por los bancos nacionales y, a veces, para competir con estos. En general, aunque los datos son bastante más limitados, la regulación y la supervisión de los bancos estatales era más laxa, y ello empezó a minar el éxito de la Ley Bancaria de 1864. Los coetáneos trataron de evaluar la seguridad de los bancos estatales. La Office of the Comptroller of the Currency (1), en un estudio temporal más largo, dice que 1.234 instituciones privadas y estatales fracasaron entre 1863 y 1895. Compensaron menos del 50 por 100 de las reclamaciones. Los bancos nacionales, en el mismo periodo de tiempo, registraron un fracaso de 330, compensando a una media de 67,7 por 100 de las reclamaciones probadas. Pero, aunque llevaron a más insolvencias y mayores pérdidas para los ahorradores titulares de depósitos, ello no minó la estabilidad esencial del sector bancario. Sin embargo, la variación de los regímenes de obligación de los bancos estatales permitió un estudio econométrico

de los efectos de la doble responsabilidad, que probó que los bancos estatales que tenían doble responsabilidad presentaban menor asunción de riesgos y menor fracaso que los bancos de los estados que solamente tenían la responsabilidad convencional única (Grossman, 2001). Además, las pérdidas de los bancos estatales doblaban las de los bancos nacionales, pero, en comparación con las crisis posteriores, no alteraban la imagen de pérdidas muy modestas entre los años 1863 y 1913.

Esta evidencia ilustra la naturaleza de los pánicos en la banca americana del siglo XIX, en especial de las principales crisis de 1873, 1884, 1890, 1893 y 1907, que no fueron pánicos motivados por insolvencias generalizadas, como hoy, sino por causa de la falta de liquidez, al no existir un prestamista de último recurso. Básicamente, los incentivos al sector bancario aseguraban que no hubiera insolvencia del sistema en su conjunto. Los *shocks*, ya fueran acontecimientos macroeconómicos sistémicos o idiosincrásicos (incluyendo el fracaso de una institución insolvente), podrían conducir a un pánico porque las regulaciones crearon un sector bancario frágil y fragmentado. La combinación de una prohibición sobre los requisitos de las sucursales bancarias y el nivel de reservas, que alentaban la colocación de los que tenían los pequeños bancos urbanos en centros financieros, lo que significaba que cualquier *shock* podría repercutir en el sistema, reduciendo la liquidez de forma sustancial. Y los pánicos fueron costosos. Jeffrey Miron ha demostrado que en los años de pánico hubo un menor PNB real que en los de ausencia de éste, y que la eliminación de los pánicos tras la fundación de la Reserva Federal suavizó la duración de las recesiones (Miron, 1986). Recientemente, Andrew J. Jalil (2009) ha probado que los pánicos generaron deflación, y que las recesiones con pánicos bancarios fueron más severas y duraderas que las habidas en ausencia de estos. El punto clave es que la inestabilidad fue el resultado de regulaciones que fragmentaron el sector bancario y de la ausencia de un banco central que actuase como prestamista de último recurso. Los incentivos a la banca nacional minimizaron las insolvencias y aseguraron un alto grado de estabilidad.

Había, por supuesto, una elección potencial. Las reglas sobre una responsabilidad mayor crearon un incentivo que indujo a los accionistas a actuar con más cautela, frenando los esfuerzos de los gestores para ampliar los préstamos, asumir más riesgos e incrementar los beneficios. Parece haber alguna evidencia de que los estados tendieron a seleccionar el régimen que mejor se ajustaba a sus intereses económicos. Al examinar las leyes de responsabilidad de los bancos estatales, Richard Grossman (2007) halló que la responsabilidad única fue adoptada por estados que crecían más rápido, mientras que la doble responsabilidad fue impuesta en estados en los que había un mayor riesgo de quiebra bancaria o donde estas eran más costosas. Esta experimentación en el sistema federal político americano demuestra que los gestores de política económica han de ser conscientes de las elecciones políticas y de sus consecuencias. Actualmente, los registros sugieren que los incentivos pueden inducir a que los accionistas participen más, restringiendo la toma de riesgos de los gestores bancarios. Ciertamente, no deberían ser rescatados ni siquiera parcialmente, como ocurrió con Bear Stearns en 2008.

Pero ¿qué le sucedió a la doble responsabilidad? Desapareció en los albores de la Gran Depresión, cuando los accionistas que sufrieron en mayor medida los grandes *shocks* no anticipados del sector bancario apelaron a las cortes federales y estatales para volver a la responsabilidad única, y cuando los gestores de la política económica, que habían adoptado el seguro depósitos, sintieron que no había necesidad de mantenerlo, ya que se podía pagar a los ahorradores a través del fondo de garantía de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos. De esta manera, en un solo movimiento hubo un gran cambio en los incentivos para asumir riesgos. La doble responsabilidad fue reemplazada por la responsabilidad única, y el establecimiento del seguro de depósitos creó un nuevo riesgo moral para los bancos.

Los efectos de este cambio no se verían en décadas por dos razones. Primero, los bancos movieron su negocio aumentando la inversión en bonos del Gobierno de los Estados Unidos durante la depresión, debido a su preferencia por la liquidez tras la II Guerra Mundial. En segundo lugar, la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC) hizo que los depositantes empezasen a reducir su vigilancia sobre los bancos, aunque la FDIC tuviera un carácter limitado cuando se implantó. Cuando sucedió la primera oleada de quiebras bancarias en Estados Unidos en la década de 1980, los cambios significativos en el régimen de responsabilidad parecían estar tan en el pasado que pocos entendieron la evolución de los incentivos de los bancos a asumir cada vez más riesgos.

Estados Unidos, por supuesto, no fue el único país que luchó por establecer incentivos correctos en

la banca. Curiosamente, el sistema británico evolucionó de manera similar al de la doble responsabilidad a lo largo del siglo XIX. En este periodo, Gran Bretaña vivió un intenso debate sobre los dos extremos del régimen de responsabilidad (la responsabilidad ilimitada y la responsabilidad limitada), como recientemente ha descrito Turner (2009). El sector bancario escocés, con una variedad de responsabilidad conjunta e ilimitada entre los socios de los bancos, hizo que los bancos provinciales escoceses fueran, de facto, sociedades anónimas. Aunque hubo numerosas quiebras de bancos ingleses e irlandeses a comienzos de la crisis de 1825, los bancos escoceses parecían fuertes como rocas, ya que se inducía a los socios a comportarse de manera conservadora. Sus opositores estaban convencidos de que podrían fracasar, dado que las fortunas querrían evitar la propiedad y las acciones serían transferidas justo antes de la caída (entre éstos estaba Walter Bagehot). La quiebra del banco City of Glasgow en 1878, un importante banco de responsabilidad ilimitada, dejó en la bancarrota a la mayoría de sus accionistas.

Los que abogaban por la responsabilidad limitada creían que los bancos con este régimen estarían seguros, ya que recibían sus dividendos y los balances eran periódicamente auditados y publicados, lo que permitía la adecuada vigilancia pública del comportamiento de los bancos. Pero los críticos con este régimen señalaron que, dada la confidencialidad que se supone a la información bancaria y el lapso de tiempo entre los informes, el público lo iba a tener muy difícil para comprobar si había una mala gestión. La respuesta parlamentaria, con la Ley de Empresas de 1879, mantuvo una posición intermedia al establecer una «reserva obligatoria», por la cual se apartaba una proporción fija del capital bancario con el único fin de proteger a los ahorradores. Este régimen se hizo popular entre los bancos y tuvo éxito al reducir las quiebras.

IV. EL PAPEL CADA VEZ MÁS PEQUEÑO DE LOS AHORRADORES

En ausencia del seguro de depósitos, los ahorradores en el siglo XIX tenían un papel fundamental en la vigilancia del comportamiento de los bancos, y podían ejercer su disciplina retirando fondos. Aunque había habido algunos intentos antes de la Guerra Civil estadounidense de asegurar los depósitos y los billetes, la primera legislación posterior a la Guerra Civil se aprobó después del pánico de 1907. Se limitaba sólo a ocho estados: Oklahoma, Texas, Kansas, Washington, Nebraska, Dakota del Norte, Dakota del Sur y Mississippi (White, 1983). La principal característica de estos estados era que estaban poblados por pequeñas oficinas bancarias únicas, la implantación de sucursales en ellos había sido prohibida y había pocas posibilidades para llevar a cabo una diversificación. Los banqueros de estos estados, no los ahorradores, promovieron el seguro de depósitos como forma de tranquilizar a los ahorradores sobre la seguridad de los fondos impuestos. La diversificación de préstamos y depósitos de los grandes bancos, que había dado una mayor seguridad en otros estados y países, empujó a los pequeños bancos locales a una competencia feroz. Los pocos controles impuestos al riesgo moral, originados por el aseguramiento, hicieron que varios sistemas cayesen casi inmediatamente y tuvieran que cerrar o ser reestructurados. En Oklahoma, entre marzo de 1908 (cuando se abrió el fondo de seguros) y noviembre de 1909, el número de bancos estatales creció de 470 a 662, y los depósitos subieron de 18 a 50 millones de dólares. Un banco, el Columbia Bank and Trust Company, creció hasta pasar de 365.000 dólares a 2,8 millones de dólares en depósitos, y su caída habría arrollado el fondo de garantía de 400.000 dólares de no haberse llevado a cabo una evaluación especial de los otros bancos. Poco a poco, todos estos sistemas estatales se desvanecieron.

Estos desastres fueron una severa advertencia de los peligros de asegurar los depósitos, y otras demandas de protección fueron desestimadas hasta la creación de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC) en 1933. Hasta el desplome de la banca de 1930-1933, el seguro de depósitos había tenido pocas posibilidades de ser aprobado en el Congreso. Sólo las masivas quiebras bancarias presionarion al público para apoyar el aseguramiento de los pequeños bancos locales (Calomiris y White, 1994). Los debates en el Congreso sobre la FDIC revelaron que los legisladores estaban bien al tanto de los problemas de riesgo moral y selección adversa (Flood, 1991). La administración Roosevelt, las agencias reguladoras de la banca y los bancos más importantes se resistían al seguro de depósitos, y sólo se consiguió por los esfuerzos del diputado por Alabama Henry Steagall, quien presidía el House Banking and Currency Committee, que rechazó que se aprobase la Ley de reforma a menos que incluyese el seguro de depósitos.

Sin embargo, el advenimiento del seguro de depósitos federal no eliminó inmediatamente la necesidad de que los clientes más importantes de los bancos presta-

sen atención a las condiciones de éstos. En su diseño, el fondo de seguros era limitado. La cobertura inicial fue de 2.500 euros por titular de depósito en el fondo provisional, y se elevó a 5.000 euros con la Ley Bancaria de 1935. Se pidió a todos los miembros de la Reserva Federal que se adhiriesen y se les gravó en una doceava parte porcentual de sus depósitos totales. Dado que a todos los depósitos se les cuantificó una prima, pero que sólo se protegían los depósitos de hasta 5.000 euros, ello supuso implícitamente un impuesto sobre los bancos más grandes y un subsidio a los más pequeños. El acuerdo era muy atractivo, dada la incertidumbre, y el 91 por 100 de los 15.488 bancos comerciales, con un 86 por 100 de los activos, se adhirieron al seguro de depósitos. Aunque ello pudiera parecer una cobertura universal, queda lejos de ello, ya que sólo se aseguraron el 45 por 100 de los depósitos (White, 1998).

Se concibió, por tanto, al seguro de depósitos federal como un sistema de garantía mutuo limitado a los bancos miembros. El Congreso no pretendía rescatar a los ahorradores de los bancos en quiebra, y cualquier propuesta en ese sentido habría sido rechazada con toda seguridad. Era, sin embargo, un sistema que miraba hacia el futuro, diseñado sólo para proteger a los pequeños y medianos ahorradores, y no para eliminar los incentivos de los ahorradores más grandes, sofisticados y a la sazón más implicados en la vigilancia. Desafortunadamente, los bancos e instituciones financieras pequeños estaban implicados en preservar y expandir la ventaja que les otorgaba el seguro de depósitos, y presionaron con éxito para incrementar la máxima cantidad que podía ser asegurada hasta los 10.000 dólares en 1950, los 15.000 dólares en 1966, los 20.000 dólares en 1969, los 40.000 en 1974 y los 100.000 dólares en 1980 (White, 1998). El valor real del seguro de depósitos cayó abruptamente antes de los incrementos de 1950 y 1966, pero las últimas subidas empujaron al alza el valor real, por lo que hacia 1980 el valor máximo de 100.000 dólares igualó al de 15.000 dólares en dólares de 1934.

Los ahorradores vigilaban sus cuentas, pero no seguían de cerca a los bancos. En vez de eso, buscaban por todos los medios a su alcance obtener formas de aseguramiento que protegiesen sus fondos. Por tanto, el porcentaje de depósitos de los bancos comerciales asegurados por la FDIC subió desde un reducido 36 por 100 en 1941 al 75 por 100 después de la subida de 1980. El incremento de la cantidad máxima asegurada por cuenta a 250.000 dólares durante la crisis de 2008, aunque previniendo un pánico potencial, restauró el valor real de la protección y devolvió el sueño a los ahorradores. Dada la práctica de la FDIC de asegurar cada cuenta, hubo pocos incentivos para que los ahorradores vigilasen el comportamiento de sus bancos durante décadas. Por tanto, la adopción del seguro de depósitos federal en 1933, y la deriva gradual hacia el seguro de depósitos efectivo del 100 por 100, implicaron un incremento de la delegación de la vigilancia y del seguimiento por las agencias regulatorias del Gobierno.

V. EL DISEÑO DE UN SUPERVISOR BANCARIO

Aunque los estudios acerca de cuál debe ser el mejor diseño de la supervisión bancaria son relativamente reducidos, sí que existe una vasta literatura sobre el diseño óptimo de los bancos centrales. Dado que el banco central y las agencias de supervisión bancaria tienen que cumplir su objetivo fundamental establecido por la Ley —a saber, la estabilidad de precios y la estabilidad financiera—, se pueden utilizar las lecciones provenientes de la literatura que trata sobre el diseño de los bancos centrales para analizar el desempeño de los supervisores bancarios.

Se han identificado cuatro características importantes para el éxito de un banco central: independencia, credibilidad, responsabilidad y transparencia (Waller, 2011). La independencia de un banco central es vital para que los dirigentes no puedan manipular la oferta de dinero en aras de mayores beneficios políticos a corto plazo, y ha permitido que los bancos centrales puedan demostrar de manera creíble su compromiso de controlar la inflación. Pero los bancos centrales deben ser responsables con el electorado, y por eso han de actuar con la suficiente transparencia para que sus acciones se comprendan claramente.

El diseño original del Office of the Comptroller of the Currency, u OCC (Interventor Estatal de los Bancos), en la Ley Bancaria Nacional de 1864 refleja estos preceptos claves. Las tentaciones políticas de interferir en la operativa de un supervisor bancario no están muy lejos de las de intervenir en la oferta de dinero, ya que una débil supervisión bancaria permite la expansión de instituciones y del crédito, que pueden beneficiar a los dirigentes elegidos. Por consiguiente, el diseño de la agencia es importante. Aunque oficialmente situada dentro del Tesoro de los Estados Unidos, la Office of the Comptroller of the

Currency (2) estuvo llamada a ser una agencia independiente para informar directamente al Congreso. Su cabeza, el Interventor, era designado por el Presidente a instancias del Senado por cinco años, no solapándose con el ciclo electoral del Congreso, y con un salario fijado legislativamente. Se le requería una fianza de 100.000 dólares y se le prohibía tener cualquier clase de interés, directo o indirecto, en un banco nacional. Al Interventor se le dio potestad para contratar los auditores bancarios, asegurándose de que no fueran delegados políticos.

En aras de la responsabilidad y la transparencia, se instaba al interventor a enviar al Congreso un informe anual. Aunque los detalles del informe no se especificaban, ello supuso una toma de contacto con la detallada información proporcionada, los datos de los bancos y las respuestas dadas a las peticiones de información por parte del Congreso. Los Comités del Senado y el de la Banca estarían encargados de la vigilancia.

Financiar un banco central o un supervisor bancario es una cuestión clave. En el sector bancario nacional, la oficina del Interventor en Washington D.C. se nutre del presupuesto del Congreso. Incluso cuando la OCC pidió fondos adicionales para expandir las actividades básicas, tales como las publicaciones de los datos de los bancos nacionales, encontró bastante resistencia. Como alternativa, para la actividad crítica de analizar la actividad de los bancos se han utilizado frecuentemente tasas aplicadas a los bancos, que no estaban sujetas a una potencial manipulación por parte del Congreso.

La supervisión en el sector bancario nacional era modesta. Los datos existentes revelan que en 1889 había sólo 30 auditores para los 3.239 bancos nacionales. El sueldo medio de un auditor, entre 1902 y 1911, era de 4.307 dólares. Incluso habiendo gastos que consumían parte de esta suma, su paga parecía buena en comparación con la del sub-interventor, que recibía un sueldo de 2.500 dólares; la de los oficinistas de la OCC en Washington D.C., que cobraban entre 900 y 1.800 dólares, o incluso la del Interventor, que ganaba 5.000 dólares (Office of Comptroller of the Currency, *Annual Report,* 1889). El número de auditores creció, pasando de 75 en 1902 a 114 en 1908, y todavía era una plantilla pequeña, dado que el número de bancos nacionales creció de 6.007 en 1902 a 8.710 en 1908. Los auditores tenían una gran independencia en sus análisis, y en contratar y pagar a sus ayudantes. Después de 1898, cada banco nacional estaba sometido a dos auditorías por año. Dado que había de hacer dos visitas al año, el auditor estaría llevando a cabo entre 120 y 140 análisis por año. Teniendo en cuenta que se necesitaba mucho tiempo para viajar por las áreas rurales del país, y dados el tamaño y la complejidad de los grandes bancos locales, estos informes no podrían ser exhaustivos. A pesar de esta fuerte carga de trabajo, los auditores de los bancos nacionales parecen haber sido bien compensados por su tarea.

Los dos problemas a los que se enfrentaba el Interventor eran: 1) las auditorías, que se suponía que debían ser por sorpresa para asegurar el control efectivo, se hicieron bastante predecibles, dado el reducido número de auditores y los costes fijos del transporte, y 2) el peligro de que los auditores tuvieran una relación estrecha con los bancos que examinaban. En las audiencias del Congreso, los interventores se quejaban frecuentemente sobre las limitaciones estatutarias para cambiar las dietas de viaje de los auditores, pero el Congreso permaneció impasible ante estas demandas. Las audiencias también revelaron que algunos auditores obtuvieron favores de los bancos a los que supervisaban, aunque fuesen hechos aislados.

El propósito de la auditoría era el de ofrecer al Interventor información sobre el cumplimiento del banco con la Ley, y de su solvencia. En esta época, aparte de modestas sanciones pecuniarias, el único instrumento a disposición del Interventor era el cierre de un banco insolvente. En adición a los incentivos de los ahorradores titulares de depósitos y de los accionistas para seguir la gestión del banco, los analistas supusieron una exitosa compensación complementaria. En sus dos auditorías anuales sorpresa, ellos fijaban los activos al mercado, asegurándose de que los bancos no terminasen por ser insolventes, o incurriesen en grandes pérdidas que perjudicasen a los ahorradores y a los accionistas.

En todos estos aspectos, la operativa del OCC en el sector bancario nacional contenía muchas de las características deseadas de independencia, credibilidad, responsabilidad y transparencia. Muchas de estas características parecen haberse perdido en el siglo XX. Un problema básico es que el sistema normativo americano se ha hecho excesivamente complejo. En cada oleada de reformas legales se han añadido nuevas agencias para supervisar los bancos: los bancos de la Reserva Federal, la Corporación Federal de Seguro de Depósitos, las Cámaras Bancarias de Préstamo Federal, la Co-

misión de Valores y Bolsa, la Oficina de Supervisión de Ahorros, entre otras. Esta proliferación de agencias ha complicado cada vez más la vigilancia pública y del Congreso. Algunas han tenido menos independencia que otras, según su fuente de financiación. Por ejemplo, la Comisión de Valores y Bolsa, cuyo presupuesto depende del Congreso, tiene su independencia seriamente comprometida. Por último, la supervisión se complicó por uno de los profundos cambios del *New Deal,* que cambió de reglas a discrecionalidad en la supervisión bancaria (White, 2010). El abandono de la fijación de activos al mercado con tempranos cierres, y el permitir a las agencias hacer juicios de viabilidad, dificultan la capacidad de controlar los comportamientos.

VI. ¿LECCIONES DE LA HISTORIA?

Ante el análisis realizado de la regulación bancaria estadounidense desde una perspectiva histórica, sería justo objetar que la banca de finales del XIX era más simple que la de hoy. Los bancos americanos eran más pequeños, los banqueros intimaban con sus clientes y había menos variedad de servicios financieros, pero no parece que hubiera menos asimetrías de información que hoy. La transparencia informativa bancaria parece simple en comparación con la actual. Un balance no ocupaba más de media página, y las auditorías, entre dos y seis páginas, pero no era más fácil escudriñar el trabajo interno de un banco. Los problemas esenciales eran casi iguales. Lo que sorprende del régimen de supervisión del siglo XIX es que dio fuertes incentivos a todas las partes interesadas para controlar y disciplinar a aquellos bancos que parecían asumir riesgos excesivos. Donde hoy ponemos el acento en los reguladores públicos, atribuyéndoles la responsabilidad total, en el siglo XIX había una responsabilidad compartida. Los ahorradores podían tener pérdidas si no elegían cuidadosamente y vigilaban a sus bancos. Los accionistas tenían que seguir las acciones de los gestores para proteger su inversión, y para evitar incurrir en pérdidas si el presidente o los directivos bancarios asumían riesgos que perjudicasen al banco. El regulador y los supervisores bancarios estatales jugaron un papel complementario, pero no predominante. Los requisitos informativos y contables hicieron que los bancos informasen a los depositantes y los auditores pudieron desentrañar los libros contables de los bancos mejor que cualquier ahorrador, y ofrecer una perspectiva adicional del desempeño del banco. El resultado total fue que las insolvencias conllevaron pocas pérdidas si se compara con cualquier periodo posterior y, además, sin normas de solvencia.

NOTAS

(*) El artículo «Consideraciones acerca del futuro del sector bancario: Lecciones tomadas de la historia de la regulación y la supervisión», titulado originalmente «Considerations for a future banking system: Some lessons from history of regulation and supervision», ha sido traducido del inglés por M.ª Teresa Fernández Fernández.

(1) *Nota del traductor.* En los organismos financieros que se relacionan en el artículo, se mantienen las siglas en inglés por su amplia difusión y uso en la literatura financiera.

(2) *Nota de traducción.* En países latinoamericanos se suelen referir a esta institución, de manera más anglosajona, como Contraloría de la Moneda, y suele designarse al Interventor como Contralor. Su abreviatura se deja, sin embargo, en inglés como OCC en lo que sigue del texto.

BIBLIOGRAFÍA

CALOMIRIS, C. W., y E. N. WHITE (1994), «The origins of deposit insurance», en Claudia Goldin y Gary D. Libecap (eds.), *The Regulated Economy: A Historical Approach to Political Economy,* Chicago, Chicago University Press, 145-188.

CROCKETT, A.; T. HARRIS; F. S. MISHKIN, y E. N. WHITE (2003), «Conflicts of interest in the financial services industry: What should we do about them?», ICBM: CEPR, Ginebra.

FLOOD, M. D. (1991), «The great deposit insurance debate», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 74 (julio-agosto): 51-77.

GROSSMAN, R. S. (2001), «Double liability and bank risk taking», *Journal of Money, Credit and Banking,* 33 (2, parte I): 143-159.

— (2007), «Fear and greed: The evolution of double liability in American banking, 1865-1930», *Explorations in Economic History*, 44 (1): 59-80.

JALIL, A. (2009), *A New History of Banking Panics in the United States, 1825-1929: Construction and Implications*, University of California-Berkeley.

MIRON, J. (1986), «Financial panics, the seasonality of the nominal interest rate, and the founding of the Fed», *American Economic Review,* 76 (1): 125-140.

OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY (1864-1929), *Annual Report,* Washington, D.C., U.S. Government Printing Office, 1864-1929.

— (varios años), *Examiners Reports*, U.S. National Archives.

TURNER, J. D. (2009), «The last acre and sixpence: views on bank liability regimes in nineteenth century Britain», *Financial History Review*, 16 (parte 2): 111-128.

WALLER, C. (2011), «Independence and accoutability: Why the Fed is a well-designed central bank», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, septiembre-octubre: 293-301.

WHITE, E. N. (1983), *The Regulation and Reform of the American Banking System, 1900-1929,* Princeton, Princeton University Press.

— (1998), «The legacy of deposit insurance: The growth, spread and cost of insuring financial intermediaries», en M. D. Bordo, C. Goldin y E. N. White (eds.), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century,* Chicago, University of Chicago Press: 87-121.

— (2011), «To establish a more effective supervision of banking: How the birth of the Fed altered bank supervision», *NBER Working Paper nº 16825.*

EL PARADIGMA DE LA COMPETENCIA EN EL SECTOR BANCARIO DESPUÉS DE LA CRISIS

Xavier VIVES (*)

IESE Business School

Resumen

Este artículo presenta la evolución de las ideas acerca del papel de la competencia en el sector bancario, analiza la tensión entre competencia e inestabilidad financiera, y propone un marco de relaciones entre la regulación y la política de competencia, con especial énfasis en el escenario post crisis. Concluye que la tensión entre competencia y estabilidad persistirá a pesar de posibles mejoras en la regulación, y que la política de competencia debería reconocer la especificidad del sector bancario y estar coordinada con la regulación.

Palabras clave: competencia, inestabilidad financiera, regulación, sector bancario.

Abstract

This article presents the evolution of ideas about the role of competition in the banking sector, discusses the tension between competition and financial instability, and proposes a framework for relations between regulation and competition policy, with special emphasis on the post crisis setting. It concludes that the tension between competition and stability will persist despite possible improvements in regulation and the fact that competition policy should recognize the specificity of the banking sector and be coordinated with regulation.

Key words: competition, financial instability, regulation, banking sector.

JEL classification: G21, G28, L40.

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera originada en la crisis de las hipotecas *subprime* en 2007 ha puesto en cuestión el papel de la competencia y de la estructura de mercado en el sector bancario, y ha generado un gran número de interrogantes acerca de la relación entre competencia y estabilidad financiera, y entre la política de competencia y la regulación financiera (1).

La política de competencia en el sector bancario ha fluctuado entre intentos de eliminar la rivalidad entre instituciones y la liberalización y promoción de la competencia. Hasta hace relativamente poco, los bancos centrales y los entes reguladores de muchos países estaban satisfechos con la colusión entre bancos y preferían tratar con un sector concentrado donde la rivalidad era débil. Esto cambió con el proceso de liberalización iniciado en los años setenta del pasado siglo en los EE.UU. y con la creencia de que la competencia aumenta la eficiencia, en términos estáticos y dinámicos de asignación de recursos. A partir de entonces, se comenzó a tomar en serio la política de competencia en el sector bancario y, hasta la crisis, se venía implementando prácticamente como en cualquier otro sector de la economía (véase Carletti y Vives, 2009). Sin embargo, la crisis actual, con ayudas y avales públicos en la UE y los EE.UU. de hasta el 30 por 100 del PIB, y con fusiones sin tener en cuenta criterios de competencia, ha pasado por encima de la política de competencia.

El paradigma de la competencia en el sector bancario ha evolucionado. Durante una primera etapa se pensó que ésta resultaba dañina para la estabilidad; durante la segunda, ganó terreno la idea de que la competencia era buena para la estabilidad; está por verse cuál será la tesis predominante en la fase post-crisis. Lo que es cierto es que durante el primer período (desde la Segunda Guerra Mundial hasta los años setenta) hubo muy pocas crisis, mientras que hubo mucha mayor inestabilidad en el segundo, que culminó con la crisis actual.

La crisis ha cuestionado tanto la regulación como la política de competencia en el sector bancario. La visión ingenua de que la banca era como cualquier otro sector de la economía con respecto a la política de competencia se vino abajo con la gigantesca intervención pública que trajo consigo una distorsión competitiva importante. La pregunta relevante es si existe una tensión significativa entre competencia y estabilidad en el sector bancario. Si no hay tensión, no es necesario diseñar una política de competencia específica para el sector bancario. Si la hay, debemos preguntarnos si puede ser subsanada mediante la regulación. Si la respuesta es afirmativa, resulta

sencillo implementar la política de competencia, independientemente de la regulación. Si la respuesta es negativa, nos debemos plantear cómo deberían combinarse regulación y política de competencia. Más específicamente, se debería considerar si la regulación y la política de competencia son herramientas complementarias o sustitutivas y cómo deberían ser coordinadas.

Este artículo se organiza de la siguiente forma: en el apartado II, se examinan las tendencias en el sector bancario después de la crisis; en el III, se revisa la tensión entre competencia y estabilidad en el sector bancario desde las perspectivas teórica y empírica; en el IV, se considera si es posible eliminar la tensión entre competencia y estabilidad en el sector bancario; en el V, se examina la respuesta de la política de competencia a la crisis, y en el apartado VI, se presentan las conclusiones.

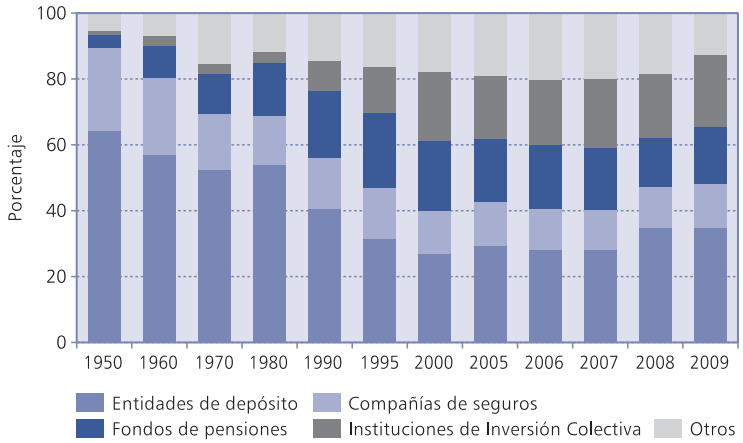
II. TENDENCIAS EN EL SECTOR BANCARIO Y CRISIS

El proceso de liberalización y desregulación en el sector bancario, iniciado en la década de los años setenta en los EE.UU., estuvo acompañado por avances en la tecnología de la información, en el procesamiento de transacciones y en las técnicas de gestión y de cobertura de riesgo (por ejemplo, con el uso de instrumentos derivados y titulización). La liberalización de los movimientos internacionales de capitales y la reducción general de los costes de transporte y las barreras para el comercio han sido parte integral del proceso. La estabilidad del período de regulación estricta, entre los años cuarenta y los setenta, contrasta con el importante aumento en el número de quiebras y crisis que se produjeron en el período posterior, cuando se liberalizó el sector y se introdujo la competencia (véase Reinhart y Rogoff, 2009).

Un entorno institucional pobre (por ejemplo, en relación con el estado de derecho y con el cumplimiento de contratos) y una regulación inapropiada en el

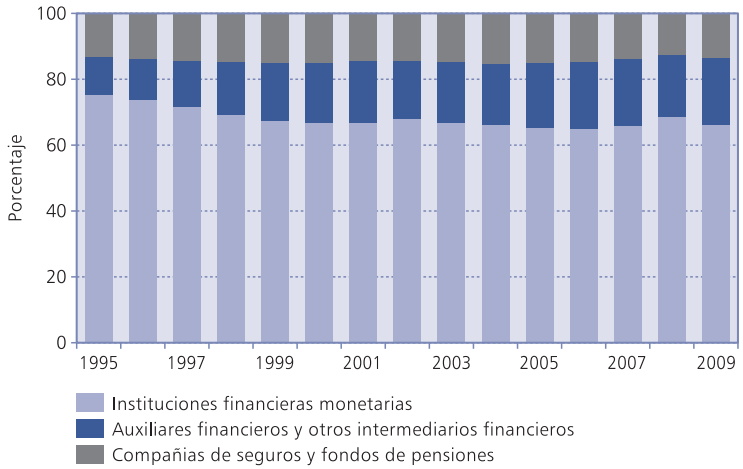
GRÁFICO 1

A) DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN LOS EE.UU. ENTRE LOS PRINCIPALES TIPOS DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS



Nota: Balances no consolidados. La categoría «Otros» comprende: *Closed-end funds and Exchange-tradedfunds, ABS issuers, Finance companies, Mortgage companies, REITs, Brokers and dealers y Bankpersonal trusts and estates*; y «Entidades de depósito» comprende: *Commercial banks, Savings institutions y Credit unions.*
Fuente: Barth, *et al.* (1997), completado con el *Flow of Fund Accounts*, *Board of Governors of the Federal Reserve System*.

B) DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN LA EUROZONA POR TIPO DE INTERMEDIARIO FINANCIERO (Incluye bancos centrales, resultados no consolidados)



Nota: La serie de la eurozona no incluye Luxemburgo, Irlanda (entre 1995 y 2000), Chipre (2008) y Malta (2008).
Fuente: Eurostat.

proceso de liberalización exacerban el desarrollo de las crisis (2). No obstante, la liberalización financiera ha contribuido, en general, al desarrollo financiero y al crecimiento.

La liberalización ha resultado en un aumento de la competencia: los bancos están expuestos a la competencia directa de los mercados financieros, y se han desarrollado la desintermediación y la innovación financiera. La integración del mercado ha contribuido a aumentar la competencia en la banca mayorista y de inversión. Los bancos están disminuyendo sus activos en comparación con los intermediarios financieros no bancarios en economías desarrolladas, aunque los activos bancarios no disminuyen respecto del total de activos financieros (véase el gráfico 1). El proceso de liberalización ha provocado una enorme expansión de la intermediación financiera, y los activos financieros de los intermediarios han aumentado muy fuertemente, expresados como porcentaje del PIB (véase Vives, 2011).

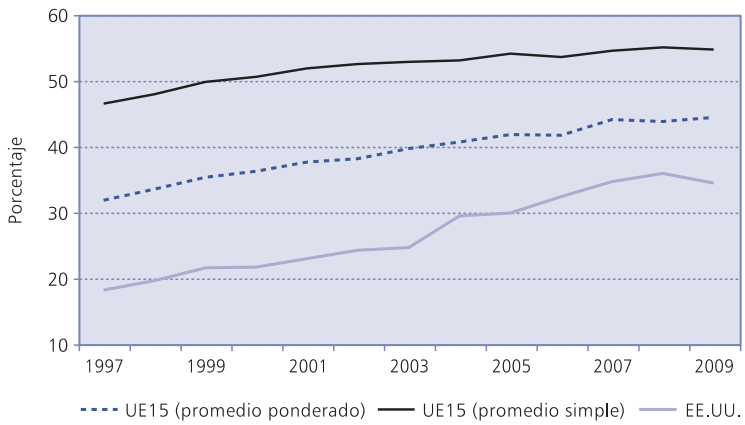
Antes de la crisis financiera actual, la banca había evolucionado del negocio tradicional de recibir depósitos y conceder (y supervisar) préstamos hacia la provisión de servicios a inversores (fondos de inversión, gestión de activos, asesoría y seguros) y empresas (consultoría, fusiones y adquisiciones, colocación de acciones y emisión de deuda, titulización y gestión de riesgo), y hacia la realización de inversiones con fondos propios. El margen financiero perdió importancia en relación con el negocio por comisiones, y de invertir en la red de sucursales se pasó a invertir en redes de comunicación, tecnologías de la información y capital humano altamente especializado. Pasada la crisis, se ha vuelto a la banca tradicional, el margen financiero ha recobrado importancia y la participación bancaria en los activos financieros ha aumentado, o se ha mantenido, en relación con los niveles anteriores a la crisis.

La reestructuración del sector, tanto antes como después de la crisis, se realiza, en buena medida, mediante fusiones. El número de bancos disminuyó entre 1997 y 2007 tanto en los Estados Unidos (22 por 100) como en Europa (UE-15, 29 por 100). En Europa han sido numerosas las fusiones internas y, más recientemente, transfronterizas, y en los Estados Unidos han sido numerosas las fusiones interestatales. En 19 de los 27 mercados de la UE, el índice CR5 para los activos superaba el 50 por 100 en 2007 (véase el gráfico 2).

En los Estados Unidos, el índice CR-5 para los activos aumentó del 23 por 100 en 2001 al 36 por 100 en 2008, contrastando con un aumento menor en la UE-15, del 52 por 100 al 54,5 por 100 (promedio no ponderado) y del 37,6 por 100 al 44 por 100 (promedio ponderado). En el gráfico 3 se puede apreciar cómo evolucionó el índice de Herfindahl para la concentración de activos en la UE antes y después de la crisis. Hasta el momento, la concentración a partir de la crisis ha aumentado en Alemania, Grecia, España, Italia, Holanda, Portugal, Finlandia y el Reino Unido y disminuido en Bélgica, Dinamarca, Francia, Austria y Suecia.

En resumen, la liberalización ha traído aparejado un aumento de la competencia entre los intermediarios financieros y una mayor incidencia de las crisis. Al mismo tiempo, la banca se ha transformado en un proveedor de servicios, y la reestructuración ha tendido a incrementar la concentración agregada (pero no de manera homogénea en los mer-

GRÁFICO 2
RATIO CR5 PARA LA UNIÓN EUROPEA (UE15) Y ESTADOS UNIDOS
Cuota de las cinco mayores instituciones de depósito como porcentaje de los activos totales)



Nota: La fusión de Wells Fargo y Wachovia se contabiliza en 2008. Para EE.UU., se usan como denominador los activos financieros de las instituciones de depósito.
Fuente: BCE, FDIC y FED.

cados relevantes locales minoristas de los Estados Unidos y Europa). La crisis marca un regreso a la banca tradicional y una tendencia a una mayor concentración.

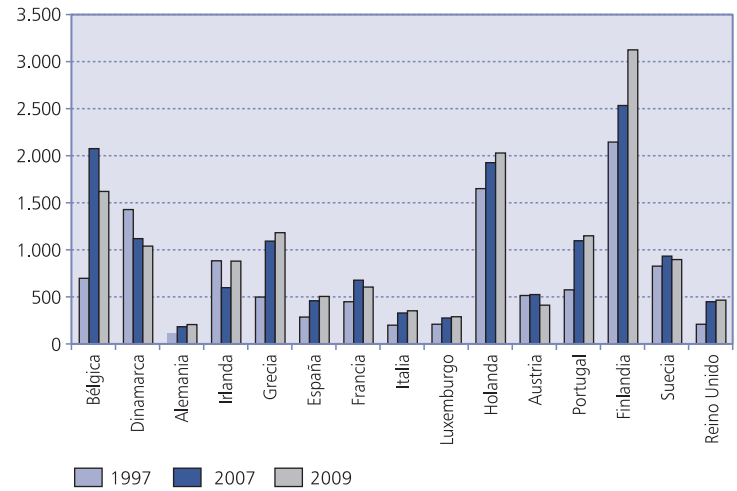
III. COMPETENCIA Y ESTABILIDAD: TEORÍA Y EVIDENCIA

Los bancos son vulnerables a los pánicos por su elevado apalancamiento, el desajuste de plazos de transformación y la opacidad de activos, con consecuencias potencialmente sistémicas e importantes externalidades negativas para la economía. La fragilidad de un sistema bancario competitivo no regulado es típicamente excesiva (véanse Matutes y Vives, 1996 y 2000; Gale y Vives, 2002), y la regulación financiera trae aparejados efectos no deseados y fallos de la misma regulación. El más importante es el posible riesgo moral provocado por rescates a instituciones que amenazan quiebra. Tanto la teoría como la evidencia empírica muestran que existe tensión entre el grado de competencia y la estabilidad del sistema bancario.

1. Las fuerzas en liza

La competencia reduce la ineficiencia productiva y mejora la asignación de recursos, al tiempo que promueve la innovación. Sin embargo, la competencia puede aumentar la inestabilidad de dos maneras: exacerbando el problema de coordinación de depositantes e inversores, por el lado del pasivo bancario, y promoviendo pánicos y aumentando los incentivos para la asunción de riesgo, por el lado del activo bancario, lo que incrementa las probabilidades de quiebra.

GRÁFICO 3
ÍNDICE DE HERFINDAHL DE BANCOS EN UE-15 (activos totales)



Fuente: ECB (2004, 2010).

Los pánicos pueden producirse independientemente del nivel de competencia, pero una mayor presión competitiva empeora el problema de coordinación de inversores y depositantes y aumenta la probabilidad de una crisis, el rango de los fundamentales en los cuales la institución bancaria es solvente pero ilíquida, y el impacto de las malas noticias en los fundamentales. Esto sucede porque, al aumentar la intensidad de la competencia, aumenta la complementariedad estratégica de las acciones de inversores y depositantes en el banco, y la institución se vuelve más frágil (véase Vives, 2011a). No obstante, esto no significa que se deba minimizar la presión competitiva, puesto que la probabilidad socialmente óptima de una crisis no es cero a causa de su potencial efecto benéfico disciplinario.

En relación con el activo, una vez alcanzado cierto umbral, el aumento en el nivel de la competencia tenderá a incrementar los incentivos para asumir riesgos y la probabilidad de la quiebra de bancos. Los bancos tienen un exceso de incentivos para asumir riesgos en presencia de responsabilidad limitada (para accionistas y ejecutivos) y riesgo moral (como riesgo no observable). Los incentivos se agudizan con el seguro de depósitos insensible al riesgo y la presencia de costes sociales de la quiebra (véase Matutes y Vives, 2000). El problema es particularmente grave para los bancos que están cerca de la insolvencia.

La competencia intensa puede agravar el problema de la asunción excesiva de riesgo porque los beneficios actúan como amortiguador y aumentan el valor de la entidad bancaria. El poder de mercado hace al banco más conservador (véase Allen y Gale, 2004). Sin embargo, la competencia tiende a reducir los tipos que las empresas pagan por los préstamos, y puede mejorar la calidad promedio de los solicitantes de préstamos y/o reducir la necesidad de racionamiento del

crédito. Esto tiende a alinear la competencia y la estabilidad (véanse Caminal y Matutes, 2002; Boyd y De Nicoló (2005); Martínez-Miera y Repullo, 2010).

En conclusión, a pesar de que la relación entre competencia y asunción de riesgo es compleja, parece plausible que, a partir de cierto umbral, un mayor nivel de competencia tenderá a aumentar los incentivos para la asunción de riesgo y la probabilidad de una quiebra bancaria. Se puede controlar esta tendencia con regulación y supervisión adecuadas.

2. Evidencia

La evidencia demuestra que una entidad bancaria valiosa reduce la asunción de riesgo (3), y que la liberalización aumenta las posibilidades de crisis bancarias, aunque una regulación adecuada mitiga este efecto (véanse Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1998 y 2001; Dell'Ariccia, *et al*., 2008). Asimismo, la evidencia también señala una asociación positiva entre algunas medidas de competencia bancaria (como menores barreras a la entrada, apertura a la entrada extranjera) y la estabilidad (Beck, *et al.,* 2006; Vives, 2011).

La relación entre concentración y estabilidad es compleja. Por un lado, un sistema bancario concentrado, con unos pocos grandes bancos, puede resultar más fácil de supervisar, y los bancos podrían estar más diversificados. Por otro lado, los grandes bancos serían «demasiado grandes para quebrar» (TBTF, en sus siglas inglesas), recibirían mayores subsidios y tendrían mayores incentivos para asumir más riesgo. Existe evidencia de que los bancos más grandes, por lo general, están mejor diversificados, pero también asumen más riesgos (véase Acharya, *et al*., 2010). Los grandes bancos suelen ser más complejos, más difíciles de supervisar y más interdependientes (lo cual aumenta el riesgo sistémico). Ha de tenerse en cuenta, sin embargo, que la relación pertinente es entre la concentración en mercados relevantes y la competencia. Es más, existe amplia evidencia de que una mayor concentración en los mercados de depósito y de préstamos es peor para los clientes y aumenta los costes.

¿Podemos aprender alguna lección de la crisis financiera de 2007-2008? Esta crisis afectó a bancos en países con distintos niveles de concentración y estructuras de mercado. Sistemas bancarios concentrados, como los de Australia y Canadá, han salido mejor parados de la crisis que sistemas no concentrados, como los de los Estados Unidos y Alemania. Sin embargo, países con sistemas concentrados, como Bélgica, Holanda y el Reino Unido (banca minorista), también tuvieron problemas. El alejamiento de la banca tradicional ha demostrado ser fuente de mayor vulnerabilidad. Aquellos bancos comerciales que menos dependían de fondos mayoristas pudieron afrontar mejor la crisis (véase Ratnosvski y Huang, 2009). No existe evidencia además de que determinados tipos de instituciones hayan sido más vulnerables que otras. Sufrieron tanto los bancos de inversión como compañías aseguradoras, bancos universales y bancos en Alemania y el Reino Unido.

IV. LA POLÍTICA DE COMPETENCIA Y LA REGULACIÓN

Los bancos y los mercados financieros exhiben una amplia gama de fallos de mercado clásicos: externalidades (fragilidad con problemas de coordinación y contagio), información asimétrica (asunción excesiva de riesgo con problemas de agencia, riesgo moral y selección adversa) y poder de mercado. La regulación ha intentado proteger al sistema y al pequeño inversor y, más recientemente, la política de defensa de la competencia se ha desarrollado en el sector. El problema es que instrumentos para preservar la estabilidad, como el prestamista de última instancia, el seguro de depósito y las políticas para entidades TBTF, provocan más distorsiones y agravan el problema de asunción excesiva de riesgo.

La introducción de competencia en el sistema bancario ha estado acompañada, en el marco de Basilea II, de políticas para controlar la asunción de riesgo a través de requisitos de capital, alentando a los bancos a que dependieran de sus propios modelos internos para evaluar y controlar el riesgo, e incluyendo requisitos de divulgación de información por parte de las entidades financieras a fin de aumentar la transparencia y promover la disciplina de mercado. La función de los órganos de supervisión sería evaluar en qué medida los bancos ajustan su capital al riesgo asumido, y los bancos divulgarían información sobre su estructura de capital, sus prácticas contables, su exposición al riesgo y su adecuación de capital. En resumen, se consideraba que las exigencias de capital, más una supervisión adecuada y la disciplina de mercado, eran los ingredientes principales para mantener un sistema bancario sólido.

La crisis desatada por los préstamos *subprime* es un testimonio del fracaso de los tres pilares del

marco de Basilea II. La divulgación de información y la evaluación del riesgo han sido deficientes, y la disciplina de mercado no ha resultado efectiva debido al seguro que ofrecen las políticas TBTF. A esto se le debe agregar el problema de riesgo moral colectivo cuando hay «demasiadas instituciones que pueden quebrar», puesto que cuando los riesgos de muchas instituciones están correlacionados, el banco central y/o el regulador se ven obligados a rescatar a los bancos con problemas (véase Farhi y Tirole, 2011; Acharya y Yorulmazer, 2007). La regulación de capital no ha tenido en cuenta los efectos sistémicos, se han debilitado las exigencias de capital y se han eliminado las restricciones sobre las inversiones en respuesta a la presión de los bancos de inversión.

La supervisión ha permitido el desarrollo de un sistema bancario paralelo sin supervisión alguna. En el actual marco regulatorio, los bancos han conseguido asegurarse sin pagar las primas de riesgo correspondientes, y esto promovió la asunción de riesgo.

En un mundo ideal, se podría regular la tensión entre competencia y estabilidad ajustando la regulación para internalizar las externalidades a través de complejos mecanismos de seguro basados en el riesgo, procedimientos creíbles de liquidación y resolución, bonos convertibles contingentes y requisitos de capital que corrigen la contribución de una institución financiera al riesgo sistémico (véase Acharya, *et al*., 2010) (4). En este contexto, la política de competencia debería simplemente maximizar la presión competitiva en el sector bancario. Si logramos eliminar los fallos del mercado producto de la información asimétrica y de las externalidades, aumentaremos el bienestar. El problema es que estamos en una situación de óptimo de segundo o tercer orden, y difícilmente lograremos eliminar por completo los fallos del mercado producto de la información asimétrica y las externalidades. Dado que la crisis puso de manifiesto un enorme fallo regulatorio, es una buena idea concentrarse en la reforma de la regulación para que los bancos tengan los incentivos correctos. Aunque, al mismo tiempo, la regulación puede aliviar la tensión entre competencia y estabilidad, pero no la puede eliminar. El diseño de una regulación óptima tiene que tener en cuenta la intensidad de la competencia. Por ejemplo, los requisitos de capital deberían tener en cuenta el grado de fricción en el mercado y la rivalidad entre los bancos, con exigencias mayores en situaciones más competitivas (véanse Matutes y Vives, 2000; Vives, 2011a).

La tensión entre competencia y estabilidad seguramente persistirá, y no parece prudente intentar eliminar por completo el poder de mercado en el sector bancario. Sin embargo, hay margen para mejorar tanto la estabilidad como la competencia con mejor regulación. Aun así, en un mundo donde la regulación de conducta es imperfecta, la regulación de la estructura de mercado puede ser beneficiosa. Vale la pena señalar que una estructura bancaria fragmentada no necesariamente será más segura, ya que puede estar sujeta al problema de riesgo moral colectivo cuando hay «demasiados bancos pequeños que pueden quebrar».

En todo caso, la competencia debería limitarse para aquellas instituciones al borde de la insolvencia, y ello debe hacerse con una rápida acción correctiva temprana, apenas aparezcan señales de falta de capital.

V. LA DEFENSA DE LA COMPETENCIA EN UNA CRISIS

Con la crisis actual, ha surgido el interrogante de qué debe hacerse en el caso de una crisis sistémica, situación en la cual hay una fuerte presión para estabilizar el sistema: compras de activos y sistemas de garantías (extensiones del seguro de depósito, y garantías en el mercado interbancario y de fondos monetarios), inyecciones de capital, nacionalizaciones y fusiones forzadas. Todo esto supone una distorsión importante en términos de riesgo moral, efectos a largo plazo en la estructura del mercado, protección a instituciones ineficientes, y generación de desigualdad de condiciones entre instituciones y países. Por ejemplo, las instituciones consideradas TBTF que reciben ayuda pueden terminar con un coste de capital inferior a las demás, y no sólo en el corto plazo, sino también en el largo plazo, a causa de la garantía implícita que obtienen.

La intervención pública, incluso con participación pública en el capital, ha sido necesaria para estabilizar el sistema. En algunas situaciones, las inyecciones de capital no fueron proporcionales a la participación pública en el capital, en detrimento de las buenas prácticas de gobierno corporativo. Además, la participación pública en la propiedad es distorsionadora: el Gobierno está en ambos lados de la relación reguladora; priman los objetivos e incentivos políticos (5) y, de no ser disciplinada por la competencia, lleva a menor competitividad del sistema bancario, ineficiencia y menor estabilidad financiera, con mayor exposición al riesgo y más

pérdidas bancarias; elimina el mercado de control corporativo; crea desigualdad de condiciones entre instituciones (con garantías implícitas y explícitas), y termina generando menor competencia y menor desarrollo financiero (véase Barth, *et al*., 2004).

Cuando se interviene en una crisis, se deben combinar medidas de apoyo para evitar el contagio y proteger la estabilidad financiera con el deseo de mantener una competencia vigorosa en el largo plazo. Las autoridades de la competencia deben estar atentas a distorsiones que afecten a la competencia (incluida la formación de estructuras de mercado que la obstaculicen).

Existe una diferencia importante entre la ayuda estatal brindada al sector bancario y a otros sectores. La ayuda a un banco típicamente genera una externalidad positiva a otros bancos, ya que limita la expansión de la crisis y protege al sistema del contagio. Si el banco en dificultades tiene un problema de solvencia, debe ser reestructurado, y es necesaria una ayuda condicionada para que la competencia no se distorsione (con bancos «malos» que desplacen a los «buenos» en la provisión de servicios a los clientes).

Pueden utilizarse medidas tanto estructurales (por ejemplo, desinversión de activos) como de conducta para limitar las distorsiones en la competencia. Las medidas estructurales pueden contribuir a reducir el exceso de capacidad post crisis del sector bancario acumulada durante el período de gran crecimiento del sector financiero en algunos países. El período de expansión con bajas tasas de interés ha generado la sobreexpansión bancaria a través del crédito, especialmente en aquellos países donde hubo una burbuja en el mercado inmobiliario. Esto significa que debe reducirse el número de sucursales y el personal junto con el balance, aun si se normaliza el crédito (porque éste se estabilizará por debajo de los niveles previos a la crisis de la burbuja).

El enfoque para limitar las distorsiones generadas por la ayuda estatal ha sido diferente en los EE.UU. y en la UE. En la UE, la autoridad de competencia ha jugado un papel activo para controlar las distorsiones originadas por las ayudas públicas porque tiene la capacidad de intervención en este sentido. Las herramientas regulatorias utilizadas han sido estructurales (reducciones del balance y desinversiones) y de conducta (restricciones sobre fijación de precios, publicidad y compensación para los empleados). Algunas medidas de la Comisión Europea en los casos ING, Northern Rock y RBS han sido para minimizar las distorsiones competitivas de la ayuda, y otras para controlar el riesgo moral en el futuro. La función de la autoridad de la competencia es preservar la competencia, y no limitar el riesgo moral, que es función del regulador. Sin embargo, aun las medidas para evitar distorsiones competitivas impactan en los incentivos *ex ante,* puesto que un banco sabe que la ayuda recibida en caso de problemas viene acompañada de restricciones. Un beneficio importante del control de las ayudas públicas en la UE es que limita los incentivos de los ejecutivos a asumir riesgos excesivos pensando en ser rescatados si las cosas salen mal. Al limitar el tamaño de una institución que quiebra, una vez que recibe ayuda estatal, extiende el alcance de la política de competencia.

El activismo de la Comisión Europea plantea la cuestión del equilibrio competitivo en relación con bancos estadounidenses que recibieron asistencia sin tener que hacer desinversiones. Los Estados Unidos consideran que la cuestión de TBTF no es explícitamente un problema antimonopolio (véase White, 2009). La Dodd-Frank Act (julio 2010) introduce una versión suave de los límites a las operaciones de mercado por cuenta propia de los bancos, y refuerza algunos límites sobre el tamaño (ampliando el Riegle-Neal Act, 1994) (6).

La crisis ha forzado la fusión de instituciones que recibieron subsidios y garantías del Gobierno. Como resultado, algunas entidades establecidas y que sobrevivieron han aumentado su poder de mercado, y tienen un menor coste de capital porque son consideradas TBTF. En España se creó el FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) para reforzar el capital de instituciones financieras con problemas y ayudar a reducir el exceso de capacidad mediante fusiones.

La política de fusiones afecta al grado de competencia y a los incentivos dinámicos. La adquisición de un banco en quiebra puede proporcionarle a una entidad establecida rentas monopolistas temporales, generando poder de mercado, pero conducta prudente. Esto resulta óptimo sólo si se facilita la posterior entrada en el mercado (véase Perotti y Suárez, 2002). Una política de fusiones debe mirar a largo plazo y, aun en una situación de crisis, debe considerar el grado óptimo de concentración en la industria, los incentivos dinámicos para la prudencia de las entidades establecidas y la facilidad de entrada.

VI. CONCLUSIONES

La competencia no es la responsable de la fragilidad en el sis-

tema bancario, pero la política de competencia debe reconocer la singularidad de los bancos de forma explícita, y no sólo en una crisis. El análisis y la evidencia señalan la existencia de una tensión entre competencia y estabilidad en alguna medida. La regulación puede aliviar la tensión, y su diseño debe tener en cuenta la intensidad de la competencia. Por ejemplo, los requisitos de capital deben ser acordes con el grado de fricción y rivalidad en cada segmento del sector bancario, con requisitos más exigentes en situaciones más competitivas. En la situación actual, dados los fallos de la regulación expuestos en la crisis, hay espacio para mejorar tanto la estabilidad como la competencia con un diseño regulatorio adecuado y una mejor coordinación de la regulación y la política de competencia.

La política de fusiones en el sector bancario debería ser consistente intertemporalmente, recompensando la prudencia al tiempo que facilita la entrada. La cuestión de dejar un margen al poder de mercado o a la concentración en el sector bancario sigue siendo un tema abierto, al igual que cómo tratar a las instituciones TBTF. La credibilidad de la autoridad de competencia para imponer condiciones una vez que una institución ha recibido ayuda, puede ser considerada un compromiso útil para afrontar el problema del TBTF. Los controles del tamaño resultan problemáticos, porque la interconexión y la especialización de la línea de negocios son más importantes que el tamaño en lo que respecta al riesgo sistémico. La creación de un «anillo de protección» (*ring-fencing*) en torno a la banca minorista, con exigencias de capital específicas dentro del grupo, puede resultar útil para aliviar el problema de TBTF y, al mismo tiempo, permitir algunas economías de alcance en las actividades bancarias.

Se requiere una estrecha colaboración entre el regulador y la autoridad de competencia. En primer lugar, se deben coordinar los requisitos regulatorios y la intensidad de la política de competencia. Los requisitos de capital deben reflejar la intensidad de la competencia en los diferentes segmentos de mercado. En segundo lugar, se debe elaborar un protocolo de colaboración entre el regulador y la autoridad de competencia, lo que es particularmente importante en una crisis.

El papel de la política de competencia en una crisis es mantener abiertos los mercados, controlar las distorsiones que resultan de los paquetes de rescate, favorecer la salida de las instituciones ineficientes y eliminar las barreras artificiales a la entrada. La política de competencia también tendrá que jugar un papel más importante en el sector financiero a raíz de un posible largo período de regulación más estricto. Esto puede resultar importante para garantizar que el sector financiero contribuya a la innovación y el crecimiento.

NOTAS

(*) Agradezco la ayuda de Lluís Torrens en la preparación de este documento y el apoyo de la Cátedra Abertis de Regulación, Competencia y Políticas Públicas, así como la del proyecto ECO2008-05155 del Ministerio de Ciencia e Innovación en el Public-Private Sector Research Center de IESE.

(1) Véase Vives (2011 y 2011b), trabajos en los que el presente artículo se basa, para un desarrollo más completo de la relación entre competencia y estabilidad en el sector financiero, así como sus implicaciones regulatorias.

(2) Véase, por ejemplo, Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998, 2001) y Caminal, Gual y Vives (1990) para el caso de España.

(3) Véanse Keeley (1990); Edwards y Mishkin (1995); Demsetz, *et al.,* (1996); Galloway, *et al*., (1997); Saurina, *et al*., (2007); Salas y Saurina (2003).

(4) La *Independent Commission on Banking* (ICB) del Reino Unido ha recomendado una separación de las transacciones minoristas de las actividades de la banca de inversión, estableciendo la actividad bancaria minorista en filiales capitalizadas de forma separada (ICB, 2011). Esta medida estructural tiene el potencial para aliviar la tensión entre competencia y estabilidad, pero, aun en el contexto más optimista, no la eliminará.

(5) La evidencia presentada por Hau y Thum (2009) sobre la incompetencia de los Consejos de Administración de los bancos públicos alemanes vincula las pérdidas sufridas por la crisis con su falta de profesionalidad.

(6) Un banco puede exceder el máximo de depósitos con crecimiento interno. Sin embargo, los mercados relevantes, desde el punto de vista de la competencia, para el sector minorista y de PYME, son locales, y no nacionales.

BIBLIOGRAFÍA

Acharya, V.; D. Gromb, y T. Yorulmazer (2010), «Imperfect competition in the interbank market for liquidity as a rationale for central banking», *Working paper FIN-09-031*, New York University.

Acharya, V., y T. Yorulmazer (2007), «Too many to fail - An analysis of time-inconsistency in bank closure policies», *Journal of Financial Intermediation,* 16, 1: 1-31.

Allen, F., y D. Gale (2004), «Competition and financial stability», *Journal of Money, Credit and Banking*, 26, 3: 453-480.

Barth, J.; G. Caprio, y G. Levine (2004), «Bank regulation and supervision: What works best?», *Journal of Financial Intermediation*, 13, 2: 205-248.

Barth, J.R.; D. E. Nolle, y T. N. Rice (1997), «Commercial banking structure, regulation, and performance: An international comparison», *Economic Working Paper 97-6,* Washington, D.C., Office of the Comptroller of the Currency.

Bebchuk, L.; A. Cohen, y H. Spamann (2010), «The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008», *Yale Journal on Regulation*, 27, 2: 257-282.

Beck, T.; A. Demirgüç-Kunt, y R. Levine (2006), «Bank concentration and crises», *Journal of Banking and Finance*, 30, 5: 1581-1603.

Berger, A. N., y T. H. Hannan (1998), «The efficiency cost of market power in the banking industry: a test of the quiet life and related hypotheses», *Review of Economics and Statistics,* 80, 3: 454-465.

BOOT, A.W., y S. GREENBAUM (1993), «Bank regulation, reputation and rents: Theory and policy implications», en C. MAYER y X. VIVES (dirs.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge, Cambridge University Press.

BOYD, J. H., y G. DE NICOLÓ (2005), «The theory of bank risk-taking and competition revisited», *Journal of Finance*, 60, 3: 1329-1343.

CAMINAL, R.; J. GUAL, y X. VIVES (1990), «Competition in Spanish banking», en *European Banking in the 1990's*, J. DERMINE (dir.), Londres, Basil Blackwell.

CAMINAL, R., y C. MATUTES (2002), «Market power and banking failures», *International Journal of Industrial Organization*, 20, 9: 1341-1361.

CARLETTI, E., y X. VIVES (2009), «Regulation and competition policy in banking», en *Competition Policy in the EU: Fifty Years On from the Treaty of Rome*, X. VIVES (dir.), Oxford, Oxford University Press.

DEGRYSE, H., y S. ONGENA, S. (2008), «Competition and regulation in the banking sector: A review of the empirical evidence on the sources of bank rents», en *Handbook of Financial Intermediation and Banking,* A. THAKOR y A. BOOT (dirs.), Amsterdam, Elsevier.

DELL'ARICCIA, G.; D. IGAN, y L. LAEVEN (2008), «Credit booms and lending standards: Evidence from the subprime mortgage market», *International Monetary Fund, Working Paper # 08/106.*

DEMIRGÜÇ-KUNT, A., y E. DETRAGIACHE (1998), «The determinants of banking crises: Evidence from developing and developed countries», *IMF Staff Papers*, 45, 1: 81-109.

— (2001), «Financial liberalization and financial fragility,» en *Financial Liberalization: How Far, How Fast?,* G. CAPRIO, P. HONOHAN y J. STIGLITZ (dirs.), Cambridge, Cambridge University Press.

DEMSETZ, R.; M. SAIDENBERG, y P. STRAHAN (1996), «Banks with something to lose: The disciplinary role of franchise value», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 2, 2: 1-14.

ECB (2004), *Report on EU banking structures.*

— (2010), *Report on EU banking structures.*

EDWARDS, F., y F. MISHKIN (1995), «The decline of traditional banking: Implications for financial stability and regulatory policy», *Economic Policy Review*, 1, 2: 37-45.

FARHI, E., y J. TIROLE (2011), «Collective moral hazard, maturity mismatch and systemic bailouts», mimeo.

GALE, D., y X. VIVES (2002), «Dollarization, bailouts, and the stability of the banking system», *Quarterly Journal of Economics*, 117, 2: 467-502.

GALLOWAY, T.; W. LEE, y D. RODEN (1997), «Banks changing incentives and opportunities for risk taking», *Journal of Banking & Finance*, 21, 4: 509-527.

HAU, H., y M. THUM (2009), «The subprime crisis and board (in-)competence: Evidence private vs. public banks in Germany», *Economic Policy*, 24, 60: 701-752.

INDEPENDENT COMMISSION ON BANKING (2011), «Interim Report», Abril.

KEELEY, M. (1990), «Deposit insurance, risk and market power in banking», *American Economic Review*, 80: 1183-2000.

MARTÍNEZ-MIERA, D., y R. REPULLO (2010), «Does competition reduce the risk of bank failure?», *Review of Financial Studies,* 23, 10: 3638-3664.

MATUTES, C., y X. VIVES (1996), «Competition for deposits, fragility and insurance», *Journal of Financial Intermediation,* 5, 2: 184-216.

— (2000), «Imperfect competition, risk taking and regulation in banking», *European Economic Review*, 44, 1: 1-34.

PEROTTI, E., y J. SUÁREZ (2002), «Last bank standing: What do I gain if you fail?» *European Economic Review*, 46, 9: 1599-1622.

RATNOVSKI, L., y R. HUANG (2009), «Why are Canadian banks more resilient?», *IMF Working Paper 09/152.*

REINHART, C., y K. ROGOFF (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press.

SALAS, V., y J. SAURINA (2003), «Deregulation, market power and risk behaviour in Spanish banks», *European Economic Review*, 47, 6: 1061-1075.

SAURINA, J.; G. JIMÉNEZ, y J. LÓPEZ (2007), «How does competition impact bank risk taking?», Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper #23.*

SCHERER, F. M. (2010), «A perplexed economist confronts 'too big to fail'», *European Journal of Comparative Economics*, 7, 2: 267-284.

VIVES, X. (2000), «Lessons from European banking liberalization and integration», en *The Internationalization of Financial Services*, S. CLAESSENS y M. JANSEN (dirs.), Londres, Kluwer Law International.

— (2011), «Competition and stability in banking», en *Monetary Policy under Financial Turbulence*, L. CÉSPEDES, R. CHANG y R. SARAVIA (dirs.), Santiago de Chile, Central Bank of Chile.

— (2011a), «Strategic complementarity, fragility and regulation», *CEPR Discussion Paper 6743.*

— (2011b), «Competition policy in banking», de próxima publicación en *Oxford Review of Economic Policy*.

WHITE, L. (2009), «Financial regulation and the current crisis: A guide for the antitrust community», mimeo.

COLABORACIONES

II.
LAS GRANDES CUESTIONES DEL SISTEMA FINANCIERO DEL FUTURO

LA IMPLEMENTACIÓN DE UN MARCO MACROPRUDENCIAL: COMBINANDO AUDACIA Y REALISMO

Claudio BORIO (*)

Banco de Pagos Internacionales

«Que Dios me dé la serenidad para aceptar las cosas que no puedo cambiar, el coraje para cambiar las cosas que puedo, y la sabiduría para percibir la diferencia»

Reinhold Niebuhr

I. INTRODUCCIÓN

EN palabras de Milton Friedman, «ahora todos somos macroprudencialistas». Con una velocidad vertiginosa, en los albores de la crisis el concepto ha pasado de la oscuridad total a contar con gran difusión en el ámbito de la política económica actual. Pero esta noción ha estado rondando ya desde hace tiempo. Ha evolucionado lentamente en un segundo plano desde su primera aparición, a finales de la década de los años setenta del siglo XX, en las reuniones del Banco de Pagos Internacionales (BIS). Era conocida solamente dentro de un pequeño, pero creciente, círculo de entendidos. Cuando estalló la crisis, el concepto ayudó a los planificadores de la política económica a delimitar sus esfuerzos para reforzar los marcos normativos y de supervisión (1).

No debemos dejar escapar la oportunidad de establecer un marco macroprudencial en todo su esplendor. Se está llevando a cabo un considerable progreso en este preciso instante. Los países asiáticos han sido pioneros en esta carrera: durante años han perseguido políticas que incluían elementos macroprudenciales sin hacer referencia a dicho término. Pero, ¿cómo pueden los encargados de formular la política económica considerar de la manera más adecuada posible los cambios que esto implica?

Para enfrentarnos a estos cambios, resulta necesario un fino equilibrio que combine audacia y realismo. Audacia para afrontar las difíciles cuestiones relacionadas con el diseño, y realismo para evitar extralimitaciones y gestionar expectativas. Dicho de otro modo, deberíamos ser tan ambiciosos como sea posible, pero no más. En todo esto, la investigación futura adquiere un importante papel a la hora de facilitar el desarrollo de un nuevo marco acompasado con nuestro conocimiento.

A continuación, recabaré primero el concepto básico de «macroprudencial», distinguiéndolo de lo que, a mi entender, resultan interpretaciones menos útiles. Seguidamente, y antes de considerar las implicaciones relacionadas con la gobernanza, expondré diferentes maneras de aplicar el enfoque macroprudencial a través de cuatro dimensiones: el criterio del éxito, el grado de reconocimiento del riesgo sistémico, el equilibrio entre los enfoques agregado y sectorial, y el equilibrio entre normativa y discrecionalidad. Finalmente, resaltaré algunas cuestiones fundamentales para la investigación. Durante este proceso, exploraré el equilibrio entre audacia y realismo.

II. ¿QUÉ SIGNIFICA «MACROPRUDENCIAL»?

Tal y como se definió originalmente, macroprudencial es una orientación o perspectiva de los acuerdos de regulación y supervisión (véase el cuadro n.º 1). Significa calibrarlos desde una perspectiva global o sistémica, en lugar de establecerlos según la seguridad y la solidez específicas de las instituciones a escala individual (2). Implica seguir un enfoque de arriba hacia abajo (*top-down approach*) para construir los estándares de seguridad deseables para el sistema en su conjunto y, desde allí, derivar aquellos propios de las instituciones dentro de éste. Supone tener en cuenta explícitamente el hecho de que los mecanismos de riesgo dependen del comportamiento colectivo de las instituciones financieras (son «endógenos»), y que no son algo fuera de su influencia («exógenos»). Los precios de los activos y la macroeconomía no vienen dados, como pudiera parecer, para cada empresa individual, sino que reflejan sistemáticamente sus decisiones de manera conjunta con las de sus pares. Las crisis financieras no son obra de Dios ni tormentas perfectas; son el resultado de distorsiones sistemáticas en las percepciones del riesgo y en las respuestas a éste, incluyendo como resultado falacias de composi-

CUADRO N.º 1

COMPARATIVA DE LOS ENFOQUES MACRO Y MICROPRUDENCIAL

	Macroprudencial	*Microprudencial*
Objetivo inmediato	Limitar la tensión del sistema financiero en su conjunto	Limitar la tensión de cada institución individualmente
Objetivo último	Evitar costes en relación con la producción (PIB)	Protección al consumidor (inversor/depositante)
Caracterización del riesgo	Dependiente del comportamiento colectivo («endógeno»)	Independiente del comportamiento de cada agente individual («exógeno»)
Correlaciones y exposiciones comunes entre instituciones	Importante	Irrelevante
Calibración de controles de prudencia	En términos del riesgo conjunto del sistema, de arriba hacia abajo	En términos del riesgo de cada institución, de abajo hacia arriba

Fuente: Borio (2003).

ción. El objetivo inmediato de un enfoque macroprudencial sobre la regulación y la supervisión es el de limitar el riesgo de los episodios sistémicos de tensión financiera; su meta última es evitar o contener los costes que éstos generan para la economía real (por ejemplo, caídas en los niveles de producción).

Por razones de conveniencia analítica, es útil considerar el enfoque como una perspectiva de dos dimensiones. Hay una *dimensión temporal*, que se ocupa de cómo evoluciona el riesgo agregado en los sistemas financieros a lo largo del tiempo. Y una *dimensión transversal*, que contempla cómo se distribuye el riesgo en el sistema financiero en cada momento.

A cada dimensión le corresponde una fuente de tensión financiera a escala global. En la dimensión temporal, la fuente es la prociclicidad del sistema financiero; por ejemplo, aquellos mecanismos que funcionan dentro del sistema financiero y entre éste y la macroeconomía, y que pueden generar ciclos financieros y fluctuaciones de la actividad económica de manera desproporcionada. En la dimensión de corte transversal, la fuente viene dada por las exposiciones comunes y las interconexiones dentro del sistema financiero, que desembocan en fallos conjuntos de las instituciones financieras, al hacerlas vulnerables frente a las fuentes comunes de riesgo.

Cada fuente de tensión financiera se corresponde con un principio de política. Si consideramos la prociclicidad, el principio es el de construir colchones contracíclicos (*countercyclical buffers*) en tiempos de bonanza, a medida que el riesgo agregado crece, de forma que puedan ser utilizados en los malos tiempos, cuando dicho riesgo se materializa. Tales colchones contracíclicos pueden contribuir a estabilizar el sistema. Si nos referimos a las exposiciones comunes y a las interconexiones, el principio es el de calibrar los instrumentos prudenciales en función de la contribución de cada institución al riesgo sistémico, una vez seleccionado un nivel de riesgo aceptable para el conjunto del sistema. Esta calibración puede ayudar a asegurar que cada institución pague por la externalidad que genera sobre el sistema.

Esta postura sobre el significado de «macroprudencial», desarrollada por el BIS a lo largo de los años, se distingue de otras interpretaciones más recientes y, en mi opinión, menos útiles.

Una de esas interpretaciones considera el término «macroprudencial» como sinónimo efectivo de cualquier política que promueva la estabilidad financiera o limite el riesgo sistémico. Con una definición de tal amplitud, se corre el riesgo de hacer del término algo redundante: se podría utilizar también en su lugar, sencillamente, «política de estabilidad financiera». Además, también se corre el riesgo de que las áreas de responsabilidad pierdan claridad y de forzar demasiado el término. Casi «cualquier» política tiene un impacto sobre la estabilidad financiera, e incluso a veces de manera sustancial. Las políticas monetaria y fiscal, por citar dos, son claros ejemplos. La razón original del término fue la de promover un uso diferente de los instrumentos «prudenciales» (regulatorios y de supervisión) para mejorar la consecución de la estabilidad financiera. Se creó para mejorar el uso de estos instrumentos desde

una perspectiva sumamente diferente, por lo que su definición es un antónimo de «microprudencial» (3).

Una segunda interpretación considera el término «macroprudencial» como sinónimo efectivo de cualquier política, o posiblemente cualquier política regulatoria y de supervisión, que contempla el problema de las entidades «demasiado grandes para caer» (*too-big-to-fail*), o aquél de las instituciones financieras sistémicamente importantes (*Systemically Important Financial Institutions,* SIFI). Esta definición descuida la dimensión temporal (4). También ignora el serio problema de correlación de exposiciones entre instituciones. Cada institución individual puede ser «sistémicamente insignificante», pero «sistémicamente importante como grupo», cuando las exposiciones y las vulnerabilidades, ya sea por el lado del activo o del pasivo, son suficientemente similares. Más aún, durante la crisis bancaria de Estados Unidos en la Gran Depresión, no fueron las grandes instituciones las que generaron las turbulencias. Centrarse exclusivamente en las SIFI implica correr el riesgo de ver el árbol, pero no ver el bosque.

Dicho esto, el análisis también apunta a que el uso del término probablemente evolucione junto a los acuerdos institucionales a lo largo del tiempo. En concreto, los acuerdos institucionales llevados a cabo con objeto de conseguir la estabilidad global, en línea con lo descrito anteriormente en relación al objetivo inmediato y a la estrategia, podrían ser legítimamente denominados «macroprudenciales». Eso implica que cualquier instrumento a disposición de la autoridad correspondiente pueda ser también contemplado del mismo modo (5).

III. CARACTERIZACIÓN DE LOS MARCOS MACROPRUDENCIALES: ¿CUÁL ES EL EQUILIBRIO?

Incluso la estricta definición de «macroprudencial» contempla un amplio rango de escenarios. Estos pueden diferir en varios aspectos: el criterio del éxito; con qué profundidad abordan el riesgo sistémico y cuál es su contribución a éste; el equilibrio entre el enfoque sectorial y el agregado, y el equilibrio entre normativa y discrecionalidad. Todos ellos tiene implicaciones sobre los acuerdos de gobernanza. A continuación, se detalla cada uno de ellos.

1. El criterio del éxito

El objetivo inmediato de un enfoque macroprudencial sobre la regulación y la supervisión es limitar el riesgo de tensión de todo el sistema financiero. Pero ¿cuán exigente debe ser el correspondiente criterio del éxito? Este asunto es especialmente pertinente en el caso de la dimensión temporal, por ejemplo, al contemplar la prociclicidad (BIS, 2009a).

Una posibilidad es que el criterio del éxito refuerce la resistencia del sistema financiero para enfrentarse a situaciones de estrés. De ser así, sería suficiente con asegurar que los colchones en el sistema sean lo suficientemente elevados como para hacer frente a periodos de recesión dentro del ciclo financiero, y para evitar exacerbarlos mediante ventas de liquidación y restricciones al crédito. Debería haber suficientes tenencias de capital y liquidez, por encima del mínimo regulatorio exigido, para prevenir comportamientos desestabilizadores. Asimismo, el margen entre el valor de las garantías colaterales y la cantidad prestada debería ser suficiente para absorber cualquier declive en el precio de los activos, sin agotar la protección. Establecer colchones durante periodos de bonanza es una solución eficiente: éstos se acumulan cuando resulta más fácil y económico, se dispone de ellos cuando más se necesitan y, a lo largo del ciclo en su conjunto, son menores en media, reduciendo cualquier coste innecesario.

Un criterio del éxito más exigente es el de mitigar también la fase alcista del ciclo. En este caso, los instrumentos actuarían como «limitadores de velocidad» (Borio, 2007), que restringirían la acumulación de riesgos durante la fase alcista no sólo fortaleciendo la capacidad para enfrentarse a *shocks* de mayor envergadura, sino también moderando la expansión del crédito, los incrementos en el precio de los activos y la compresión de las primas de riesgo.

En mi opinión, deberíamos ser audaces y diseñar un sistema que sea, al menos en principio, capaz de actuar como un limitador de velocidad. Si funciona, los beneficios serían mucho mayores: el *boom* no precede a la quiebra, la provoca. Pero deberíamos ser también realistas, y no considerarlo como «el criterio del éxito» en este momento: necesitaremos tiempo para evaluar la efectividad de los instrumentos como «limitadores de velocidad». Un criterio del éxito demasiado ambicioso arriesga que aumenten en demasía las expectativas, lo que podría finalmente resultar una complicación.

La experiencia con los instrumentos utilizados hasta ahora es variada (Borio y Shim, 2007; BIS, 2010; Caruana, 2010, y CGFS, 2010). Estadísticamente, no hay duda de que el aprovisionamiento de préstamos a lo largo del ciclo (*through-the-cycle*) ha hecho más resistentes a los bancos españoles, aunque parece haber tenido escaso impacto sobre el *boom* crediticio. El incremento de los requerimientos del capital durante la fase alcista necesitaría ser bastante más elevado antes de tener un efecto restrictivo: resulta muy económico incrementar el nivel de capital en épocas de bonanza, mientras que el impacto de un mayor capital sobre los diferenciales de préstamos parece ser relativamente pequeño (6). Las ratios de máxima relación préstamo a valor (*maximum loan-to-value ratios*) podrían ser más efectivas (Gerlach y Peng, 2005). En general, la habilidad para sortear todas estas restricciones no debería infravalorarse.

2. Reconocimiento del riesgo sistémico

Un enfoque macroprudencial sobre regulación y supervisión precisará necesariamente calibrar instrumentos basados en alguna medida del riesgo sistémico. Pero ¿cuán ajustado deberíamos esperar que sea este trazado?

Como primer paso a la hora de abordar esta cuestión, permítanme clarificar un punto que no es demasiado apreciado. Dado nuestro conocimiento actual, no es realista esperar una única medida del riesgo sistémico que sirva para todos los propósitos; de hecho, sería realmente peligroso hacerlo.

Aquí, la distinción entre las dimensiones temporal y transversal del riesgo agregado es crucial. En la dimensión temporal, la medida ideal sería un indicador principal del estrés financiero a toda prueba, que sirva como guía suficiente para tomar medidas de prevención, es decir, al menos por un año. Tal medición sería la referencia perfecta para calibrar los instrumentos. En el límite, se podría vislumbrar un marco análogo al del objetivo inflacionario: los instrumentos se ajustarían para mantener la medición dentro de un rango aceptable (Borio y Drehmann, 2009). En la dimensión de corte transversal, la medida ideal permitiría cuantificar de manera robusta la contribución de cada institución al riesgo sistémico. Esto significa, por ejemplo, que la suma de las contribuciones individuales daría como resultado el riesgo total.

El problema es que, dado nuestro estado de conocimiento, ninguna medida puede desempeñar las dos funciones simultáneamente. De hecho, las medidas que funcionan bien en la dimensión temporal no sirven en la transversal, y aquellas que funcionan en la transversal pueden mostrar señales erróneas en la temporal.

En la dimensión temporal, los principales indicadores más avanzados a nuestra disposición buscan identificar la propagación de desequilibrios financieros en tiempo real. Algunos trabajos, incluyendo los del BIS, sugieren que los indicadores simples pueden señalar con bastante certeza las tensiones financieras con años de antelación, en tiempo real y fuera de la muestra. Estos indicadores se basan en desviaciones positivas simultáneas de la ratio de crédito (del sector privado) sobre el PIB y de los precios de los activos a partir de convenciones históricas (por ejemplo, Borio y Drehmann, 2009a, y Alessi y Detken, 2009). Estos funcionan porque explotan la «paradoja de la inestabilidad financiera», favoreciendo a los formuladores de la política económica (Borio y Drehmann, 2009): el sistema parece más fuerte precisamente cuando es más vulnerable. El crecimiento del crédito y los precios de los activos son inusualmente fuertes, el apalancamiento calculado a precios de mercado es artificialmente bajo y las primas de riesgo y las volatilidades son también inusualmente bajas, precisamente cuando hay mayor riesgo. Lo que parece un leve riesgo es, de hecho, señal de una posición agresiva frente a la toma de riesgos. Ésta es una razón por la cual los tests de estrés a nivel macro, dado el estado actual de la tecnología, tranquilizan fácilmente a aquellos que formulan la política económica con un falso sentido de seguridad, tal y como ha ocurrido antes de la actual crisis (Borio y Drehmann, 2009). Dadas unas determinadas condiciones iniciales, son incapaces de generar suficiente daño, ya que infravaloran la fragilidad subyacente del sistema (Alfaro y Drehmann, 2009).

Por el contrario, en la dimensión de corte transversal, las medidas más útiles a nuestra disposición se apoyan fuertemente en los precios de mercado. Estas explotan la analogía entre sistema financiero y cartera de valores. Considerar a cada institución como si de un título se tratase permite estimar medidas tales como el valor de riesgo de todo el sistema (*value-at-risk*) o el déficit esperado (*expected shortfall*). Basándonos en éstos, es posible derivar la contribución marginal de cada institución a la correspondiente medida del riesgo sistémico (por ejemplo, Tarashev *et al.*, 2009 y 2010; Huang

et al., 2010; Acharya *et al*., 2010, y Goodhart y Segoviano, 2008) (7). En realidad, algunos de estos *inputs*, tales como las probabilidades de impago, podrían provenir también de los supervisores, pero otras, como las correlaciones u otras medidas de interdependencia, probablemente no. En cualquier caso, confiar en algunos *inputs* del mercado parece inevitable (8).

Si se tratase de usar estas medidas del riesgo sistémico basadas en el mercado para considerar la dimensión temporal, surgirían dos problemas. Las medidas ofrecerían una señal errónea: el riesgo sistémico parecería bajo cuando de hecho fuera alto. Por otro lado, los ajustes de las contribuciones de las instituciones individuales al riesgo sistémico exacerbarían realmente la prociclicidad. Los estándares de capital, por ejemplo, serían comparativamente bajos durante la época de bonanza y altos en la recesión.

Esto quiere decir que las medidas basadas en el mercado, a menos que sean utilizadas tras una adecuada normalización como indicadores de contraste del riesgo, no deberían ser incluidas dentro del conjunto formado por los principales indicadores del riesgo agregado. También significa que, de ser utilizadas en la dimensión transversal, sería necesario eliminar el elemento de prociclicidad de las mismas. Basarse en parámetros a lo largo del ciclo (*through-the-cycle*) o en parámetros de *estrés*, son posibilidades obvias (9). En otras palabras, mientras que en la dimensión de corte transversal los precios de mercado son parte de la solución, en la temporal son parte del problema si son interpretados literalmente.

¿Qué implica todo esto en términos de la combinación entre audacia y realismo a la hora de reconocer el riesgo sistémico y las contribuciones a éste? Deberíamos ser audaces en el trabajo analítico con objeto de desarrollar mejores indicadores. Pero el realismo debería prevalecer sobre la implementación. Los indicadores que tenemos en ambas dimensiones son un buen comienzo (no existieron hasta hace muy pocos años). Pero deberíamos ser conscientes de sus pros y sus contras, emparejando cuidadosamente el tipo de indicador con su propósito. No deberíamos pedirles demasiado, incluso cuando se combinan con criterio. Deberíamos evitar un falso sentido de precisión. Como suele decirse, es mejor estar aproximadamente en lo correcto que precisamente en lo incorrecto.

3. Enfoques agregados y sectoriales

La distinción entre enfoque agregado y enfoque sectorial se aplica igualmente a las dimensiones temporal y transversal. En la temporal, la cuestión central es el grado de calibración de los instrumentos prudenciales con respecto a las variables agregadas (tales como el crédito total) o las sectoriales (tales como el crédito a un sector específico de la economía). En la dimensión transversal, se trata principalmente de la cuestión relacionada con la amplitud de la cobertura institucional, conocida de otro modo como el «perímetro de regulación».

Ambos enfoques presentan pros y contras. Las principales ventajas del enfoque agregado son las de una menor vulnerabilidad al arbitraje regulatorio, que acompasan mejor las fuentes de riesgo y que están menos sujetas al peligro de incidir sobre la asignación del crédito, especialmente en la dimensión temporal. La ventaja principal del enfoque sectorial es la mayor facilidad a la hora de ser llevado a cabo y que es menos abrupto, siempre que resulte posible identificar de forma segura los sectores dentro de la fuente de vulnerabilidades. Históricamente, el mercado de la propiedad ha sido un objetivo de intervención común, dado su enorme papel en las crisis financieras.

Una combinación de los enfoques sectorial y agregado es la mejor opción. Deberíamos atrevernos a establecer un enfoque tan agregado como sea posible. Justamente en esto consiste la orientación macroprudencial. Al mismo tiempo, deberíamos ser realistas. Extender el enfoque macroprudencial más allá del sector bancario no será sencillo: el perímetro de regulación sigue siendo uno de los retos más duros que hay por delante. Esto es especialmente cierto desde una perspectiva dinámica, dado el esfuerzo de las instituciones por evitar límites regulatorios. Deberíamos tener cuidado de no llevar los enfoques sectoriales demasiado lejos, y debería asimismo evitarse la tentación de volcarse de manera inadvertida hacia una concesión del crédito sin discreción. La experiencia de la postguerra es un buen recordatorio de las limitaciones de tales políticas.

4. Normativa y discrecionalidad

El diseño de un marco macroprudencial no puede escapar a la perenne cuestión del equilibrio entre normativa y discrecionalidad.

La principal ventaja de la normativa es que, una vez conseguida la estabilidad, no requiere justificación continua o decisiones explícitas. Si están bien estructuradas, las normas pueden actuar como estabilizadores automáticos. También pueden actuar como dispositivos efectivos de preacuerdo, aliviando a los supervisores de lo que podrían ser fuertes presiones de política económica para no actuar: en la dimensión transversal, por razones de competencia justa, y en la dimensión temporal, para seguir disfrutando de un auge sin fin aparente. Además, la tentación de creer que «esta vez las cosas son diferentes» puede resultar muy poderosa para todos, incluyendo a las mismas autoridades (Reinhardt y Rogoff, 2009; y Borio, 2007).

Las medidas discrecionales presentan también sus fortalezas. Diseñar normas efectivas puede resultar difícil, y es más fácil confeccionar medidas discrecionales sobre las características específicas de la contribución de cada institución a los desequilibrios y amenazas financieras sistémicas, o a su desarrollo. Por otro lado, es más difícil llevar a cabo arbitraje regulatorio sobre las medidas discrecionales: la elusión de una norma resulta más fácil con el tiempo.

¿Qué hay de la combinación entre audacia y realismo? Deberíamos ser audaces en desarrollar tantas normas como sea posible. Especialmente en la dimensión temporal, las presiones de la política económica y la tentación de descontar riesgos pueden ser demasiado poderosas, al menos en algunos contextos institucionales. De hecho, es probable que estas presiones sean incluso más fuertes que aquellas en contra de endurecer la política monetaria para contener la inflación. Existe, al menos, algún consenso en relación con el desagrado por la inflación, pero no hay consenso alguno que demuestre el desagrado por el sentimiento embriagador de enriquecerse. Pero tenemos también que ser realistas. Las normas deberían ser simples y comprensibles. Resultará inevitable cierto grado de discrecionalidad, incluso considerable en determinados casos. Para ilustrar esto, consideraremos alternativamente la dimensión transversal y la temporal.

En la dimensión transversal, los indicadores de las contribuciones al riesgo sistémico son todavía bastante primitivos. Más aún, el problema está compuesto por la necesidad de elegir el perímetro del sistema. ¿Debería considerarse únicamente el sistema nacional o debería estar compuesto por las principales instituciones globales? ¿Debería referirse sólo a los bancos o también a otras instituciones? Cualquiera que sea la elección, esta establece una gran diferencia en relación a la correspondiente calibración.

En la dimensión temporal, los límites de las normas estrictas se hacen presentes cuando nos movemos más allá de las variantes contingentes fijas ajenas al Estado. Diseñar normas contingentes ajenas al Estado que incluyan propiedades anticíclicas puede hacerse de modo bastante directo (Borio *et al*., 2001, y Borio y Shim, 2007). Las normas basadas en parámetros a lo largo del ciclo o en parámetros de estrés son un ejemplo, como el aprovisionamiento dinámico de pérdidas procedentes de préstamos o los requisitos sobre márgenes (CGFS, 2010). Niveles bajos de ratios de máxima relación préstamo-valor (*maximum loan-to-value ratios*) son también un ejemplo: lejos de aumentar el colchón frente a una caída en el precio de los activos, reducen la sensibilidad de la cantidad de crédito ante incrementos en los precios de los activos durante la fase alcista, cuando estos activos son utilizados como garantía colateral.

No obstante, intentos más ambiciosos de reconocer el riesgo sistémico pueden toparse rápidamente con limitaciones. Consideremos, por ejemplo, el diseño de colchones de capital contracíclicos, o *countercyclical capital buffers* (Drehmann *et al*., 2010, y BCBS, 2010). Resulta difícil hallar una única variable macro que incremente y relaje los colchones automáticamente en el tiempo. Por ejemplo, la ratio de crédito sobre PIB es particularmente adecuada en la fase de auge, pero su caída retarda a menudo la aparición de tensiones incipientes, por lo que resulta lenta a la hora de liberar capital. Los diferenciales del crédito no resultan particularmente fiables entre ciclos. Los beneficios agregados del sector bancario no experimentan suficiente variación en los tiempos de bonanza, de ahí que puedan fallar a la hora de reconocer incrementos en los niveles de riesgo.

No es difícil establecer la razón de este resultado general. La mejor variable para guiar la fase de crecimiento sería el mejor indicador de tensión financiera; la mejor para guiar la expansión sería el mejor indicador contemporáneo de tensión. Es difícil imaginar cómo la misma variable podría ser el mejor indicador para anticipar y, simultáneamente, reflejar de manera contemporánea la tensión financiera. Esto sugiere que cierto grado de discrecionalidad es inevitable en este caso (10).

5. Gobernanza

Diseñar la gobernanza para marcos macroprudenciales no es tarea fácil. Los retos son más visibles que los de los marcos de política monetaria.

Un primer reto consiste en la medición del objetivo. La estabilidad de precios resulta mucho más fácil de medir que la estabilidad financiera. No se trata simplemente de que la estabilidad financiera sea multidimensional y sea un concepto elusivo. Como subraya la «paradoja de la inestabilidad financiera», el sistema puede ser frágil —y, en este sentido, inestable— durante mucho tiempo, incluso si no se experimentan tensiones financieras. Existe un considerable retardo entre la toma de riesgos y la materialización de sus consecuencias, más extenso que el horizonte de uno a dos años habitualmente considerado en la estabilidad de precios. Todo esto otorga especial importancia al sentido de la responsabilidad. También indica que la independencia operativa es crítica a la hora evitar presiones políticas.

Un segundo reto relaciona la alineación imperfecta de objetivos, el control sobre instrumentos y el *know-how.* Las autoridades responsables de la regulación y la supervisión han tendido a considerar su tarea desde una perspectiva microprudencial. Además, a menos que se trate de bancos centrales, estas cuentan con un menor factor *know-how* a tener en cuenta en sus decisiones macroeconómicas o en sus consideraciones a escala del mercado en su conjunto. Por otro lado, en algunos casos, la disposición de los instrumentos recae sobre autoridades que no consideran la estabilidad financiera como una preocupación relevante, tales como las autoridades encargadas de fijar los estándares contables. Todo esto muestra la necesidad de establecer acuerdos nuevos y específicos.

Creo que deberíamos diseñar nuevos acuerdos de gobernanza con audacia. Dada su pericia, los bancos centrales deberían jugar un papel clave. Las reformas actuales han contemplado completamente esta lección. La independencia operativa para la prevención de crisis debería quedar asegurada, al tiempo que habría de reconocerse que el Gobierno deberá estar inevitablemente implicado en la gestión de crisis. Pero deberíamos ser también realistas sobre la posibilidad de alcanzar tales compromisos. Las crisis no pueden ser evitadas totalmente. No deberíamos definir mandatos en términos cuantitativamente precisos, ya que esta falsa precisión podría resultar contraproducente. Sobre todo, los mandatos deberían ser consistentes con los instrumentos disponibles por parte de las autoridades, pecando, en cualquier caso, de cautela. Los medios deben ser proporcionales a los fines.

Operativamente, una cuestión importante es la de cómo coordinar el uso de instrumentos desde las perspectivas macro y microprudencial. Un enfoque útil es el de considerar «provisiones» explícitas (*overlays*) en forma de ajustes transparentes aplicables sobre las calibraciones llevadas a cabo desde la perspectiva microprudencial. Algunos ejemplos incluyen los ajustes contracíclicos o los recargos sistémicos. Esto permitiría a las autoridades descomponer diferentes escenarios para un mismo instrumento (por ejemplo: capital y liquidez) entre las dos perspectivas, facilitando la separación de los acuerdos de gobernanza para cada uno. Las provisiones o coberturas resultan especialmente útiles si los ajustes discrecionales juegan un papel importante en el marco. Facilitan la comunicación y apoyan el sentido de responsabilidad.

IV. CUESTIONES CLAVE PARA LA INVESTIGACIÓN

Las preguntas de investigación sobre los temas considerados no son escasas. Ésta es un área en la que no deberían establecerse límites a la audacia. Al mismo tiempo, una dosis de realismo para contribuir a dar respuesta a las cuestiones más acuciantes con las que lidian los gestores de la política económica también es bienvenida. Me voy a centrar sólo en tres aspectos: la medición de la inestabilidad financiera, la analítica de ésta y la eficacia de los instrumentos.

A pesar del progreso conseguido, el estado de la medición es aún prematuro. En la dimensión temporal hay todavía bastante margen para mejorar los indicadores empleados para anticipar el estrés financiero sistémico. Una línea de trabajo prometedora consiste en explotar sistemáticamente la paradoja de la inestabilidad financiera. Dentro de este amplio enfoque, varias cuestiones permanecen aún sin definir. ¿Cuáles son los pros y los contras de los distintos agregados cuantitativos, tales como los tipos de crédito? ¿Hay información adicional útil por el lado del pasivo de los intermediarios del sector financiero, tales como la ratio de financiación al por mayor sobre la financiación al por menor? ¿Es posible desarrollar medidas coherentes del apalancamiento agregado? ¿Cuál es la manera más adecuada de incorporar las dimensiones interna-

cional y global? ¿Es posible aprovechar mejor la información contenida en la prima de riesgo? En la dimensión de corte transversal, se puede hacer mucho más para combinar la información de los balances y la de los precios de mercado, y comparar los pros y los contras de los diferentes agregados. Al hacer todo esto, debemos resistirnos a la tentación de confundir complejidad con sofisticación. Enfoques simples, fáciles de comprender y transparentes probablemente sean más robustos y ampliamente aceptados. La navaja de Occam debería guiar nuestros esfuerzos.

Una mejor analítica debería facilitar mejor información a las mediciones. Siendo ambiciosos, sería ideal poder integrar las dimensiones temporal y transversal en un modelo único y convincente. Éste es un reto muy duro, pero vale la pena que sea perseguido por los más audaces y dotados. Además, sospecho que un análisis adecuado de la inestabilidad financiera exigirá un replanteamiento de los modelos macroeconómicos, reconsiderando la interacción entre los factores monetarios, financieros y reales (Borio, 2007a). Necesitamos modelos en los que la liquidez —en sus varias encarnaciones, incluyendo los agregados monetarios y de crédito—, la medición y el precio del riesgo, y las distorsiones, tanto en la acumulación del capital como en los balances, jueguen un rol central. Necesitamos modelos que generen fases de expansión y contracción endógenamente. ¿Qué fallos de coordinación transversal e intertemporal son más críticos? Necesitamos modelos en los que, como sugiere fuertemente la evidencia empírica, las crisis tengan efectos muy duraderos, si no permanentes, sobre los niveles producción (por ejemplo, Cerra y Saxena, 2008, e IMF, 2009). ¿Qué puede explicar estos efectos? ¿Qué implicaciones tienen para las políticas macroeconómicas más allá de la política macroprudencial?

Desarrollar mejores modelos puede ayudarnos a comprender la eficacia de los distintos instrumentos macroprudenciales. Esto requerirá modelos lo suficientemente ricos como para incorporar instrumentos de manera significativa. Un enfoque complementario es investigar su efectividad basándose en un cuidadoso trabajo empírico entre países, complementado con casos de estudio. Hasta ahora, las limitaciones de los datos han frenado este tipo de investigación. Pero, a medida que se acumule la experiencia con los instrumentos, tendremos más fuentes de datos a nuestra disposición. Más aún, no deberíamos ser contrarios a ahondar en el pasado, cuando ciertas formas de intervención en los sistemas financieros eran más comunes.

V. CONCLUSIÓN

Es hora de convertir el murmullo del concepto «macroprudencial» en un marco completo y aplicable. No podemos permitirnos dejar pasar esta ventana de oportunidad, pero no debemos infraestimar los retos futuros.

En este artículo se ha argumentado que abordar estos retos implica una fina combinación entre audacia y realismo. Audacia para diseñar un marco que podría, en principio, actuar como límite de velocidad efectivo ante el aumento de desequilibrios financieros, y realismo para evitar la fijación de criterios del éxito demasiado ambiciosos, más allá de reforzar la resistencia del sistema financiero. Audacia para desarrollar mejores indicadores cuantitativos del riesgo sistémico, y realismo para reconocer el inevitable papel del juicio. Audacia para desarrollar enfoques agregados, y realismo para evitar el riesgo de conducirnos, de manera no intencionada, hacia políticas de asignación del crédito. Audacia para basarnos lo más posible en normas simples y transparentes, y realismo para reconocer la necesidad de una discrecionalidad contenida. Audacia para diseñar nuevos compromisos de gobernanza, asegurando un papel clave a los bancos centrales, el necesario grado de independencia operativa y el control de los instrumentos, y realismo para evitar un falso sentido de precisión en la definición de los mandatos y controlar las expectativas sobre lo que puede conseguirse. Audacia, en fin, para evitar limitar cuán osada debería ser la investigación, y realismo para conducirla a dar respuesta a las más acuciantes cuestiones a las que se enfrentan los gestores de la política económica.

Esta combinación contribuiría a desarrollar y aplicar marcos efectivos. Si bien permitiría reconocer que no existen soluciones aplicables en cualquier caso, resulta aplicable a todos los países, independientemente de sus circunstancias específicas.

Dicho esto, antes de concluir, y en el espíritu de un mayor realismo, quisiera añadir dos cuestiones adicionales.

En primer lugar, sería una ilusión esperar que un marco macroprudencial sea capaz asegurar por sí mismo el nivel adecuado de estabilidad financiera. Como ya se ha explicado anteriormente con más detalle, otras políticas

macroeconómicas tendrán que jugar un papel. En particular, resulta clave la política monetaria (por ejemplo, Borio y Lowe, 2002). La política monetaria fija un precio universal de apalancamiento en un área monetaria dada y, como tal, resulta más difícil sortearla. Opera precisamente incidiendo sobre los precios del crédito y del activo y, como tal, es más probable que actúe como un límite de velocidad efectivo. Como sugiere la creciente evidencia, ésta puede influenciar las percepciones del riesgo y las actitudes (el precio del riesgo), y así complementar de manera cercana a los instrumentos macroprudenciales (11).

En segundo lugar, el enfoque macroprudencial fue originalmente diseñado teniendo en mente las fuentes de inestabilidad financiera del sector privado, de ahí la importancia de los altibajos en el crédito al sector privado y en el precio de los activos. Pero, como la más reciente experiencia nos ha recordado una vez más, el sector público también puede ser una fuente de inestabilidad financiera. Esto tiene implicaciones sobre el diseño de los indicadores del riesgo sistémico y sobre las respuestas de política económica. Y este es un hueso todavía más difícil de roer. Después de todo, es generalmente el sector público quien viene al rescate del sistema financiero. ¿Cómo pueden los rescatados protegerse de los rescatadores, cuando el rescatador es la fuente del problema? Mirando en perspectiva, el enfoque macroprudencial tiene que ser adaptado para abordar esta cuestión hacia adelante. No deberíamos conducir mirando solamente por el espejo retrovisor.

En otras palabras, el marco macroprudencial puede ser sólo un componente, si bien importante, de un marco más amplio diseñado para promover la estabilidad financiera y macroeconómica. Otras políticas, especialmente las monetarias y fiscales, tendrán que jugar también su papel.

NOTAS

(*) Este artículo corresponde al discurso preparado para el acto de apertura del Congreso de investigación del BIS-HKMA sobre *Estabilidad Financiera: Hacia un Enfoque Macroprudencial*, Honk Kong SAR, 5-6 julio de 2010. Las opiniones expresadas aquí corresponden exclusivamente al autor, y no necesariamente reflejan las opiniones del Banco Internacional de Pagos. El discurso fue publicado el 22 de julio por el BIS, con el título original: «Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism». Traducido del inglés por M.ª Teresa Fernández Fernández.

(1) FSF (2009), G20 (2009), De Larosière (2009), Bank of England (2009) y Brunnermeier *et al.* (2009).

(2) Véase Crockett (2000) y Borio (2003). Para una revisión histórica del término, véase Clement (2010) y Maes (2009), y para consideraciones más recientes en esta misma línea véase Knight (2006), Caruana (2009) y BIS (2009).

(3) Dicho esto, existe una zona de grises. Lo que es y lo que no es un instrumento «prudencial» no está siempre tan claro. Lo mismo puede decirse del alcance de los «compromisos regulatorios y de supervisión». Analíticamente, probablemente puede definirse mejor en términos del objetivo central del que es responsable la autoridad usando un instrumento específico. Pero ¿y si la autoridad es responsable de múltiples objetivos (por ejemplo: estabilidad monetaria y fiscal, como es el caso de los bancos centrales)? Por ejemplo, algunos bancos centrales pueden considerar el uso de restricciones al crecimiento del crédito, tales como la introducción de techos sobre los préstamos, como un instrumento macroprudencial si lo utilizan teniendo en mente el objetivo de estabilidad global.

(4) En las discusiones de política, el problema «demasiado grande» o «demasiado importante sistémicamente para caer» es generalmente considerado como un sinónimo del SIFI. Esto conduce a error. Incluso si no hay expectativas de rescate, una SIFI supone una externalidad para el sistema financiero simplemente en virtud de su mayor contribución al riesgo sistémico. Las expectativas de rescate reducen la disciplina *ex ante* porque implican un subsidio sin precio, lo que exacerba las distorsiones. Librarse del problema «demasiado grande para caer» no resuelve el problema de las SIFI, esto es, la necesidad de poner precio a la externalidad.

(5) Por ejemplo, sobre el posible uso de impuestos en este contexto, véase IMF (2010), Perotti y Suárez (2009) y Acharya *et al*. (2010).

(6) Durante un *boom* crediticio, los beneficios tienden a ser considerablemente elevados. Ello reduce la necesidad de alcanzar requerimientos adicionales de capital recurriendo a recursos propios externos, que suelen ser más caros que los internos, debido a los ya conocidos costes asociados a la información asimétrica. Además, incluso si los recursos propios han de incrementarse externamente, como éstos representan una proporción muy pequeña de la financiación bancaria, cualquier aumento inducido en los diferenciales de préstamos estaría limitado a ser reducido.

(7) Una medida popular y útil de las contribuciones al riesgo sistémico es la CoVar (Adrian y Brunnermeier, 2009). Sin embargo, esta medida no cumple la propiedad aditiva por la que las contribuciones individuales sumarían el riesgo sistémico agregado. Tarashev *et al*. (2010) presentan un debate al respecto.

(8) El término «exposiciones comunes» puede ser también utilizado para referirse a exposiciones que incorporan los efectos de interconexiones, como, por ejemplo, las exposiciones indirectas. Existe una amplia y creciente literatura sobre las redes que trazan el impacto del contagio por interconexión. Mi opinión es que las exposiciones comunes directas sobre otros participantes fuera del conjunto de instituciones financieras dadas (hogares y empresas) representan un papel mucho más importante en la inestabilidad financiera (Borio, 2003). La evidencia empírica es consistente con esta opinión (Elsinger *et al*., 2006).

(9) En ocasiones, se argumenta que si una institución es o no sistémica depende del contexto (país). Esto es verdad en el sentido de que incluso las instituciones pequeñas o poco importantes pueden generar desajustes sistémicos. Pero esto sólo ocurre cuando se las ve como un canario dentro de una mina de carbón: representativas de problemas mayores, compartidos con otras instituciones. Un ejemplo sencillo se presenta en la inflexión del ciclo financiero, cuando el auge se torna en declive y la primera institución en encontrar dificultades es vista como síntoma de mayores amenazas. El razonamiento no resta utilidad al hecho de identificar tales instituciones abstrayéndolas de tal contexto.

(10) Es mejor investigar más la posibilidad de diseñar contratos financieros que se apoyen al máximo en reglas; un ejemplo obvio incluye varios mecanismos de capital contingente basados en disparadores no discrecionales. Véase Kashyap *et al*. (2008).

(11) Para una explicación del concepto general del canal de la toma de riesgo, véase Borio y Zhu (2007); para variantes específicas y formalizaciones, Rajan (2005), Adrian y Shin (2009), Diamond y Rajan (2009), y Fahri

y TIROLE (2009); para evidencia empírica, ALTUBAS *et al*. (2009), IANNIDOU *et al*. (2009) y JIMÉNEZ *et al*. (2009).

BIBLIOGRAFÍA

ACHARYA, V.; L. H. PEDERSEN; T. PHILIPPON, y M. RICHARDSON (2010), «Measuring systemic risk», mimeo.

ADRIAN, T., y M. BRUNNERMEIER (2009), «CoVar», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n.º 348.

ADRIAN, T., y H. S. SHIN (2009), «Financial intermediaries and monetary economics», en *Handbook of Monetary Economics.*

ALESSI, L., y C. DETKEN (2009), «Real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: A role for global liquidity», *ECB Working Paper 1039.*

ALFARO, R., y M. DREHMANN (2009), «Macro stress tests and crises: what can we learn?», *BIS Quarterly Review*, diciembre: 29-41.

ALTUNBAS, Y.; L. GAMBACORTA, y D. MARQUES-IBÁÑEZ (2010), «Does monetary policy affect bank risk-taking?», *BIS Working Papers*, n.º 298.

BANK OF ENGLAND (2009), *The role of macroprudential policy: A Discussion Paper*, noviembre. Bank for International Settlements (2009), *79th Annual Report*, junio.

— (2009a), «Addressing financial system procyclicality: a possible framework», note for the *FSF Working Group on Market and Institutional Resilience,* abril.

— (2010), *80th Annual Report*, junio.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, BCBS (2010), «Countercyclical capital buffer proposal», consultative document, julio.

BORIO, C. (2003), «Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?», *CESifo Economic Studies*, 49 (2): 181–216. También está disponible como *BIS Working Papers*, n.º 128.

— (2007), «Change and constancy in the financial system: implications for financial diestrés and policy», en Reserve Bank of Australia (ed.) *The Structure and Resilience of the Financial System*. También está disponible como *BIS Working Papers,* número 237.

— (2007a), «Monetary and prudential policies at a crossroads? New challenges in the new century», *Moneda y Crédito*, 224: 63-101. También está disponible como *BIS Working Papers*, n.º 216 (2006).

BORIO, C.; C. FURFINE, y P. LOWE (2001), «Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options», en Marrying the Macro- and Micro-prudential Dimensions of Financial Stability, *BIS Papers*, 1 (marzo): 1-57.

BORIO, C., y M. DREHMANN (2009), «Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences», en Banco Central de Chile (ed.), *Financial Stability, Monetary Policy and Central Banking;* También está disponible como *BIS Working Papers,* n.º 284.

— (2009a), «Assessing the risk of banking crises – revisited», *BIS Quarterly Review*, marzo: 29-46.

BORIO, C., y P. LOWE (2002), «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus,» *BIS Working Papers*, n.º 114.

BORIO, C., y I. SHIM (2007), «What can (macro)-prudential policy do to support monetary policy?», en Bank of Thailand (ed.), *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*. También disponible como *BIS Working Papers*, n.º 242.

BORIO, C., y H. ZHU (2008), «Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?», *BIS Working Papers*, n.º 268.

BRUNNERMEIER, M.; A. CROCKETT; C. GOODHART; M. HELLWIG; A. PERSAUD, y H. SHIN (2009), «The fundamental principles of financial regulation», *Geneva Reports on the World Economy*, 11 (Preliminary Conference Draft).

CARUANA, J. (2009), «The international policy response to financial crises: making the macroprudential approach operational», panel remarks, Jackson Hole, 21-22 agosto, disponible en *BIS Speeches*, 11 de septiembre.

— (2010), «Macroprudential policy: what we have learned and where we are going», Discurso ofrecido en *The Second Financial Stability Conference of the International Journal of Central Banking*, Bank of Spain, Madrid, 17 de junio, *BIS Speeches*.

CERRA, V., y S. C. SAXENA (2008), «Growth dynamics: The myth of economic recovery», *American Economic Review,* 98: 439-457.

CGFS (2010), *Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences*, n.º 38.

CLEMENT, P. (2010), «The term 'macroprudential': origins and evolution», *BIS Quarterly Review*, marzo: 59-67.

CROCKETT, A. (2000), «Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability», *BIS Speeches*, 21 de septiembre.

DE LAROSIÈRE, dir. (2009), *De Larosière Report*.

DIAMOND, D., y R. RAJAN (2009), «Illiquidity and interest rate policy», *NBER Working Paper Series*, n.º 15197.

DREHMANN, M; C. BORIO; L. GAMBACORTA; G. JIMÉNEZ, y C. TRUCHARTE (2010), «Countercyclical capital buffers: exploring options», *BIS Working Papers*, n.º 317.

ELSINGER, H.; A. LEHAR, y M. SUMMER (2006), «Risk assessment for banking systems», *Management Science*, 52 (9): 1301-1314.

FARHI, E., y J. TIROLE (2009), «Collective moral hazard, maturity mismatch, and systemic bailouts», mimeo, Harvard University and Toulouse School of Economics.

FINANCIAL STABILITY FORUM, FSF (2009), *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, Basilea, abril.

GERLACH, S., y W. PENG (2005), «Bank lending and property prices in Hong Kong», *Journal of Banking and Finance*, 29 (2): 461-481.

GOODHART, C., y M. SEGOVIANO (2008), «Banking Stability Measures», *IMF Working Paper*.

G20 (2009), «Enhancing sound regulation and strengthening transparency», *G20 Working Group* 1, 25 de marzo.

HUANG, X.; H. ZHOU, y H. ZHU (2010), «Assessing the systemic risk of a heterogeneous portfolio of banks during the recent financial crisis», *BIS Working Papers*, n.º 296.

IMF (2009), *World Economic Outlook*, octubre.

— (2010), «A fair and substantial contribution by te financial sector», *Report to the G20*, junio.

IOANNIDOU, V.; S. ONGENA, y J. PEYDRÒ (2009), «Monetary policy and subprime lending: a tall tale of low federal funds rates, hazardous loans and reduced loan spreads», *European Banking Centre Discussion Paper*, n.º 2009–04S.

JIMÉNEZ, G.; S. ONGENA; J. PEYDRÒ, y J. SAURINA (2009), «Hazardous times for monetary policy: what do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?», Banco de España, *Working Papers*, n.º 833.

KASHYAP, A. K.; R. RAJAN, y J. STEIN (2008), «Rethinking capital regulation», Federal Reserve Bank of Kansas City, symposium sobre *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Jackson Hole, Wyoming, 21-23 de agosto.

KNIGHT, M. D. (2006), «Marrying the micro and macroprudential dimensions of financial stability: six years on», discurso ofrecido en la 14th *International Conference of Banking Supervisors*, *BIS Speeches*, octubre.

MAES, I. (2009), «On the origins of the BIS macro-prudential approach to financial stability: Alexandre Lamfalussy and financial fragility», *Working Paper Research*, número 176, National Bank of Belgium, octubre.

PEROTTI, E., y J. SUÁREZ (2009), «Liquidity risk charges as a macroprudential tool», *CEPR Policy Insight,* n.º 40.

RAJAN, R. J. (2005), «Financial markets, financial fragility, and central banking», trabajo presentado en *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, symposium celebrado en el Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 de agosto.

REINHART, C., y K. ROGOFF (2009), *This Time Is Different*: *Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.

TARASHEV, N.; C. BORIO, y K. TSATSARONIS (2009), «The systemic importance of financial institutions», *BIS Quarterly Review*, septiembre: 75-86.

— (2010), «Attributing systemic risk to individual institutions», *BIS Working Papers*, número 308.

NOTA

LOS EFECTOS DE BASILEA III EN EL SECTOR BANCARIO

BASILEA III: DEL PROYECTO A LA REALIDAD

Matías RODRÍGUEZ INCIARTE

Banco Santander

I. INTRODUCCIÓN

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) formalizó, en su reunión de diciembre de 2010, el acuerdo sobre un nuevo estándar regulatorio global de capital y liquidez, después de que éste fuese aprobado por el GHOS (grupo de gobernadores y jefes de supervisión) en sus reuniones de junio y septiembre, y de haber recibido el apoyo unánime de los líderes del G-20 en la cumbre de noviembre en Seúl. Nació así Basilea III, un nuevo marco regulatorio internacional con el objetivo fundamental de garantizar la estabilidad financiera global en un nuevo contexto económico internacional.

La profunda y prolongada crisis económica global iniciada en 2008 ha ido dejando a su paso algunas lecciones fundamentales. A partir de ellas, la comunidad internacional llegó al convencimiento de que era necesario mejorar y fortalecer las reglas de funcionamiento del sistema financiero global, estableciendo cambios en los esquemas de regulación y de supervisión, y de que necesitábamos construir una nueva arquitectura financiera que rija el desarrollo de las finanzas internacionales de las próximas décadas. En este contexto, surge Basilea III.

En general, la historia nos demuestra que los grandes cambios en el marco regulatorio internacional han tenido lugar como respuesta a una situación de crisis. Como dijo Jean Monnet, «la gente sólo acepta el cambio ante la necesidad, y sólo reconoce la necesidad en tiempos de crisis». La evolución de la regulación internacional desde la propuesta de Basilea I hasta la actual de Basilea III es ilustrativa del complejo, pero educativo progreso que hemos experimentado en este ámbito.

Basilea I fue aprobada en 1988, tras un período de turbulencias financieras que llevó a gran parte de las *US Savings & Loans* a la quiebra en el entorno del año 1985. La novedad fundamental fue la introducción del concepto de capital regulatorio, estableciendo unos mínimos regulatorios de capital del 8 por 100 de los activos ponderados por riesgo. Su mayor carencia tenía que ver con el modo en que se definía la ponderación del riesgo de los activos, que seguía una lógica demasiado simplista que no capturaba de forma efectiva las diferentes probabilidades de incumplimiento de los prestatarios.

Las crisis financieras de finales de los noventa, la crisis argentina de 2001 y el estallido de la burbuja tecnológica en EE.UU. son algunos de los factores que explican el siguiente cambio de marco regulatorio en 2004: Basilea II. Este acuerdo supuso, precisamente, un avance muy importante en la medición de los activos ponderados por riesgo, y se desarrolló en torno a tres pilares fundamentales. El pilar I, relacionado con el cálculo de los requisitos mínimos de capital, que se hicieron más sensibles al riesgo y permitieron el uso de los modelos internos de las entidades en la medición de dicho riesgo. El pilar II, que reconoce la importancia de la revisión supervisora a la hora de determinar el riesgo de una entidad, y si las exigencias derivadas del pilar I son suficientes o necesitan ser reforzadas en cada caso concreto. Y el pilar III, que estableció reglas para aumentar la transparencia de los riesgos enfrentados por las entidades, haciendo más efectiva la disciplina de mercado.

El foco de atención regulatoria en Basilea II fue exclusivamente la medición del riesgo, es decir, el denominador de la ratio de solvencia introducido en Basilea I, dejando sin modificaciones la definición del numerador de dicha ratio, es decir, la definición de los elementos admisibles como fondos propios. La crisis económica iniciada en 2008 obligó a replantearse modificaciones profundas en la ratio mínima de solvencia tanto en la definición del numerador, exigiendo más y mejor capital, como en la del denominador, refinando la captura de los riesgos asociados a determinados activos, vinculados con la titulización, el riesgo de contraparte en los derivados financieros, las actividades de la cartera de negociación o las exposiciones a vehículos fuera de balance. No sólo eso, sino que además Basilea III amplió su perspectiva para incluir en el marco regulatorio aspectos relacionados con la liquidez, con el apalancamiento o con la contención de la prociclicidad del crédito, entre otros.

Nos encontramos, por tanto, ante una propuesta de reforma del marco regulatorio muy ambiciosa, de dimensiones globales, y cuya implementación nacional y regional plantea algunos desafíos sobre los que intentan reflexionar las líneas que siguen.

II. LOS RETOS DE BASILEA III

El desafío fundamental de Basilea III es el de garantizar la estabilidad del sistema financiero internacional sin comprometer la recuperación

económica y el futuro crecimiento real. Aprobado el acuerdo, existen todavía pasos importantes para los próximos años, relacionados con su aplicación. Por un lado, el posible impacto negativo que dicha implementación puede tener sobre la actividad crediticia y, en definitiva, sobre la actividad económica. Y por otro, los problemas derivados de una implementación divergente tanto entre diferentes áreas geográficas como entre diferentes sectores.

1. Impacto sobre la actividad económica

A mi juicio, el principal reto de Basilea III es el de conseguir un fortalecimiento del sistema financiero internacional sin que éste tenga un impacto negativo en la actividad económica. Encontrar ese equilibrio no es fácil, especialmente en momentos en que la actividad económica mundial parece sumida en una larga apatía por los efectos aún muy agudos de la crisis.

En principio, las mayores exigencias de capital y los nuevos requisitos de liquidez ejercerán sobre el sector bancario una presión al alza de los costes de financiación, lo que llevará a una reducción del crédito, con las consiguientes consecuencias en términos de la reducción de la actividad económica y, con ello, del nivel de empleo y del PIB. Sin embargo, las opiniones sobre este tema son diversas y divergentes, como muestra el siguiente repaso a las estimaciones de impacto de Basilea III sobre la actividad económica que han hecho tanto instituciones públicas como la propia industria bancaria durante las fases de propuesta y consulta previas al acuerdo.

Así, la OCDE (véase Slovik y Cournède, 2011), estima que el impacto de la aplicación de Basilea III sobre el PIB oscilaría entre el 0,05 y el 0,15 por 100 anual en el período 2011-2019, y que los bancos subirán los intereses de los préstamos en aproximadamente 15 y 50 puntos básicos para alcanzar los requisitos exigidos por Basilea III para 2015 (es decir, un 4,5 por 100 de *common equity* y un 6 por 100 de capital *Tier 1*) y para 2019 (7 por 100 de *common equity* y 8,5 por 100 de capital *Tier 1*), respectivamente.

Los cálculos del BIS estiman que la tasa de crecimiento anual se reduciría, en promedio, 0,04 por 100 durante el periodo de los primeros cuatro años y medio de implementación de Basilea III (véase Macroeconomic Assessment Group, 2010).

En relación con el impacto económico a largo plazo, el BCBS (2010) tiene en cuenta tanto los costes de implementación, en términos de aumento de requerimientos de capital y liquidez, como los beneficios resultantes, en forma de incremento de la estabilidad financiera y reducción de la volatilidad y de la probabilidad y frecuencia de crisis. Concluye que, en términos del PIB, los beneficios son superiores a los costes y que, por ejemplo, por cada punto porcentual que se reduce la probabilidad anual de una crisis, se obtiene un beneficio anual esperado que oscila entre el 0,2 y el 0,6 por 100 del PIB, dependiendo de diferentes supuestos.

El FMI y el BCE también han analizado esta cuestión, llegando a algunas conclusiones cualitativas destacables. Por un lado, el FMI (véase Cosimano y Hakura, 2011) ha estimado que una muestra de los bancos más grandes del mundo subiría los tipos de interés de sus préstamos en una media de 16 puntos básicos para cumplir con el requisito de 7 por 100 de *common equity*, lo que, basándose en varios supuestos, llevaría a una reducción del crecimiento del crédito del 1,3 por 100 en el largo plazo.

En cuanto al BCE (véase González-Páramo, 2011), ha venido mostrando su opinión de que existen costes transitorios de la nueva regulación centrados, fundamentalmente, en las condiciones más restrictivas para el crédito, pero, en el largo plazo, el nuevo marco regulatorio debe ayudar a reducir la frecuencia de las crisis y a reducir las divergencias regulatorias globales.

Siendo importantes estos efectos, las estimaciones de la industria indican, en general, un impacto mucho más acentuado en la actividad económica. Las estimaciones del Institute of International Finance (IIF, 2010) apuntan un impacto muy superior, con una reducción acumulada del PIB del 2,6 por 100 en EE.UU. y del 4,3 por 100 en la zona euro durante el período 2011-2015. Además, el análisis del IIF argumenta que las grandes diferencias de los resultados con las estimaciones realizadas por el BIS tienen que ver con algunos aspectos que este último no tiene en cuenta, y que, sin embargo, pueden ser muy relevantes en el análisis, tales como que: 1) el estudio del IIF abarca un amplio número de cambios regulatorios asociados con Basilea III, mientras que el BIS sólo se centra en los requerimientos de capital; 2) el BIS asume condiciones para captar capital mucho más favorables de las que el IIF considera probables; 3) el BIS asume unas condiciones de política monetaria muy expansivas que el IIF considera serán difíciles de mantener, y 4) el IIF y el BIS difieren en las formas en que cuantifican el canal de transmisión de tipos de interés de préstamos altos sobre la actividad económica.

En definitiva, estos análisis muestran las divergencias de opinión existentes entre las diferentes instituciones en cuanto a si/cómo la reducción de la actividad económica podrá verse compensada por el incremento de la estabilidad financiera aportado por Basilea III.

A la ya difícil tarea de evaluar el impacto de cualquier nueva regulación, se añade el hecho de que este cambio regulatorio se produce en un contexto económico de gran incertidumbre. Esto hace aconsejable una implementación progresiva, cauta y flexible. Las autoridades así lo han entendido al establecer un calendario de implementación extenso, y períodos de observación para los elementos de la propuesta más innovadores, como pueden ser las ratios de liquidez.

Será importante que las autoridades utilicen efectivamente los perio-

dos de transición y observación para hacer una evaluación continua del impacto de los distintos elementos de la propuesta, y que apliquen un enfoque flexible a la hora de ajustar su propuesta, si fuera necesario, a la luz de la evidencia que se vaya acumulando y del contexto financiero y económico.

2. Riesgos y consecuencias de la aplicación divergente de Basilea III

Otro de los grandes desafíos que plantea Basilea III tiene que ver con las consecuencias negativas de una implementación divergente. Por un lado, porque normas equivalentes pueden impactar de un modo desigual sobre sistemas financieros con características diferentes, y por otro, porque la transposición del nuevo marco regulatorio se traduce, en ocasiones, en normas no armonizadas entre las diversas jurisdicciones. Además, se está confirmando el riesgo de que la transposición e implementación de la norma siga ritmos distintos en diferentes jurisdicciones, lo que también puede generar distorsiones no deseadas.

En tal sentido, cabe destacar la importancia de concentrar gran parte de los esfuerzos futuros en promover una aplicación homogénea de Basilea III y en la convergencia de las normas contables que condicionan el resultado de las normas prudenciales, con el doble objetivo de evitar el desarrollo de un terreno de juego desnivelado y de garantizar la efectividad del acuerdo, evitando el arbitraje.

En Europa, la European Banking Authority está trabajando en el desarrollo de un *Single Rulebook* que garantizaría una implementación convergente en todos los estados miembros, y en el ámbito internacional se está reforzando el papel del Grupo de Implementación de estándares de Basilea (SIG, por sus siglas en inglés) encargado de garantizar la homogeneidad en la aplicación de los acuerdos del Comité de Basilea.

Por otra parte, la distinta relevancia de los sistemas bancarios en la financiación de la actividad económica en diferentes jurisdicciones (como es el caso de las diferencias de nivel de intermediación bancaria entre la UE y EE.UU., con unos niveles del 75 y del 25 por 100, respectivamente) supone, por una parte, que en aquellas economías más dependientes de la intermediación bancaria el impacto de Basilea III en el crédito y, en definitiva, en el crecimiento va a ser mayor. Por otra parte, el hecho de que de momento no exista una norma equivalente a Basilea III para el llamado *shadow banking*, significativo en algunos mercados, y que ha demostrado ser tanto o más responsable de generar riesgo sistémico que el sector bancario, generará incentivos a desplazar los riesgos desde un sector bancario regulado y trasparente hacia una parte del sector financiero no/menos regulada y opaca. El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) está trabajando para cerrar esta brecha, y esperamos que el resultado garantice un terreno de juego nivelado entre sectores y un sistema financiero estable que restaure la confianza de los mercados.

Por último, a la hora de terminar de definir los detalles del acuerdo, se deberían tener en cuenta las peculiaridades de los distintos sistemas financieros para evitar perjudicar, de forma no intencionada, estructuras de financiación e intermediación que han funcionado bien. Éste es el caso, por ejemplo, de los bonos con cobertura, que juegan un papel crucial en la financiación de la banca europea, a diferencia de lo que ocurre en el mercado americano, donde son las agencias Freddy y Fannie las que desempeñan este papel. Estos bonos podrían verse penalizados en la nueva regulación de forma, en mi opinión, injustificada y con consecuencias muy negativas en el mercado europeo.

En definitiva, si queremos que Basilea III tenga los efectos deseados sobre la estabilidad financiera global, debemos garantizar que no existen posibilidades de arbitraje, ni geográfico ni entre sectores, que permitan trasladar el riesgo a zonas más oscuras y difíciles de controlar por los supervisores, y que su diseño final no daña desintencionadamente modelos de negocio y de financiación adecuados.

III. MÁS ALLÁ DE BASILEA III

En estos momentos, los reguladores están trabajando en dos áreas de especial calado cuyas consecuencias pueden ser incluso más importantes que las de Basilea III, y que los reguladores debieran tener en cuenta a la hora de evaluar el impacto final de la reforma. Se trata, en concreto, del riesgo sistémico asociado a las entidades y del avance hacia marcos de resolución que garanticen que la eventual caída de una entidad se produzca de forma ordenada.

En relación con el tratamiento de las entidades sistémicas, el G20 en su reunión de Cannes de noviembre de 2011 aprobó y ha dado a conocer la metodología y las medidas acordadas para la identificación y el tratamiento de entidades sistémicas. El marco aprobado propone medir el riesgo sistémico de las entidades sistémicas globales en base a cinco indicadores (globalidad, interconexión, tamaño, sustituibilidad y complejidad) e imponerles, en función de su nivel de riesgo sistémico, recargas de capital, la elaboración de planes de contingencia y resolución y una supervisión más intensa. Aunque la industria sigue cuestionando el fundamento de esta propuesta, desde el punto de vista de la estabilidad financiera, para los posibles efectos sobre el «riesgo moral» de las entidades que se etiqueten como sistémicas, lo cierto es que la propuesta ha evolucionado de forma positiva desde que se iniciara el debate. Las primeras propuestas identificaban erróneamente riesgo sistémico con tamaño, y planteaban una recarga igual para la lista de entidades que se considerasen suficientemente grandes. La propuesta final, sin embargo, reconoce que el tamaño no es la principal fuente de riesgo sistémico e incorpora otras dimensiones

que tratan de reflejar otros factores de riesgo, como la complejidad, la interconexión y la sustituibilidad. Además, acepta que las entidades presentan distintos grados de riesgo sistémico y plantea recargas graduales en función del riesgo. A pesar de estos avances, la medida aún presenta debilidades, al no incorporar de forma satisfactoria factores cualitativos tanto o más importantes que los cuantitativos, como la calidad del riesgo o el carácter resolvible de una entidad. Aunque los reguladores reconocen estos factores como determinantes en el riesgo sistémico, la dificultad de parametrizar su calidad no ha permitido hasta ahora su incorporación a este marco. Hacerlo es esencial para que el marco introduzca los incentivos adecuados que lleven a las entidades a inclinarse por formas de gestión y de organización que, aunque más costosas, faciliten su resolución.

Por otro lado, en relación con los marcos de resolución de entidades financieras en caso de crisis, se han realizado importantes avances para reducir el riesgo moral en el comportamiento de las entidades sistémicas, y de dotar a las autoridades de capacidad para actuar sobre estas entidades sin ejercer un impacto sistémico o sin imponer un coste innecesario sobre los contribuyentes de un país. Especialmente importante es la introducción de planes de contingencia y resolución como herramienta para preparar mejor a las entidades en situaciones de crisis. Existen, sin embargo, ámbitos como los de la cooperación transfronteriza, la implementación armonizada de estas medidas entre diferentes jurisdicciones o el orden de prelación de los bonistas senior y los depositantes, entre otros, y sobre los que es necesaria aún mucha reflexión.

Pero todo este avance en el marco regulatorio no podrá alcanzar su objetivo si no va acompañado de una supervisión de calidad. Una supervisión adecuada, proactiva, intensiva y anticipativa puede cubrir algunos huecos en la regulación, pero ni más calidad ni más cantidad de regulación pueden suplir una supervisión deficiente. El diseño del nuevo marco regulatorio debe tener en cuenta esta dimensión en la medida en que una regulación excesivamente compleja puede hacer de la supervisión un ejercicio imposible y, por ello, acabar por hacer ineficaz el mecanismo que debe garantizar el cumplimiento de los nuevos estándares regulatorios. Al mismo tiempo, es necesario avanzar en la coordinación y la cooperación entre los distintos supervisores para garantizar que la supervisión de grupos transfronterizos es efectiva y para evitar costosas duplicidades. En este sentido, los avances que se están produciendo en Europa y a escala internacional, con el establecimiento de colegios de supervisores liderados por el supervisor *home,* son un elemento clave para prevenir las crisis de entidades globales.

IV. IMPLICACIONES DE BASILEA III EN ESPAÑA

Las implicaciones de Basilea III para España merecen especial atención no sólo por el natural interés de comprender el futuro del sector bancario en nuestro propio país, sino también porque el español es un caso especialmente interesante por diferentes motivos. La especial virulencia con que la crisis ha impactado sobre su economía y la profunda reestructuración que, como respuesta, ha experimentado el sistema financiero, y por último, la fortaleza que han mostrado los grandes bancos españoles en este contexto, son aspectos que conviene mencionar.

El entorno macroeconómico español ha sido especialmente complicado en estos años, y ha exigido la toma de una serie de medidas estructurales que deberían ser la base del crecimiento futuro, una vez se recupere la actividad económica a escala mundial. Esto, en todo caso, ha tenido un especial impacto sobre el sistema financiero del país, tanto a través de la reducción del crédito como con la posterior caída de la actividad económica, que ha tenido un importante impacto sobre los márgenes del sector bancario.

Dentro de este marco, el sistema financiero español ha experimentado una profunda reestructuración, materializada fundamentalmente a través de un proceso de consolidación de las cajas de ahorros que han llevado a convertir a las 45 cajas que existían antes de la crisis en 15 bancos comerciales en la actualidad. Este proceso debe aún asentarse, pero debería tener como resultado un sistema financiero más fuerte y competitivo, capaz de afrontar con garantías un nuevo contexto definido por las exigencias que va a imponer el nuevo marco regulatorio.

Estas actuaciones han situado a nuestro sistema financiero en una buena posición para poder cumplir con Basilea III en los plazos establecidos y para encarar los retos a los que el sector financiero se enfrentará en los próximos años.

El nuevo marco regulatorio va a obligar a nuevos planteamientos en términos de captación de capital, de depósitos o de financiación a largo plazo, entre otros factores.

Debe subrayarse que, aunque los objetivos generales de la reforma regulatoria están en línea con el modelo de negocio de los grandes bancos españoles, algunos de sus elementos pueden penalizar injustificadamente a este modelo.

A diferencia de otros modelos bancarios, los grandes bancos españoles se han caracterizado por su foco en la banca comercial centrada en el cliente, una financiación estable destinada a dar créditos, un énfasis especial en una gestión prudente del riesgo, una organización sencilla y transparente, basada en filiales financieramente autónomas, y una adecuada diversificación geográfica.

Sin embargo, algunos de estos elementos que consideramos contribuyen claramente a la estabilidad de la entidad y, por ende, a la del sistema financiero, no se ven adecuadamente tratados en el actual marco. Así, por ejemplo:

1) Las nuevas ratios de liquidez y financiación, especialmente esta última, penalizan los modelos de banca comercial basados en la captación de depósitos para financiar créditos. En efecto, estas ratios dan un tratamiento menos favorable a los depósitos frente a la financiación vía mercado, y a los créditos frente a la inversión en títulos.

2) Basilea III no reconoce totalmente los intereses minoritarios como capital del grupo. Esto desincentiva estructuras de filiales cotizadas que tienen así diversificadas sus fuentes de financiación, lo que ha demostrado sus ventajas en la presente crisis.

3) Deja sin cerrar la homogeneización de la medición de los activos ponderados por riesgo, lo que permite divergencias en cuanto al significado real de las ratios de capital.

4) Sigue sin reconocer la ventaja, desde el punto de vista de la estabilidad, del sistema de provisiones español.

5) Aunque se ha avanzado en los estándares mínimos de una buena supervisión, en línea con lo que ha venido siendo la práctica en nuestro país, es necesario avanzar aún más en esta dirección.

En definitiva, aunque nuestro sistema bancario está en una posición muy favorable ante la aplicación de Basilea III, queda aún mucho que avanzar, y habrá que actuar de forma muy activa en los debates internacionales si queremos poner en valor los esfuerzos realizados hasta el momento.

BIBLIOGRAFÍA

BCBS (2010), *An Assessment of the Long-Term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements,* Bank for International Settlements.

— (2010a), *The Basel's Committee Response to the Financial Crisis: Report to the G20*, Bank for International Settlements.

COSIMANO, T., y D. S. HAKURA (2011), *Bank Behaviour in Response to Basel III: a cross country analysis,* IMF.

GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. (2011), «The management of the banking sector and the economy: What have we learned about financial markets and regulations?», Discurso como miembro del Comité Ejecutivo del BCE en la *XXVII Reunión del Círculo de Economía.*

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, IIF (2010), *Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of the Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework.*

MACROECONOMIC ASSESSMENT GROUP (2010), *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements,* Bank for International Settlements.

PAOLO A.; L. CLERC; V. CÚRDIA; L. GAMBACORTA; A. GERALI; A. LOCARNO; R. MOTTO; W. ROEGER; S. VAN DEN HEUVEL, y J. VICEK (2011), «Basel III: Long term impact on economic performance and fluctuations», *Working Paper 338,* Bank for International Settlements.

SLOVIK, P., y B. COURNÈDE (2011), «Macroeconomic impact of Basel III», OECD Economics Department, *Working Paper 844.*

NOTA

LOS REQUISITOS DE CAPITAL DE BASILEA III Y SU IMPACTO EN EL SECTOR BANCARIO

Jordi GUAL (*)

La Caixa e IESE Business School

I. INTRODUCCIÓN

BASILEA III es una iniciativa de cambios regulatorios coordinados a escala internacional que trata de dar respuesta a algunas de las insuficiencias del marco regulatorio anterior a la crisis financiera de 2007-2011. La nueva regulación cubre diversos ámbitos. Sin embargo, este breve análisis se centrará en los requisitos de capital, sin entrar en cuestiones igualmente importantes como los colchones contracíclicos de capital, los requisitos de liquidez o los aspectos macroprudenciales.

La filosofía de Basilea III en términos de requerimientos de capital es clara, ya que el objetivo es mantener el espíritu de Basilea II. Para ello, se exige más capital a aquellas actividades bancarias que conllevan mayor riesgo, al tiempo que se incrementan los requisitos persiguiendo dos fines:

— Que las entidades dispongan de mayores recursos propios para hacer frente a pérdidas potenciales.

— Que las entidades operen con un menor nivel de riesgo. Es decir, que la exigencia de un mayor nivel de recursos propios por unidad de riesgo acarree una mayor exposición a pérdidas por parte de los titulares del capital y, de este modo, desincentive la toma de riesgos excesivos.

En esta nota, mi objetivo es examinar las dos cuestiones que son clave para evaluar *ex-ante* la idoneidad de la nueva regulación. En primer lugar, ¿en qué medida podemos esperar, a partir del análisis económico y de la evidencia empírica, que unos requisitos de capital más elevados conduzcan a una menor asunción de riesgos por parte de las entidades bancarias? Y en segundo lugar, ¿cuál será su efecto en el coste de financiación de los bancos? Ambas cuestiones son cruciales para determinar si la nueva regulación reducirá la probabilidad de nuevas crisis financieras y, en caso de conseguirlo, en qué medida ello será a un coste asumible.

II. ¿CUÁL ES LA RELACIÓN ENTRE LA RATIO DE CAPITAL Y LA ASUNCIÓN DE RIESGOS?

Lo verdaderamente importante en relación con los nuevos requisitos de capital no es que incrementen el colchón de recursos propios para hacer frente a las pérdidas, sino el efecto que ese incremento en la ratio de capital puede tener en los incentivos (1) a asumir riesgos. De poco servirán mayores colchones si las entidades toman riesgos aún mayores, que pueden provocar igualmente su insolvencia en caso de materializarse.

Es importante resaltar, en primer lugar, que si la medición de riesgos por parte de la autoridad reguladora fuera perfecta, por definición, un incremento de la ratio de capital no podría acarrear mayor riesgo, ya que al ser éste detectado por el regulador, comportaría mayores exigencias de capital. De hecho, es útil descomponer la ratio de capital regulatoria (E/APR), donde (E) son los recursos propios y (APR) los activos ponderados por riesgo, en sus dos componentes: los recursos propios respecto a los activos totales (E/AT) y la ratio (APR/AT), que mide el grado de riesgo de los activos totales de la entidad. Así, (E/APR) = (E/AT)/(APR/AT). Bajo condiciones de regulación perfectas, un aumento en la toma de riesgo —un aumento de (APR/AT)— debe corresponderse con un aumento de la ratio de capital no ponderada (E/AT) o, lo que es lo mismo, con un descenso del apalancamiento (AT/E).

La evidencia de los últimos años es clara en cuanto a la efectividad de los métodos de medición de riesgos. En la práctica, es muy difícil para el regulador verificar el riesgo efectivamente asumido por las entidades. Como ha puesto de manifiesto Haldane (2011: 6, gráfico 5), el último ciclo expansivo ha mostrado que el riesgo real asumido por las entidades distaba de ser fielmente reflejado en los cómputos de activos ponderados por riesgo utilizados por el regulador. El problema aún es más grave para aquellas entidades que utilizan el método avanzado de Basilea II para la cuantificación de los requisitos de capital. Este método, basado en modelos de las entidades supervisados por el regulador, ha permitido fuertes disparidades en activos ponderados por riesgo para bancos con modelos de negocio similares, acentuando por tanto la posibilidad de divergencias entre el riesgo realmente asumido y el reportado regulatoriamente (2).

Hecha esta importante salvedad, queda por examinar la relación entre la ratio de capital no ponderada y la asunción de riesgos. Es decir, ¿existen razones desde el punto de vista teórico para pensar que una mayor proporción de recursos propios en la estructura de financiación conlleva una menor toma de riesgos? En principio, parece intuitivo que, al poner proporcionalmente más recursos propios en juego, el riesgo asumido debiera tender a descender. Sin embargo, éste es un resultado

teórico que sólo es válido bajo circunstancias bastantes restrictivas.

Existen varias razones por las que, teóricamente, un aumento de la ratio de capital (3) no tiene por qué conllevar menor riesgo.

En primer lugar, es posible que los bancos traten de compensar el aumento del coste de capital que supongan las mayores exigencias de solvencia (ver el apartado III de esta nota) con la asunción de mayores riesgos para mantener la rentabilidad sobre recursos propios. Los argumentos teóricos que conducen a este resultado son diversos.

a) A partir de un modelo de media-varianza de selección de cartera, la literatura muestra que la relación inversa entre la ratio de capital y la toma de riesgos es válida si no existe responsabilidad limitada y, además, la regulación de la ratio de capital es perfecta, en el sentido de que los pesos por los que se ponderan las exigencias de capital coinciden exactamente con los parámetros beta que captan el riesgo individual de los diferentes activos que forman parte de la cartera. Si estas condiciones no se cumplen, puede muy bien ocurrir que el aumento de las ratios de capital conlleve la asunción de mayores riesgos por parte de las entidades financieras (Koehn y Santomero, 1980, y Kim y Santomero, 1988). La intuición es sencilla: ante un aumento de la ratio, las entidades tratan de incrementar la rentabilidad del capital para sacar partido de su responsabilidad limitada ante eventos adversos, y ello se puede llevar a cabo en la medida en que, como hemos visto, la ratio regulatoria no capta fielmente el riesgo verdaderamente asumido por la entidad.

b) Flannery (1989) muestra cómo las entidades financieras minimizan el riesgo individual de sus activos al objeto de satisfacer las restricciones de capital, al tiempo que se maximiza el riesgo del conjunto de la cartera, con el objetivo de aprovechar al máximo el valor de la opción financiera que supone para los bancos la existencia del seguro de depósitos.

c) Blum (1999) y Hellman *et al.* (2000) destacan que, a pesar de que los requisitos de capital reducen los incentivos a tomar riesgo, al poner más recursos propios en juego, este efecto puede ser contrarrestado con creces si tenemos en cuenta el impacto dinámico de la regulación. En primer lugar, al reducirse la rentabilidad esperada del negocio bancario, se reduce su valor de franquicia, por lo que disminuye el coste de tomar riesgo adicional. En segundo lugar, la regulación de capital aumenta el valor de los recursos propios futuros. Si el acceso a los mercados de capitales es excesivamente costoso, lo que ocurre muy probablemente a corto plazo (véase apartado III de esta nota), la banca tendrá incentivos a generar internamente el capital incrementando el riesgo hoy (Blum, 1999).

Un argumento teórico adicional se obtiene si se prescinde del supuesto habitual de una distribución normal del riesgo. En concreto, Perotti *et al.* (2011) muestran que, con responsabilidad limitada y una distribución de riesgos con colas gruesas, la imposición de requisitos adicionales de capital no tiene por qué modificar la asunción de riesgos, puesto que las modificaciones incrementales de los colchones de capital no alteran los incentivos, dado que la magnitud de las pérdidas en caso de quiebra es inasumible casi para cualquier nivel de capital regulatorio exigido. Estos autores, de hecho, demuestran que en presencia de *tail risk*, la imposición de ratios de capital más elevadas modifica la elección de los niveles de riesgo de los bancos, y puede llevar a la adopción de posiciones más arriesgadas.

Finalmente, un aumento de la capitalización, puesto que diluye a los accionistas y reduce el valor de franquicia, puede disminuir el incentivo a llevar a cabo una adecuada monitorización de los riesgos, descendiendo con ello la calidad de los activos (Boot y Greenbaum, 1993).

Esta rápida revisión de la literatura académica pone de relieve que las bases analíticas para esperar que el incremento de requisitos de capital conlleve una disminución del riesgo son, cuando menos, discutibles.

Puesto que la teoría ofrece predicciones ambiguas, nos resta por examinar, a partir de la experiencia histórica, cuál ha sido, desde una perspectiva empírica, la relación entre estas dos variables: la ratio de capital y el riesgo realmente asumido.

Una primera aproximación al problema se puede efectuar a partir de datos agregados, con series temporales, examinando si en periodos con menores ratios de capital se han asumido mayores riesgos, y en qué medida la eventual correlación obedece a una relación causal entre ambas variables.

La evidencia de largo plazo que aportan Berger *et al*. (1995) y Kashyap *et al*. (2010) para los Estados Unidos muestra que las ratios de capital de los bancos descendieron hasta los años cuarenta del siglo pasado, conforme se desarrollaban los sistemas de garantías explícitas e implícitas de los pasivos bancarios. La ratio de capital ha oscilado desde 1940 en un rango entre el 5 y el 12 por 100, con un periodo de incremento continuado precisamente entre 1990 y 2009. Es decir, los aumentos de la ratio de capital han precedido a la mayor crisis financiera desde la gran depresión. Dicho de otro modo, los incrementos de la ratio originados por la presión regulatoria no han impedido la asunción de mayores riesgos, a menudo fuera de balance o no detectados por la ratio regulatoria.

Una valoración empírica, en principio más robusta, se puede obtener mediante la explotación de datos individuales de panel, tratando de controlar por todos aquellos factores más allá de la ratio de capital que también afectan a la toma de riesgos de las entidades.

Este enfoque empírico es difícil de implementar en la práctica. Kashyap *et al*. (2010), utilizando una base de datos de panel, muestran

que existe una correlación positiva entre el apalancamiento y el riesgo individual de las entidades. Sin embargo, su trabajo es la estimación de un modelo de forma reducida, en el cuál no es posible comprobar el sentido de la causalidad. Como los propios autores reconocen, bien pudiera ser que bancos con diferentes perfiles de riesgo escogieran estructuras de financiación diferentes y, por lo tanto, lo que los datos muestran no necesariamente es que a una menor capitalización le corresponde un mayor riesgo, sino que los bancos con carteras de menor riesgo escogen estar mejor capitalizados.

Miles *et al*. (2011) tratan también de estimar la relación entre el riesgo asumido por las entidades bancarias y el grado de apalancamiento a partir de una sencilla regresión en la que la variable dependiente es el riesgo individual (la beta) de las entidades, y la independiente es su grado de apalancamiento medido por la ratio activos totales sobre capital *Tier 1*. Los autores obtienen un coeficiente positivo. Sin embargo, la estimación está sujeta a dos importantes cualificaciones, además del problema de simultaneidad ya mencionado (4). En primer lugar, la especificación excluye como variable explicativa la deuda, lo que sin duda es importante, ya que los autores encuentran un coeficiente positivo, pero también un parámetro de intersección distinto de cero, lo que revela un posible error de especificación. En cualquier caso, el efecto de una intersección no nula disminuye el impacto del apalancamiento, puesto que un aumento de esta variable se traslada menos que proporcionalmente al riesgo (5). En segundo lugar, la variable dependiente está estimada con datos de mercado y, en presencia de errores de medida significativos, ello puede conducir a estimadores sesgados de los parámetros. De hecho, en el caso que nos ocupa, la evidencia muestra que, en épocas de auge y aumento del apalancamiento, el riesgo ha sido infraestimado por el mercado. Esta correlación negativa entre la parte no observada de la variable dependiente y la variable independiente comporta que el parámetro bajo estudio se tienda a sobreestimar, lo que cuestionaría los resultados de Miles *et al*. (2011) y la relación positiva significativa que encuentran entre apalancamiento y riesgo.

Existen, por otro lado, trabajos empíricos que han examinado la cuestión ofreciendo resultados en sentido contrario. Hovakimian y Kane (2000) encuentran, para una muestra de bancos norteamericanos, una correlación negativa entre apalancamiento y riesgo para los periodos 1985-86 y 1992-94, aunque positiva entre 1987 y 1991. Bichsel y Blum (2004), por su parte, establecen una relación positiva entre la ratio de capital y el riesgo asumido, en un modelo en el que se tiene en cuenta econométricamente que las ratios de capital y los niveles de riesgo de los bancos se determinan de manera simultánea.

En definitiva, podemos concluir que, tanto desde el punto de vista teórico como desde el empírico, no es evidente que un aumento de la ratio de capital regulatorio reduzca el nivel de riesgo asumido por el sector financiero. Ello no es sorprendente, dado que Basilea III sigue la filosofía de Basilea II (en especial, en cuanto al cálculo y al papel que representan los activos ponderados por riesgo), y Basilea II no sólo no evitó la crisis financiera de 2007-2011, sino que incluso se podría argumentar que contribuyó a ella (Gual, 2009, y Rochet, 2010).

Esta conclusión es importante por dos motivos. Primero, los efectos beneficiosos de Basilea III, en términos de una menor probabilidad de materialización de los riesgos, han sido un supuesto básico en todos los modelos macroeconómicos que han medido el coste-beneficio de Basilea III (ver, por ejemplo, BCBS, 2010). Y segundo, se trata por tanto de un supuesto que no es legítimo hacer cuando se examina la relación entre el incremento de la ratio de capital de los bancos y su coste de financiación. Cuestión que abordamos a continuación.

III. ¿VA A SUPONER EL INCREMENTO DE LA RATIO DE CAPITAL UN MAYOR COSTE DE FINANCIACIÓN DE LOS BANCOS?

La respuesta a esta pregunta por parte del Comité de Basilea es *no*, al menos en el largo plazo, y *apenas* en el corto plazo.

El fundamento teórico para tan categórica afirmación es uno de los teoremas más famosos de economía y finanzas: el de Modigliani y Miller, según el cual, bajo determinadas circunstancias, el coste de financiación (6) de una empresa es independiente de su estructura de financiación entre capital y deuda.

¿Es este teorema una aproximación razonable a la realidad como para ser usado como guía de la política regulatoria? Pienso que no, por dos razones fundamentales.

En primer lugar, porque, para que el teorema sea aplicable, a una mayor ratio de capital le debe corresponder una percepción de un menor nivel de riesgo asumido por parte de los proveedores de financiación, lo que, como hemos visto en el apartado anterior, no tiene por qué suceder, tanto desde la perspectiva teórica como desde la empírica. Y en segundo lugar, porque, además de este primer supuesto, algunas de las otras asunciones clave del teorema no se cumplen en la práctica, y particularmente en el caso de la banca. A continuación, examino estos supuestos y lo que supone su violación para la relación entre la ratio de capital y el coste de financiación de la banca. Posteriormente, y al igual que en el apartado II, examinaré la relación empírica entre ambas variables.

La neutralidad de la estructura de financiación en relación con su coste es válida bajo diversos supuestos, entre los que quisiera destacar aquellos que son especialmente objetables desde la perspectiva de la aplicación del teorema al sector bancario:

a) El primero es la ausencia de impuestos. Esta insuficiencia es espe-

cialmente objetable para un sector que, por definición, se apalanca usando la deuda que disfruta de ventajas fiscales. Para algunos economistas (véase, por ejemplo, Stein, 2010), este argumento, aun siendo cierto, impacta de manera poco significativa en el coste de financiación, incluso si el aumento en la ratio de capital es muy significativo. La razón es sencilla; utilizando el modelo estándar de coste promedio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés), es fácil comprobar que cada punto porcentual de aumento de la ratio de capital encarece el coste de financiación en función de la tasa impositiva y el coste de la deuda. Si estos son respectivamente el 35 por 100 y el 5 por 100, por ejemplo, un aumento de la ratio de capital en un punto porcentual aumenta el coste de financiación en 1,75 puntos básicos, de tal modo que, si el incremento es del 3,3 por 100 al 6,6 por 100 (y, por tanto, el apalancamiento se reduce del 30 al 15), ello conlleva un aumento del WACC de sólo 5,8 puntos básicos. Ésta parece una cifra poco relevante. Sin embargo, es de un orden de magnitud similar a los impactos de reducción de coste en el WACC que algunos autores atribuyen al efecto Modigliani Miller, según el cual cuando la ratio de capital aumenta, el coste de capital de las entidades desciende por el menor riesgo, minorando así el efecto positivo en el WACC derivado del aumento de la ratio (7).

b) El segundo supuesto que pone en cuestión la utilidad del teorema es el de la ausencia de costes de bancarrota (Stiglitz 1969 y 1972). De hecho, en la literatura bancaria, la existencia de costes de bancarrota o, en sentido más amplio, los costes de *financial distress*, es una justificación clásica de la estructura óptima de capital (8). Las entidades preferirían financiarse con deuda por las ventajas fiscales que ofrece (y más aún en presencia de seguros implícitos de los pasivos), pero esa tendencia se ve contrarrestada, en parte, por los costes en los que se incurre en circunstancias adversas, cuando el banco está en bancarrota o en riesgo de estarlo. Puesto que gran parte de estos costes recaen en los accionistas, ello justifica el aumento de la proporción de capital en la estructura de financiación y el mayor coste de éste respecto a la deuda (ver, por ejemplo, Berger *et al*. 1995).

c) Un tercer supuesto clave del teorema de Modigliani Miller es que el inversor particular puede replicar la estructura de financiación de la empresa, puesto que goza de las mismas oportunidades de acceso a los mercados de capitales que ésta. Este no es, obviamente, el caso en la banca, puesto que la licencia bancaria le permite a la entidad financiera acceder a una financiación directa del banco central a la cual no tienen acceso los inversores individuales (Mink, 2011). La magnitud de este efecto, sin embargo, es difícil de valorar. Stein (2010) argumenta que, si los requisitos de capital inciden en la disponibilidad de deuda a corto plazo líquida por parte de los bancos, renunciar a este tipo de pasivo puede suponer un coste adicional de otro punto básico para cada aumento de un punto porcentual en la ratio de capital.

d) Finalmente, la cuarta debilidad del teorema, y probablemente la más importante, es que se trata de un resultado teórico que ignora los problemas de información asimétrica, omnipresentes en las relaciones entre una empresa y sus proveedores externos de financiación (véase Gual, 2009, sección 2.2). Dadas las diferencias de información sobre la calidad de los proyectos de la empresa entre los gestores-propietarios (9) de ésta y los proveedores externos de financiación, la estructura de financiación entre recursos propios y deuda es un elemento clave mediante el cual los proveedores de financiación externa tratan de alterar el comportamiento de los gestores. En definitiva, el valor de la entidad bancaria no es indiferente a su estructura de financiación entre deuda y recursos propios, puesto que esa estructura modifica el comportamiento de la entidad: afecta a los incentivos de los gestores y al control de la entidad en distintos estados de la naturaleza (ver Dewatripont y Tirole, 1993). En presencia de contratos incompletos, el teorema de Modigliani Miller deja pues de ser válido. En términos generales, la existencia de tenedores de deuda que toman el control cuando la entidad entra en situaciones adversas debiera actuar como un elemento que introduce disciplina en la actuación de los gestores-propietarios. En el caso de la banca, ante la atomización de los depositantes y dada la existencia de garantías implícitas de muchos pasivos, no son los tenedores de deuda, sino el regulador, el que toma el control en el caso de malos resultados. De hecho, los contratos incompletos son una justificación para la introducción de requisitos de solvencia. En cualquier caso, aunque la teoría de los mercados incompletos explica la existencia de una ratio óptima de capital y deuda, no ofrece guías claras sobre el impacto en términos del coste de la financiación ajena frente a los recursos propios.

La conjunción de estos factores permite pensar que, incluso en el largo plazo, o en una situación de estado estacionario (*steady state*), un aumento de los requisitos de capital tiene un efecto no despreciable de aumento del coste de financiación de las entidades bancarias.

Sin embargo, es en el corto plazo, o período de transición, cuando puede ser especialmente costoso obtener nuevo capital en los mercados de capitales, en la medida en que éstos no sean altamente flexibles y eficientes. En particular, además de la escasez de capital, pueden producirse problemas de información asimétrica (selección adversa) que dificulten o encarezcan la obtención de fondos. Myers y Majluff (1984) muestran que a las empresas, y también a los bancos, les resulta más barato acudir primero a los mercados de deuda colateralizada, a continuación a los de deuda *senior* y finalmente a los de acciones, puesto que estos títulos presentan un grado creciente de sensibilidad informativa, de tal modo que los inversores requieren un mayor retorno para aquellos títulos que tienen mayores dificulta-

des para valorar (véase Bolton, 2011: 8). Esta *pecking order theory* de la estructura financiera de una empresa es una alternativa al modelo de Modigliani-Miller también en el largo plazo, pero es especialmente relevante en el momento en el que una empresa debe acudir a los mercados para levantar nuevo capital cuando ha sufrido un choque negativo en sus recursos propios o en el valor de su colateral.

Finalmente, ¿cuál es, en términos empíricos, la relación entre el aumento de la ratio de capital y el coste de financiación de las entidades bancarias (10)?

En lo que respecta al coste de capital, que es lo que centra nuestro interés, es preciso resaltar que se trata de una variable que no es directamente observable en los mercados. Se puede definir como la retribución esperada por los inversores que aportan recursos propios a las entidades. Es decir, financiación en forma de acciones ordinarias, que permiten absorber sin ningún tipo de ambigüedad resultados negativos.

En la literatura económico-financiera, y en la praxis bancaria, el coste de capital se puede medir de tres maneras (véase King, 2009). En primer lugar, con carácter retrospectivo, utilizando la rentabilidad histórica del sector o la entidad en cuestión. Es decir, a partir de la rentabilidad sobre los recursos propios históricos —con algunas correcciones técnicas sobre el uso de la contabilidad (11). En segundo lugar, y ya con carácter prospectivo, a partir del uso del inverso de la ratio PER, calculado a partir de los beneficios que esperan los analistas. Y, finalmente, estimando con datos históricos de mercado (no contables, y por tanto en cierta medida prospectivos) un modelo de valoración del negocio bancario, como el CAPM, que tiene en cuenta la evolución y la correlación de las acciones bancarias en relación con el índice bursátil.

Como muestra King (2009), esta tercera metodología, aunque con carencias, es la que presenta menos problemas, y es la que usa la Reserva Federal de los Estados Unidos al calcular el coste del capital bancario en dicho país. Los cálculos que con dicha metodología efectúa King para los principales países desarrollados muestran que, en la práctica, el coste de capital de las entidades depende, primero, del riesgo percibido por los mercados (medido, por ejemplo, con los CDS) y no del riesgo real (asociado al riesgo intrínseco de los activos), y segundo, y en gran medida, de la percepción que los mercados tengan del grado en que las entidades pueden disponer de apoyo público en caso de riesgo de quiebra.

Para el coste de la deuda, la relación inversa entre el coste de la financiación y las ratios de capital tampoco parece cumplirse de manera nítida. Por ejemplo, recientemente, el Banco de Inglaterra (Bank of England, 2009) examinaba la cuestión con un sencillo ejercicio en el que comparaba, para los bancos británicos, la ratio de capital de las entidades con la prima de riesgo exigida por los inversores en deuda, medida por los seguros de crédito correspondientes. El propio banco central inglés reconocía que la ausencia de correlación simple probablemente obedecía a la existencia de un seguro implícito otorgado por el Estado. Junto a esta razón, seguramente deberíamos añadir que, además de la ratio de capital y el seguro público, son diversos los factores que inciden en la percepción de riesgo por parte de los inversores. Por ejemplo, la situación de liquidez, la naturaleza de los activos, etc. Por lo que, en cualquier caso, el efecto de la ratio de capital debería computarse controlando por estos otros factores, aunque, a la luz de la baja correlación simple, es difícil que este efecto sea empíricamente relevante.

En definitiva, la evidencia empírica no parece apoyar la idea de que un aumento en las ratios de capital redunde en un menor coste de financiación para las entidades financieras. Estos resultados empíricos, por otro lado, concuerdan con las bases teóricas débiles para pensar que el teorema Modigliani-Miller se cumpla en la práctica.

A la vista de la revisión de la evidencia y la teoría económica, es probable, por tanto, que, tras un aumento de los requisitos de capital, el coste de financiación de las entidades aumente de manera moderada en el largo plazo, pero mucho más sustancialmente a corto, o en un periodo de transición acelerada.

IV. CONCLUSIONES

A lo largo de esta nota, he tratado de examinar los argumentos teóricos y empíricos que podrían justificar el establecimiento en Basilea III de unas ratios de capital más elevadas para las instituciones financieras.

La evidencia muestra que estos argumentos son débiles, y de manera muy especial cuando no se comparan distintas ratios de capital en el *steady state*, sino que se examina el corto plazo y el ajuste de las ratios tras el cambio regulatorio.

En las provisiones de Basilea III se reconoce el efecto potencialmente adverso de un proceso acelerado de aumento de capitalización, y se plantean largos periodos transitorios. Lamentablemente, en la práctica, esta introducción gradual de los requisitos no es factible, puesto que tanto los mercados de capitales como las mismas autoridades regulatorias anticipan en el tiempo su exigencia.

La previsión, por tanto, es que la nueva regulación de capital planteada por Basilea III, y anticipada en la práctica por todos los operadores del mercado bancario en Europa, puede tener efectos significativos en los mercados desde la perspectiva tanto del coste de financiación como de la disponibilidad de crédito. La recapitalización acelerada exigida por los mercados organizados y los reguladores (en España, mediante el Real Decreto de febrero de 2011, y en Europa con motivo de la crisis de deuda soberana – Consejo Europeo de octubre de 2011) puede compor-

tar altos costes económicos y sociales, al enfrentarse a una oferta limitada de capital en el corto plazo y porque su celeridad y circunstancias, un contexto de elevada aversión al riesgo y serios problemas de evaluación de la calidad de los activos, exacerba los problemas de información asimétrica a los que he hecho referencia en este artículo.

Adicionalmente, y como también he tratado de poner de relieve, la solución que adopta Basilea III enfatiza en exceso el aumento de la ratio de capital sin abordar el problema principal de la financiación bancaria, que es la subvención explícita e implícita de la deuda bancaria, y el hecho de que en la práctica muchos pasivos bancarios no actúen como potenciales colchones de absorción de pérdidas. Una adecuada jerarquización de los pasivos bancarios, con la eliminación de garantías implícitas, probablemente constituiría una vía regulatoria más eficiente para reducir los incentivos de las entidades a apalancarse, a la vez que se aumentarían los fondos disponibles para asunción de pérdidas en caso de materialización de los riesgos; en definitiva, para tratar de conseguir los objetivos de Basilea, que no debieran ser otros que reducir los niveles de riesgo asumidos por el sistema al menor coste posible.

A modo de conclusión, es interesante observar que el teorema de Modigliani-Miller es uno de los cinco resultados de neutralidad de la macroeconomía moderna cuestionados por George Akerlof en su «Presidential Address» ante la American Economic Association en 2007. Akerlof (2007) se cuestiona la relevancia del teorema en relación con sus implicaciones para la función macroeconómica de inversión, planteándose la validez para la política económica de un resultado teórico que sólo se cumple en condiciones muy idealizadas. Creo que algo parecido sucede con las implicaciones de Modigliani-Miller en relación con la ratio óptima de capital regulatorio de la banca.

Desde Friedman (1953) la metodología de la teoría económica se ha centrado en el desarrollo de modelos estilizados con un número muy reducido de parámetros, aunque partan de supuestos poco plausibles. Lo relevante para Friedman no es tanto la razonabilidad de los supuestos como la posibilidad de contrastar las predicciones del modelo con la realidad.

Este enfoque metodológico sería correcto si los contrastes empíricos de las teorías permitiesen discriminar con claridad entre teorías alternativas. Es decir, si tuvieran suficiente poder estadístico. Lamentablemente, como señala Akerlof, a menudo esto no es así, por diversas razones y, en especial, por los problemas de simultaneidad, que dificultan la interpretación de los resultados.

¿Tiene entonces sentido derivar consecuencias de política económica o regulatoria de resultados teóricos de referencia que se cumplen sólo bajo condiciones restrictivas y cuya solidez empírica dista de estar contrastada?

En el caso que nos ocupa, el teorema Modigliani-Miller, junto con el modelo CAPM de valoración de activos, ofrecen un punto de referencia teórico muy potente y un marco analítico sencillo, que permite un análisis cuantitativo de las implicaciones de cambios regulatorios en el coste de financiación de las empresas. Con mayor o menor robustez analítica, los resultados empíricos no permiten rechazar la hipótesis nula de que el teorema Modigliani-Miller se cumpla (Miles *et al*., 2011). Sin embargo, esto no significa que sea cierto.

Existen muchas teorías alternativas, basadas en información asimétrica y contratos incompletos, que proporcionan explicaciones alternativas de la estructura de financiación de las empresas y los bancos. Como ha indicado Patrick Bolton (2011), estas teorías no han sido capaces de obtener resultados tan operativos como los que se derivan de Modigliani-Miller, y por ello éste continúa siendo el marco analítico dominante. Pero ello no implica que constituya una buena base para la política regulatoria.

NOTAS

(*) Agradezco los comentarios de Santiago Carbó, Avelino Hernández, Enric Fernández, Sandra Jódar-Rosell, Matthias Bulach y Oriol Aspachs-Bracons. Fecha de entrega: 1 de noviembre de 2011.

(1) En un análisis más detallado, sería necesario distinguir entre los incentivos de los gestores, los propietarios y los tenedores de deuda. Aquí supondremos, en aras de la sencillez, que los propietarios son los gestores de la entidad financiera.

(2) Véase, por ejemplo, Bank of England (2011: 30).

(3) De ahora en adelante, las referencias a la ratio de capital son, por tanto, a la ratio no ponderada o, lo que es lo mismo, al inverso de la ratio de apalancamiento.

(4) La especificación utilizada parte de la descomposición del riesgo de los activos, β_A, entre aquel que es soportado por el capital E y el que soporta la deuda D. Es decir: $\beta_A = \beta_E(E/(D+E)) + \beta_D(D/D+E))$, donde β_E y β_D es el riesgo soportado respectivamente por capital y deuda. Despejando β_E y suponiendo que β_D no difiere entre entidades, se obtiene la regresión estimada: $\beta_E = \beta_A ((D+E)/E)$, en la que $((D+E)/E)$ mide el apalancamiento. Esta especificación comporta que el término de intersección $(-(D/E)\beta_D)$ sea cero bajo la hipótesis nula.

(5) Los autores suponen, por tanto, que el riesgo soportado por el capital depende sólo del riesgo de los activos y del apalancamiento, y no del riesgo que pueda soportar la deuda. Si existen diferencias entre entidades en cuanto al riesgo soportado por la deuda, estaríamos ante la exclusión de un determinante relevante, y ello puede afectar a la calidad de la estimación del parámetro que mide el efecto del apalancamiento, sobreestimándolo si parte de los aumentos del apalancamiento la soporta también la deuda y no sólo el capital.

(6) Entendemos por coste de financiación el coste promedio ponderado de capital. Es decir, la media ponderada de los costes del capital y de la deuda.

(7) Miles *et al*. (2011) estiman que un descenso del apalancamiento de 30 a 15, en lugar de provocar un aumento del WACC de 33 puntos básicos (pb), lo produce de sólo 18 pb, gracias al hecho de que el menor apalancamiento reduce el coste del capital (en su modelo, de 14,85 por 100 a 12,56 por 100). Por tanto, el efecto Modigliani Miller es de 15 pb. Sin embargo, la magnitud de este efecto depende directamente del parámetro (β_A =0,03 en la notación de la nota 5) estimado por estos autores. Ya hemos visto que probablemente esté sesgado al alza y estima-

do con escasa precisión. Si el parámetro fuera por ejemplo 0,01, el efecto Modigliani Miller sería similar en magnitud al efecto de los impuestos y de sentido contrario.

(8) Nótese que este argumento es válido incluso si un incremento en la ratio de capital conlleva la asunción de menores riesgos. Es, por tanto, diferente del que se plantea en el apartado II en relación con la presencia o no de responsabilidad limitada.

(9) Los problemas de información asimétrica también afectan naturalmente a la relación entre los gestores y los propietarios, pero obviamos aquí esta cuestión en aras de la concisión. Si la retribución de los gestores está ligada, por ejemplo, a la cotización de la compañía, la estructura de financiación también podría ser relevante (Jensen y Meckling, 1976).

(10) Esta argumentación coincide en parte con Gual (2011).

(11) De hecho, tratando de paliar el carácter retrospectivo de esta ratio mediante la utilización en el denominador de la capitalización bursátil, en lugar del valor contable.

BIBLIOGRAFÍA

Akerlof, G. A. (2007), «The missing motivation in macroeconomics», *American Economic Review*, 97 (1): 5-36.

Bank of England (2009), *Financial Stability Report*, junio.

— (2011), *Financial Stability Report*, junio.

Basel Committee on Banking Supervision, BCBS (2010), «An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements», *Bank for International Settlements* (BIS), agosto.

Berger, A. N.; J. H. Richard, y G. P. Szegö (1995), «The role of capital in financial institutions», *Journal of Banking and Finance*, 19: 393-430.

Bichsel, R., y J. Blum (2004), «The relationship between risk and capital in Swiss commercial banks: A panel study», *Applied Financial Economics*, 14: 591-597.

Blum, J. (1999), «Do capital adequacy requirements reduce risks in banking?», *Journal of Banking and Finance*, 23(5): 755-771.

Bolton, P. (2011), «Corporate finance, incomplete contracts, and corporate control», *Columbia University Working Paper.*

Boot, A., y S. Greenbaum (1993), «Bank regulation, reputation, and rents: Theory and policy implications», en C. Mayer y X. Vives (eds.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press.

Dewatripont, M., y J. Tirole (1993), *The Prudential Regulation of Banks*, The MIT Press.

Flannery, M. (1989), «Capital regulation and insured banks' choice of individual loan default risks», *Journal of Monetary Economics*, 24(2): 235-258.

Friedman, M. (1953), «The methodology of positive economics», en *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press, 3-43.

Gual, J. (2009), «El carácter procíclico del sistema financiero», *Estabilidad Financiera*, número 16, publicado por el Banco de España.

— (2011), «Nuevas regulaciones de capital en banca: una reflexión crítica», Estudios y Análisis Económico de «la Caixa», *Documento de Trabajo 04/11*.

Haldane, A. G. (2011), «Capital discipline», conferencia en las reuniones de la *American Economic Association*, Denver, 9 de enero. Disponible en la página web del Banco de Inglaterra.

Hellmann, T. F.; K. C. Murdock, y J. E. Stiglitz (2000), «Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: Are capital requirements enough?», *American Economic Review*, 90 (1): 147-165.

Hovakimian, A., y E. J. Kane (2000), «Effectiveness of capital regulation at U.S. commercial banks, 1985 to 1994», *The Journal of Finance*, vol. LV (1).

Jensen, M., y W. R. Meckling (1976), «Theory of the firm, managerial behaviour, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics,* 3: 305-360.

Kashyap, A. K.; J. C. Stein, y S. Hanson (2010), «An analysis of the impact of «substantially heightened» capital requirements on large financial institutions», mimeo, mayo.

Kim, D., y A. M. Santomero (1988), «Risk in banking and capital regulation», *Journal of Finance*, 43: 1235-1244.

King, Mr. R. (2009), «The cost of equity for global banks: a CAPM perspective from 1990 to 2009», *BIS Quarterly Review*, septiembre.

Koehn, M., y A. Santomero (1980), «Regulation of bank capital and portfolio risk», *Journal of Finance*, 15: 1235-1244.

Miles, D.; J. Yang, y G. Marcheggiano (2011), «Optimal bank capital», External MPC Unit for the Bank of England, *Discussion Paper n.º 31*.

Mink, M. (2011), «Procyclical bank risk-taking and the lender of last resort», The Nederlandsche Bank, Amsterdam, *Working Paper n.º 301*.

Myers, S., y N. Majluf (1984), «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.

Perotti, E. C.; L. Ratnovski, y R. Vlahu (2011), «Capital regulation and tail risk», *CEPR Discussion Paper*, *n.º 8526.*

Rochet, J. C. (2010), «The future of banking regulation», en Dewatripont, M., J. Tirole y J. C. Rochet, *Balancing the Banks. Global Lessons from the Financial Crisis*, Princeton University Press.

Stein, J. C. (2010), *Discussant's comments on: «The Crisis» by Alan Greenspan.*

Stiglitz, J. E. (1969), «A re-examination of the Modigliani-Miller theorem», *Review of Economics and Statistics*, 59: 784-793.

— (1972), «Some aspects of the pure theory of corporate finance: Bankruptcies and takeovers», *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 3 (2): 458-482.

NOTA

GÉNESIS Y APORTACIONES DE BASILEA III: UNA EVALUACIÓN PRELIMINAR

Javier SUÁREZ

CEMFI

I. INTRODUCCIÓN

El acuerdo alcanzado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en diciembre de 2010, Basilea III, constituye una significativa revisión y ampliación del acuerdo anteriormente vigente, Basilea II. Tanto Basilea II como su predecesor, Basilea I, habían consagrado los requisitos de capital como el instrumento fundamental en torno al cual construir una regulación prudencial de la actividad bancaria relativamente armonizada a escala internacional. El paso de Basilea I a Basilea II había venido marcado por la idea, esencialmente *microprudencial*, de tratar de conmensurar las exigencias de capital de cada banco a la importancia de los riesgos específicos que enfrentara. Se proponía para ello una partición relativamente arbitraria de los posibles riesgos (riesgo de crédito, riesgo de mercado, riesgo operativo, etc.), y se importaba para la cuantificación de los requerimientos de capital asociados con algunos de ellos técnicas de gestión de riesgos nacidas en el sector privado, como las de valor en riesgo (en inglés, *value at risk*). En comparación, el paso de Basilea II a Basilea III es fruto de las lecciones de la reciente crisis financiera y, sobre todo, de haber aprendido, a través de esta dramática experiencia, la importancia de las consideraciones *macroprudenciales*.

II. RECTIFICACIONES DERIVADAS Y FACILITADAS POR LA EXPERIENCIA DE LA CRISIS

Entre las consideraciones macroprudenciales que más han influido en la gestación de Basilea III se encuentran el reconocimiento de: *a)* los enormes riesgos para el conjunto del sistema financiero que se derivan de productos complejos, y no necesariamente visibles en los balances bancarios, que producen conexiones entre los diferentes miembros de sistema, y que pueden producir pérdidas encadenadas y erosionar la confianza en la solvencia del sistema en caso de crisis; *b)* los efectos procíclicos derivados de la evolución, a lo largo del ciclo económico, de los precios de los activos financieros, los valores contables y las calificaciones externas e internas utilizadas como *inputs* en la determinación del capital o de los niveles de riesgo con los que cada entidad debe o quiere operar; *c)* la vulnerabilidad sistémica derivada de que las entidades, o los vehículos de banca «en la sombra» asociados a ellas, dependan excesivamente de la financiación mayorista de corto plazo, y *d)* las externalidades negativas derivadas de la posible quiebra (o de la necesidad de salvamento con recursos públicos) de entidades en crisis, especialmente si son de importancia «sistémica» o si los problemas de insolvencia afectan a muchas entidades a la vez.

Este conjunto de consideraciones hace que los constructores de la nueva regulación hayan mirado a fenómenos como las burbujas inmobiliarias, los ciclos crediticios, la titulización y el sistema bancario paralelo, o «en la sombra», que acompañó a la parte más negativa de ésta, de una manera muy distinta a como se contemplaban (¡o se ignoraban!) cuando, sólo unos años antes, se gestó Basilea II. La experiencia de la crisis también ha conllevado contemplar con mayor escepticismo los instrumentos de financiación que, sin ser acciones ordinarias, computaban de un modo u otro, a efectos de la regulación, como capital de primera o segunda calidad. De nuevo, aquí, la experiencia durante la crisis ha demostrado que, en muchas de las operaciones de salvamento de los bancos, sólo los tenedores de acciones ordinarias veían verdaderamente diluido (o, en el extremo, reducido a cero) el valor de sus participaciones.

Entre los cambios de mentalidad que han acompañado la gestación de Basilea III, me gustaría mencionar, además, la mayor desconfianza tanto en el mercado como en la discrecionalidad de los supervisores nacionales a la hora de imponer o relajar la disciplina necesaria para resolver el principal reto al que se enfrenta la regulación bancaria: lograr que el aprovechamiento de oportunidades de intermediación financiera privada y socialmente rentables no implique la asunción de niveles de riesgo excesivos, o incluso intolerables, desde el punto de vista social.

Se ha aprendido que tanto los mercados (a través de las calificaciones y valoraciones que prevalecen en ellos) como los supervisores nacionales (en el ejercicio de su discrecionalidad) tienden a acompañar el ciclo bancario, relajando las restricciones o «haciendo la vista gorda» en tiempos de bonanza, y volviéndose presas del pánico unos y «conservacionistas» los otros en tiempos de crisis (1). Así, cabe prever que los pilares 2 (discrecionalidad del supervisor) y 3 (disciplina de mercado) de Basilea II, aunque formalmente no alterados por Basilea III, no van a tener en el futuro la importancia relativa que habían anticipado sus impulsores. Una posible excepción a este respecto será la referida a la actuación discrecional de las nuevas autoridades

macroprudenciales, creadas con el fin de vigilar el riesgo sistémico; por ejemplo, el Financial Stability Board a escala global, el European Systemic Risk Board de la Unión Europea, o el Financial Stability Oversight Council de Estados Unidos (2).

El cambio de percepción de los responsables directos de la coordinación, a escala internacional, de las reformas de la regulación bancaria no es lo único que explica el rumbo tomado con Basilea III. A fin de cuentas, el margen político de decisión de los reguladores bancarios es, contra la creencia de muchos, bastante reducido. Las grandes reformas requieren cambios legislativos importantes y, por tanto, contar con el apoyo de gobiernos y parlamentos, lo cual implica todas las complejidades propias de la economía política. Las presiones o resistencias de los grupos o entidades potencialmente más afectados por las reformas se conjugan con las presiones provenientes de los estados de opinión del público general, influidas en parte por las percepciones difundidas por académicos, analistas y otros creadores de opinión, y en parte por el clima económico coyuntural.

En este contexto, las postrimerías de las crisis financieras son los tiempos en los que resulta más viable introducir cambios radicales en la regulación financiera, tanto por lo aprendido en ellas como por la «ventana de oportunidad política» que se abre para adoptar propuestas que, en tiempos normales, por lo árido y aparentemente lejano de los asuntos de interés general de la temática, sólo movilizarían a sus detractores. La ventana de oportunidad abierta por esta crisis ha impulsado, por ejemplo, la capacidad para abordar en Basilea III, a diferencia de los acuerdos precedentes, el tratamiento regulatorio del riesgo de liquidez. Sospecho que los hacedores de Basilea I y II eran conscientes de que dejar dicho riesgo fuera de los respectivos acuerdos no era una decisión resultante de juzgar que el riesgo no fuera importante (o que se estimara tratado adecuadamente por los supervisores nacionales), sino de la dificultad de encontrar una propuesta de regulación que alcanzara el consenso necesario.

III. PRINCIPALES APORTACIONES DE BASILEA III

En este panorama, creo que las aportaciones básicas de Basilea III pueden resumirse en dos:

— reforzar y perfeccionar los requisitos de capital a la luz de la experiencia dada por la crisis, y

— abordar, por primera vez, la regulación del riesgo de liquidez, aunque con propuestas de carácter provisional para las que se establece un amplio periodo de prueba y posible revisión.

Como se describe con detalle en el propio acuerdo y en otros escritos sobre éste, los elementos principales de la reforma, en lo que toca al capital, incluyen el endurecimiento de la definición de capital computable como de máxima calidad, la elevación del requerimiento genérico de dicho capital (expresado como porcentaje de los activos ponderados por riesgo) a un 7 por 100 y la elevación de la ponderación por riesgo de las posiciones de dentro o fuera de balance asociadas con activos complejos, poco transparentes o no negociados en mercados organizados (o plataformas centrales), incluidos los pasivos contingentes asociados a procesos de titulización.

Asimismo, Basilea III impulsa la dotación de provisiones sobre la base del concepto de «pérdidas esperadas», y crea varios requisitos adicionales de capital denominados «colchón de conservación del capital» y «colchón anticíclico», en traducciones algo forzadas del inglés. También establece un límite complementario al apalancamiento, expresado en términos de un coeficiente mínimo de recursos propios sobre activos totales (¡sin ponderar por riesgo!).

Sin entrar en detalles técnicos, y especialmente para los lectores familiarizados con la regulación española, puede decirse que algunos de los cambios mencionados en último lugar implican transponer a Basilea III, *mutatis mutandis,* mecanismos de protección de la solvencia similares a las provisiones estadísticas españolas. Por supuesto, las reglas de funcionamiento son diferentes en numerosos detalles. Así, para contrarrestar el ciclo de crédito, se opta por exigir directamente más «capital», en vez de establecer el requisito en términos de una categoría de «provisiones» cuya definición encaja mal en el universo contable internacional. Pero la idea de obligar o incentivar a las entidades a acumular capital en los tiempos buenos (cuando los beneficios son altos y el crédito crece) y permitirlas consumir ese capital, sin que peligre el cumplimiento de los requisitos de solvencia básicos, en tiempos peores (cuando se registran pérdidas y el crédito se contrae) tiene un precedente indudable en las innovadoras reglas que el Banco de España creó en su día.

Por lo que respecta a la regulación de la liquidez, Basilea III establece dos nuevos coeficientes: el de cobertura de liquidez (que obliga a mantener activos seguros y líquidos suficientes como para costear, mediante su venta, las necesidades de refinanciación de la entidad durante un hipotético escenario de crisis con duración de un mes) y el de coeficiente de financiación estable neta (que obliga a que una fracción significativa de los activos no líquidos de largo plazo se financie mediante depósitos minoristas, recursos propios y otros instrumentos de financiación de no corto plazo). Dado que la literatura y la experiencia disponibles sobre los efectos de este tipo de coeficientes es muy limitada, Basilea III tiene la prudencia de otorgarles un carácter exploratorio, estableciendo un periodo de observación y posible revisión de las propuestas concretas ahora planteadas.

IV. LUCES Y SOMBRAS

Mi valoración general de Basilea III es positiva. A vista de pájaro,

la parte referida a la regulación del capital o de la solvencia constituye una reforma significativa, y en la dirección adecuada, de la herencia de Basilea II: aumenta la calidad y la cantidad de capital exigido a los bancos, corrige la ponderación de ciertos riesgos cuya materialización fue clave en el desarrollo de la pasada crisis, establece salvaguardias adicionales para mantener la integridad del capital mínimo en los malos tiempos, o cuando las bajas ponderaciones por riesgo pudieran implicar coeficientes de apalancamiento excesivos, e impulsa la adopción explícita de medidas anticíclicas. La parte referida a la regulación del riesgo de liquidez suscita muchas más dudas con respecto a la efectividad, y posibles contraindicaciones, de las medidas concretas que propone en este momento, pero tiene la virtud de haberles otorgado un carácter exploratorio, impulsando así el debate respecto a la forma final que estas u otras medidas pudieran adoptar.

Dicho esto, cuando cualquiera de los aspectos de Basilea III se observa con mayor detalle surgen, como seguramente no podía ser de otra forma, dudas y cautelas. Algunas sobre detalles técnicos, otras sobre el planteamiento conceptual (a veces visible no tanto en el acuerdo final en sí como en los numerosos documentos preparados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea durante su gestación) y otras, en fin, sobre la efectividad de la implementación final en cada jurisdicción, dependiente de autoridades que cuentan, en general, con medios y autonomía limitados, y que tendrán que operar en el día a día sujetas a la presión tanto de sus gobiernos como de sus supervisados.

Terminaré esta nota pasando revista a una escueta y muy personal selección de aspectos que he estudiado en algunos de mis recientes trabajos de investigación, y que me llevan a sostener, en parte por las conclusiones de mis trabajos, en parte por consideraciones complementarias, una posición crítica o, cuando menos, cautelosa con respecto a Basilea III.

1. Nivel óptimo y efectos económicos de los requisitos de capital

Los reguladores tienden a ver los recursos propios de los bancos como un puro colchón absorbedor de posibles pérdidas que, en dicha función, ofrece protección tanto a los acreedores ordinarios de un banco como al fondo de garantía de depósitos o a los contribuyentes, quienes, llegado el caso, habrían de sufragar parte de los costes de su insolvencia. Entre académicos expertos en regulación bancaria, se defiende también que la mayor o menor presencia de recursos propios en la estructura de capital de un banco puede tener efectos sobre los incentivos de sus gestores, ya sea directamente o influyendo en la manera en que los accionistas diseñan sus esquemas retributivos. Varios resultados sugieren que con coeficientes de capital más elevados la predisposición a la toma de riesgos (especialmente riesgos no suficientemente compensados con una mayor rentabilidad) sería menor.

Frente a ambas visiones, algunos representantes del sector bancario advierten que los recursos propios son una fuente de financiación especialmente costosa, y que forzar a su utilización en mayor cuantía podría encarecer significativamente el crédito bancario, dañando a las familias y los negocios que más dependen de él y, posiblemente, a la marcha de la economía en su conjunto.

Una respuesta culta a estas advertencias, que goza de gran predicamento últimamente, consiste en aludir al famoso teorema sobre la irrelevancia de la estructura de capital de Modigliani y Miller: un resultado teórico que acota el conjunto de circunstancias en las que alterar el modo de financiar una empresa puede o no tener efectos sobre su capacidad total de generación de valor neto. Desde esa perspectiva, defendida entre otros por Admati, *et al*. (2011), cabe defender que si las únicas razones por las que los recursos propios *parecen* más caros que la deuda son: 1) la matemática de la división total del riesgo asumido por el banco entre los diversas clases de pasivos; 2) las ventajas fiscales de la deuda derivadas del tratamiento de los pagos de intereses en el impuesto de sociedades, y 3) los subsidios implícitos derivados de la existencia del seguro de depósitos y otro tipo de garantías gubernamentales sobre la deuda bancaria, entonces no hay ninguna razón, desde el punto de vista social, para preocuparse por las advertencias hechas por los bancos.

Pero el debate en torno a la naturaleza de las ventajas y los costes asociados a una mayor exigencia de capital a los bancos dista mucho de quedar resuelto en estos términos. Si los postulados que permiten sostener los resultados de Modiliani y Miller se cumplen, no habría razón ni siquiera para la existencia de los bancos (o para el pago de sueldos millonarios a los directores financieros de las grandes empresas). Buena parte de los avances de la investigación, durante los últimos treinta años, en los campos de las finanzas empresariales y la economía bancaria, se basan en que alguno de los postulados de Modigliani y Miller no se cumple. De hecho, las advertencias de los bancos son, hasta cierto punto, consistentes con una parte de dichos avances, basados en la presencia de asimetrías de información y problemas de agencia, aunque el estado actual del conocimiento sobre estos temas no permite una cuantificación precisa de las pérdidas o ganancias en juego.

Un aspecto que los reguladores suelen pasar por alto al debatir en torno a los requisitos de capital es el del gobierno de las empresas bancarias. En muchas de ellas, el control de la gestión viene ejercido por los representantes de un núcleo accionarial que posee sólo a una fracción relativamente pequeña de las acciones del banco. Con frecuencia, dicho núcleo tiene una fracción significativa de su riqueza comprometida en el banco, y suele ir incrementando su posición no tanto por reajustes discrecionales de sus propias carteras como mediante la reinversión de los dividendos obtenidos del propio banco, o mediante la retención de

las acciones recibidas a través de esquemas retributivos que otorgan acciones u opciones sobre acciones a los gestores, con el propósito, en teoría, de alinear sus incentivos con los intereses del resto de accionistas.

En ese contexto, imponer a los bancos un coeficiente de capital más elevado, sobre todo si se hace de manera repentina, puede tener el tipo de efectos augurados por los representantes de los bancos. Los representantes de los núcleos duros que ostentan el control del banco pueden no tener la capacidad o el deseo de incrementar su posiciones accionariales en éste de una manera que mantenga su peso en el conjunto del accionariado, garantizando así un mismo grado de alineamiento de incentivos (o, en una interpretación más malévola, un mismo grado de atrincheramiento en el poder). En este escenario, los mayores requisitos de capital pueden acomodarse, al menos de manera transitoria (hasta que la retención de beneficios permita otra cosa), con un recorte de la inversión en activos arriesgados (si el requisito vinculante pondera por riesgo) o en activos totales (si el requisito vinculante no pondera por riesgo).

La idea de que el capital disponible de manera efectiva para los bancos puede ser limitado, sobre todo en el corto plazo, es parte básica de la línea argumental de dos de mis trabajos recientes: Repullo y Suárez (2009) y Martínez Miera y Suárez (2011). En ambos se identifican costes, en términos de restricción de la oferta de crédito y posibles subsecuentes caídas de la actividad económica, derivados de la imposición de mayores requisitos de capital. Pero también se identifican ventajas, en términos de la reducción de la probabilidad de quiebra de los bancos (y los costes sociales derivados de tales quiebras) y de reducción de la inclinación de los bancos a adoptar riesgos excesivos, e incluso sistémicos. Aunque los ejercicios cuantitativos incluidos en ambos trabajos están, a la fecha de cierre de esta nota, en proceso de revisión, las conclusiones preliminares apuntan a que, desde el punto de vista del bienestar neto, Basilea III es un paso en la dirección adecuada, aunque seguramente la elevación de los requisitos de capital tenga un coste macroeconómico mayor (sobre todo en términos de crédito y PIB) que el augurado por sus artífices (por ejemplo, en el informe del Macroeconomic Assessment Group, 2010).

2. Efectividad y contraindicaciones de la regulación de la liquidez

La conveniencia de regular la predisposición de los bancos a sufrir problemas de liquidez, especialmente durante una crisis sistémica, como consecuencia de tener excesiva dependencia de la financiación mayorista de corto plazo es algo que he defendido reiteradamente desde el estallido de la crisis en diversos trabajos conjuntos con Enrico Perotti. En Perotti y Suárez (2011) desarrollamos un modelo sencillo, inspirado en la economía de las externalidades, en cuya versión básica postulamos que la financiación de corto plazo, en tanto que fuente barata y flexible de fondos para los bancos, constituye en muchos casos la fórmula preferida (si no única) para que éstos puedan acometer determinadas operaciones de crédito o inversión. Sin embargo, esta fuente de financiación hace a cada banco vulnerable a la falta de liquidez y, lo que es más importante a efectos de la necesidad de regulación, aumenta la vulnerabilidad agregada del sistema bancario a los problemas generalizados de liquidez que caracterizan las crisis sistémicas. En este sentido, las decisiones de financiarse a corto plazo son fuente de algo similar a las clásicas externalidades negativas en la producción que tanto ha estudiado el análisis económico: contribuyen al riesgo sistémico de manera equivalente a como contribuye a la contaminación medioambiental quien arroja vertidos tóxicos en aguas de uso comunitario.

El trabajo mencionado tiene por objetivo fundamental discutir las ventajas relativas de una regulación basada en precios (es decir, basada en, por ejemplo, pagar unas primas o tasas por cada unidad de financiación de corto plazo utilizada) frente a una regulación basada en cantidades o, como en Basilea III, en la fijación de mínimos regulatorios para ciertos coeficientes de cantidades. Contemplamos varios escenarios que difieren en la naturaleza de los rasgos inobservables que hacen a unos bancos diferentes de otros, pues si todos fueran idénticos (o si los rasgos relevantes para su regulación fueran observables), podrían obtenerse los mismos resultados regulando vía precios que vía cantidades (quizá haciendo ambos una función de esas características observables).

Nuestros resultados apuntan a que cuando los bancos se diferencian (de modo inobservable) en su capacidad para otorgar crédito rentable, un impuesto o tasa de carácter pigoviano sobre la financiación de corto plazo utilizada por cada banco es una manera eficiente de contener las externalidades sistémicas sin distorsionar la asignación de crédito entre bancos. En cambio, cualquiera de los dos coeficientes que propone Basilea III en el ámbito de la liquidez genera distorsiones. De hecho, por razones que sería largo explicar pero que detallamos en el artículo referido, el coeficiente de cobertura de liquidez resulta, dependiendo de las condiciones de mercado, o bien completamente inefectivo o bien equivalente a un impuesto pigoviano que implica pérdidas netas de excedente en relación con la solución pigoviana pura. El coeficiente de financiación estable neta logra reducir el riesgo sistémico agregado, pero a costa de distorsionar la asignación de crédito entre entidades, pues este requisito regulatorio tiende a ser más restrictivo para los bancos con mejor capacidad para expandir su crédito de manera rentable.

En un escenario alternativo, cuando los bancos difieren en su predisposición a adoptar apuestas arriesgadas pero no necesariamente rentables, las conclusiones son mucho más favorables para el coeficiente de financiación estable neta, menos favorables para el impuesto

pigoviano y tan negativas como en el primero de los escenarios contemplados para el coeficiente de cobertura de liquidez. Nuestra conclusión a la luz de estos hallazgos es que, seguramente, la combinación de un coeficiente de financiación estable neta con un impuesto pigoviano sobre el uso de la financiación de corto plazo (o, con efectos similares, sobre una medida del flujo de necesidades de refinanciación de cada banco) sería mejor que la combinación de los dos coeficientes propuestos en Basilea III. Además, en la medida en que la regulación del capital o la solvencia ya minora los incentivos a la excesiva adopción de riesgos, los impuestos serían el instrumento primordial de control de las externalidades, dejando al coeficiente de financiación estable neta la misión de evitar fórmulas de financiación excesivamente peligrosas y que pudieran resultar tentadoras para los bancos en circunstancias infrecuentes difíciles de objetivar.

Más allá de la contribución central del trabajo mencionado, existen otras consideraciones por las que la regulación basada en precios puede ser mejor que la regulación basada en cantidades en el ámbito de la liquidez. En general, reajustar el tipo de gravamen de un impuesto implica menores costes de ajuste que cambiar un coeficiente de cantidades. La mayor facilidad de alteración puede deberse a causas institucionales: si el impuesto pigoviano se concibe como una tasa, y se deja en manos de los reguladores macroprudenciales un cierto margen de discrecionalidad sobre su nivel, sus cambios podrían implementarse en cuestión de días, mientras que los coeficientes suelen establecerse en leyes o tratados internacionales, más costosos de alterar. Pero además, y seguramente más importante, desde la perspectiva de los regulados, es más fácil amoldarse a la elevación de un precio que a la elevación de un requisito cuantitativo. Ante el cambio del precio, es posible responder en el corto plazo pagando el importe adicional que corresponda, mientras que forzar a alterar cantidades en el corto plazo puede ser más costoso y causar efectos no deseados, como ventas o liquidaciones desordenadas de activos ilíquidos, escasez de activos líquidos, o estrangulamientos de oferta o demanda en otros de los mercados involucrados.

Quizás algunas de estas reflexiones contribuyan a la revisión pendiente de este importante bloque de Basilea III.

NOTAS

(1) El «conservacionismo» al que me refiero consiste en retrasar el reconocimiento de los problemas de solvencia o insuficiencia de capital que afectan a las entidades supervisadas, e implica, por contradictorio que parezca, tanto la reticencia a liquidar o cerrar entidades como la reticencia a actuar de manera decidida contra las restricciones crediticias derivadas de la mal reconocida infracapitalización de las entidades supervisadas.

(2) La discrecionalidad de los reguladores y supervisores se justifica en mayor medida en los ámbitos donde es necesaria mayor flexibilidad, por ejemplo, debido a un menor conocimiento objetivo del fenómeno a regular. Una cuestión relacionada es la dificultad de establecer reglas de validez universal en un entorno donde persisten, entre las diversas jurisdicciones nacionales o regionales, grandes diferencias institucionales o de desarrollo económico y financiero.

BIBLIOGRAFÍA

ADMATI, A.; P. DEMARZO; M. HELLWIG, y P. PFLEIDERER (2011), «Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: why bank equity is not expensive», *Stanford GSB Research Papers,* número 2063.

MACROECONOMIC ASSESSMENT GROUP (MAG) (2010), *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements - Final Report,* Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, diciembre.

MARTÍNEZ MIERA, D., y J. SUÁREZ (2011), «A macroeconomic model of endogenous systemic risk taking», CEMFI, mimeo.

PEROTTI, E., y J. SUÁREZ (2011), «A pigovian approach to liquidity regulation», *Internacional Journal of Central Banking*, de próxima publicación.

REPULLO, R., y J. SUÁREZ (2009), «The procyclical effects of bank capital regulation», CEMFI, mimeo.

NOTA

UN PASO ADELANTE

Xavier FREIXAS

Universitat Pompeu Fabra

I. INTRODUCCIÓN

Aunque la reciente crisis haya adoptado formas muy distintas de un país a otro, ilustradas en particular por la diferencia entre la crisis en España y en EE.UU., la verdadera lección de la crisis no es el elevado riesgo bancario de una titulización indebidamente regulada, ni el fallo de los modelos de riesgo en presencia de una burbuja inmobiliaria. La verdadera lección sobre la que debemos basar la nueva regulación bancaria es constatar que durante la fase previa a la crisis los bancos han asumido niveles de riesgo excesivos. Por esta razón, los cambios actuales en la regulación bancaria no deben tener sólo por objetivo corregir la infravaloración del riesgo en los productos financieros existentes, aunque esto sea obviamente necesario, sino que deben alinear los incentivos de las entidades financieras con los de la sociedad, haciendo que éstas internalicen las externalidades que generan y tengan en cuenta el coste social de su quiebra.

En sus principales rasgos, Basilea III consiste en: 1) mejorar los requerimientos de capital; 2) mejorar la medida de determinados riesgos (asociados a la titulización, a la cartera de negociación y al riesgo de contrapartida; 3) imponer un límite al apalancamiento financiero; 4) mejorar la supervisión y los requisitos de información (pilares 2 y 3 de Basilea II); 5) mejorar la gestión de la liquidez, y 6) imponer requerimientos adicionales a las instituciones cuya quiebra implica un riesgo sistémico (G-SIFI). Nuestro objetivo aquí será, en primer lugar, evaluar el impacto de estas medidas sobre la estabilidad financiera; en segundo lugar, valorar su coste en términos de crecimiento y, en tercer lugar, analizar hasta qué punto el presente esquema propuesto resuelve la cuestión de los incentivos a largo plazo, tanto para las entidades bancarias como en la determinación de la política económica.

II. IMPACTO SOBRE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Aunque el principal objetivo de la reforma haya sido la reducción del coste de las crisis sistémicas —fenómenos excepcionales—, los mecanismos propuestos permiten también limitar la magnitud de los ciclos económicos que la regulación de capital había aumentado por el mecanismo del racionamiento del capital bancario *(credit crunch)*. Basilea III, al reducir el carácter cíclico de la actividad bancaria, provocará una reducción del impacto de los ciclos económicos y un efecto positivo sobre la actividad económica, mejorando la eficiencia en la asignación de capital. Desde hacía tiempo, era ya reconocida la necesidad de flexibilizar el coeficiente de capital, no reduciéndolo en situaciones de dificultades sino incrementándolo en períodos de expansión, y la propuesta de Basilea III va precisamente en este sentido. También la presencia del coeficiente contracíclico, si se aplica tal como está diseñado (es preocupante que cada país sea soberano en la aplicación de dicho coeficiente), puede limitar las burbujas, y por tanto las crisis de corte más clásico, como la que hemos presenciado en España.

En cuanto a la posibilidad de evitar futuras crisis sistémicas, Basilea III no garantiza en modo alguno la erradicación de dichas crisis. Efectivamente, si dichas crisis se producen infrecuentemente, parece poco razonable estructurar toda la regulación financiera en función únicamente de este tipo de eventos. Es cierto que el coste de las crisis sistémicas se verá reducido al aumentar el capital, en particular para las entidades global y sistémicamente importantes (G-SIFI). Si nos centramos en el capital únicamente, debemos reconocer que, a nivel contable, entidades como Bear Sterns o Lehman Brothers estaban suficientemente capitalizadas en el momento en que se vieron forzadas a la venta o a la quiebra. Por otra parte, estudios sobre el coste de la quiebra bancaria indican que la quiebra de un banco puede costar un 30 por 100 de los activos. Por lo tanto, desde este punto de vista, el incremento de capital es a la vez innecesario, si consideramos los casos de Bear Stern y Lehman, e insuficiente, si consideramos el coste de la quiebra. Por otra parte, si consideramos la liquidez, las medidas adoptadas llevan a cierto escepticismo en el contexto de la presente crisis de la deuda soberana, ya que la liquidez de los títulos cambia de forma radical muy rápidamente, y la actual regulación puede dejar a las entidades en una situación más desfavorable.

La principal propuesta que debería ser considerada a escala internacional es la implementación de unos procesos de quiebra específicos para las entidades de crédito que, sin poner en peligro la estabilidad financiera, permitan reducir el coste social de aquéllas. En este sentido, las propuestas de *bail-ins,* en que determinados contratos de deuda incorporarían una cláusula de conversión automática en acciones, son particularmente atractivas. Asimismo, la emisión de capital contingente, como la que ha efectuado con éxito Credit Suisse, permite que las entidades operen con un nivel de capital suficientemente bajo en condiciones normales, pero dispongan de un mecanismo de

recapitalización automática en caso de crisis. En definitiva, aunque el incremento del capital exigido por Basilea III reduzca el coste de las quiebras futuras, puede ser insuficiente si no es debidamente complementado por un mecanismo de quiebra y/o de rescate bancario transparente, rápido y eficiente. Dicho mecanismo se halla desgraciadamente ausente de Basilea III, aunque se encuentre de forma incipiente en los informes del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (BSBC por sus siglas en inglés).

III. IMPACTO SOBRE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

En diciembre de 2010, el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (BCBS) publicaba su informe sobre las consecuencias macroeconómicas del incremento en los coeficientes de capital propuesto por la reforma comúnmente denominada Basilea III, y concluía que el impacto sobre el crecimiento sería de un 0,03 por 100 anual sobre unos nueve años (treinta y cinco trimestres). Por otra parte, el impacto del coeficiente de liquidez, siempre según el informe del BCBS, sería de un 0,02 por 100 anual.

Frente a estas valoraciones, las asociaciones bancarias, actuando en defensa del sector, han criticado las estimaciones del BCBS y calculado que el impacto sería muy superior. Adoptando la posición contraria, un grupo de académicos influyentes (Admati, *et al*., 2010), ha argumentado, basándose en el teorema de Modigliani-Miller, que el coste en términos de crecimiento era menor, y que no se había tenido en cuenta que un menor apalancamiento financiero reduce el coste del capital. Para justificar un impacto reducido del incremento en el capital bancario, es posible suponer que el incremento en la financiación no bancaria puede compensar la reducción en la financiación bancaria. Sin embargo, la existencia de las instituciones financieras se justifica precisamente porque resuelven imperfecciones de los mercados financieros. Por esta razón, los bancos ocupan un papel preponderante en la financiación de la economía, y en particular para las PYME, debido al peso de la banca de relación y a la actividad de supervisión de los préstamos, por lo que la substitución del crédito bancario por la financiación no bancaria sería relativamente limitada. Existe pues un coste, y dicho coste es mayor para las empresas pequeñas y con menor proporción de activos tangibles.

Es sorprendente ver que no se menciona el impacto a largo plazo de los requisitos de capital de Basilea III. Si de verdad, como creemos, los mercados de capitales son imperfectos y el teorema de Modigliani-Miller no se cumple, la utilización de una mayor proporción de capital debería aumentar el coste de financiación bancario, y ello tendría que traducirse en una reducción del crecimiento a largo plazo, aspecto que no se refleja en el informe del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria.

IV. LOS INCENTIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN EL NUEVO MARCO REGULATORIO

Si creemos que la principal causa de la crisis es el excesivo riesgo asumido por las entidades financieras, nuestra evaluación de la reforma de Basilea III tiene que analizar hasta qué punto este acuerdo permitirá corregir el exceso de riesgo que los bancos han tenido tendencia a asumir, lo que nos llevará a examinar su gobierno corporativo. Efectivamente, la política de riesgo es el resultado de decisiones del Consejo de Administración, y por lo tanto depende de los incentivos de los directivos, que son fijados por el Consejo.

En materia de incentivos, debemos felicitarnos de que Basilea III reduzca los beneficios de asumir decisiones excesivamente arriesgadas. Efectivamente, no sólo el incremento de capital, por sí mismo, aumenta la penalización de los accionistas en caso de crisis, sino que el mecanismo del *capital buffer* impone serias limitaciones a los bancos cuyo capital cae por debajo del 10,5 por 100, que ven reducida su capacidad de distribuir dividendos y bonificaciones. Asimismo, la imposición de liquidez puede también fomentar comportamientos más prudentes en cuanto a transformación de vencimientos.

Sin embargo, en materia de gobierno corporativo, es interesante recalcar que los últimos análisis basados en datos que incluyen el período de la crisis (Laeven y Levine, 2009, y Ellul y Yerramilli, 2010, entre otros) han mostrado que los bancos con mejores índices de gobierno corporativo han sido los que han tenido mayores pérdidas. La excesiva asunción de riesgos ha sido, pues, el resultado de la voluntad de los consejos de administración, y no de decisiones erróneas de los consejos o de directivos que han tomado decisiones desviándose de las orientaciones marcadas por el Consejo de Administración. En definitiva, el «buen» gobierno corporativo, con consejeros más activamente implicados en la gestión, ha resultado en mayores riesgos. Ello implica que la reforma de la regulación bancaria debería hacer mayor hincapié en la estructura del Consejo de Administración y en el papel de los directivos responsables de los riesgos, lo que, de momento, no parece suficientemente desarrollado en la propuesta actual.

En definitiva, Basilea III es un importante paso adelante en una trayectoria en la cual la búsqueda de la eficiencia deberá llevar a importantes cambios adicionales en la regulación financiera, que complementarán las actuales propuestas.

BIBLIOGRAFÍA

ADMATI, A.; P. DE MARZO; M. HELLWIG, y P. PFLEIDERER (2010), «Fallacies, irrelevant facts and myths in the discussion of capital Regulation: Why bank equity is not expensive», Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Working Papers, n.º 86, Stanford Graduate School of Business, *Research Papers,* n.º 2065.

ELLUL, A., y V. YERRAMILLI (2010), «Stronger risk controls, lower risk: Evidence from U.S. bank holding companies», mimeo, Indiana University.

LAEVEN, L., y LEVINE, R. (2009), «Bank governance, regulation, and risk-taking», *Journal of Financial Economics*, 93: 259-275.

REGULACIÓN FINANCIERA: LA SEPARACIÓN ENTRE BANCA Y COMERCIO

Douglas D. EVANOFF (*)

Federal Reserve Bank of Chicago

Resumen

En este artículo, se repasa la literatura sobre la evolución de la separación de banca y comercio en Estados Unidos. Aunque en años recientes ha habido una reducción de las restricciones normativas a la expansión geográfica, a los tipos interés de los depósitos, etcétera, la regulación prevaleciente continúa siendo, a día de hoy, la separación entre banca y comercio. En años recientes se han eliminado algunas barreras, aunque también se han impuesto restricciones adicionales. En este artículo se analizan las ventajas y desventajas de mezclar banca y comercio, y se discute el estado de la investigación académica al respecto. También se examinan las perspectivas de futuro.

Palabras clave: combinación de banca y comercio, regulación financiera, Glass-Steagall, Dodd-Frank.

Abstract:

In this article we survey the literature on the evolution of the separation of banking and commerce in the U.S. While in recent years there has been an unwinding of regulatory restrictions to geographic expansion, deposit rates, etc., the most persistent regulation, the separation of banking and commerce, continues to this day. In recent years, some of the barriers have been removed, while additional restrictions have been imposed. The (de)merits of mixing banking and commerce are evaluated and the status of the empirical research is discussed. The prospects for future changes are also addressed.

Key words: mixing banking and commerce, financial regulation, Glass-Steagall, Dodd-Frank

JEL classification: G20, K20, L50.

I. INTRODUCCIÓN

ESTADOS Unidos tiene una estructura financiera única. Hay más sucursales bancarias per cápita y por milla cuadrada que en cualquier otro país del mundo. Esto es, en parte, consecuencia de años de restricciones normativas sobre qué productos podían ser distribuidos a los clientes. Del mismo modo, la estructura tipo *holding* es mucho más común en Estados Unidos que en la mayoría de los otros países; lo cual es, en parte, consecuencia de los esfuerzos bancarios para tratar de eludir las restricciones legales a la banca minorista (1). Desde la Gran Depresión, las entidades de depósito estadounidenses han tenido restricciones sobre lo que podían pagar por los depósitos. Ello dio lugar a prácticas algo extrañas en el sector para sortear dichas restricciones.

Recientemente, se han eliminado muchas de las restricciones que se habían impuesto a los bancos estadounidenses. Con la Ley Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency, aprobada en 1994, se les permite expandirse geográficamente. Los límites sobre los tipos de depósito ya fueron suprimidos con la Ley de Desregulación de Instituciones de Depósito y Control Monetario de 1980, de hace 30 años, y el último componente en ser desregulado en este gran *puzzle* de legislación bancaria ha sido la Bolsa, con la Ley Dodd-Frank de reforma de Wall Street y de protección al consumidor. Sin embargo, la regulación más persistente vigente hoy en día es la separación entre banca y comercio (2). Aunque se han eliminado algunas barreras que separaban banca y comercio en los últimos años, todavía quedan importantes restricciones. Por ejemplo, un banco comercial no puede adquirir una empresa que ofrezca servicios no financieros, y una empresa que ofrezca servicios no financieros no puede, por lo general, tomar el control de un banco comercial (3). Ello vuelve a diferenciar de nuevo a los bancos de Estados Unidos de los de otros países.

En este artículo se repasa la literatura sobre la evolución de la separación de la banca y el comercio en Estados Unidos. De especial interés son los recientes esfuerzos para volver a aplicar algunas de las restricciones previas por la creencia de que las nuevas reformas pueden haber sido (parcialmente) responsables de la reciente crisis financiera. Se da una perspectiva histórica sobre cómo la regulación del producto ha ido evolucionando a lo largo del tiempo. Se describen y se valoran los argumentos a favor y en contra de la combinación entre comercio y banca. También se concreta el estado actual de evidencia de los argumentos relacionados con los costes y beneficios que surgen al combinar banca y comercio.

El artículo se desarrolla como sigue: en el siguiente apartado, se

expone el estado de la cuestión sobre la combinación de banca y comercio. ¿Qué restricciones existen en Estados Unidos y cómo han evolucionado? ¿Qué beneficios y costes se perciben de esta combinación? ¿Qué evidencia sustenta estos costes y beneficios?

En el apartado III, se ofrece una perspectiva crítica y se discuten los aspectos relacionados con la combinación de banca comercial y banca de inversión. La separación de estas actividades fue incluida en la legislación estadounidense durante la Gran Depresión. A finales del siglo XX, la legislación permitió que los *holdings* financieros pudieran combinar, dentro de unos límites, aquellas actividades no financieras que el banco central definió como complementarias a la banca comercial. La banca de inversión estaba incluida como una actividad complementaria. Sin embargo, con la reciente crisis, se ha criticado esta mezcla de banca comercial y de inversión como causa parcial de la crisis. Se propuso una legislación que pudiera deshacer la reforma permitiendo la combinación de la banca comercial y la de inversión. Pero, en su lugar, se han impuesto restricciones adicionales sobre la capacidad de los bancos para implicarse en actividades relacionadas con determinados valores y se ha incrementado el interés por los *hedge funds*. El apartado IV concluye con algunas observaciones de política económica.

II. LA COMBINACIÓN DE BANCA Y COMERCIO EN ESTADOS UNIDOS

A diferencia de casi todo el resto del mundo, los Estados Unidos han tenido bastantes restricciones históricas sobre la combinación de banca y comercio (4). Si se considera el punto de vista del «interés público», esta situación proviene de normativas necesarias y razonables que intentaron evitar comportamientos anticompetitivos y distorsiones en la asignación del crédito y del capital. Históricamente los argumentos basados en este punto de vista han tenido mucho atractivo populista (ver Fine, 2007). Alternativamente, el enfoque de «protección al mercado» diría que las restricciones están injustificadas y que son el resultado de *lobbies* que intentan proteger a ciertas industrias de la competencia de otras nuevas que entran. Un ejemplo es la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios, en su esfuerzo por evitar que la financiera de General Motors obtuviera el estatus de *holding* bancario y pudiera entrar en el sector inmobiliario. Otro ejemplo de la misma Asociación fue que presionó fuertemente para impedir que empresas comerciales (en concreto, Walmart) pudieran tener acceso al estatuto cuasi bancario que le permitiría entrar en el negocio del sector inmobiliario (5).

Posteriormente, se debate la legislación que provocó la actual situación banca-comercio en los Estados Unidos. A continuación, se discuten los argumentos basados en el interés público sobre lo inapropiado de mezclar banca y comercio. También se analizan las ventajas percibidas de la mezcla entre banca y comercio, y se estudia la evidencia sobre la magnitud de las ventajas y desventajas de tal combinación.

Históricamente, los bancos han evolucionado como consecuencia natural de la orfebrería. Los bancos comerciales, tal y como los conocemos hoy, comenzaron como bancos mercantiles con el objetivo de apoyar la actividad comercial, o como división financiera de empresas comerciales. Desde la década de 1930, en Estados Unidos se ha promovido la separación entre banca y comercio. El proceso comenzó con la Ley Glass-Steagall de 1933, que restringía los tipos de títulos que los bancos comerciales podían tener. Se les prohibió expresamente a los bancos mantener la mayor parte de los títulos y *stocks* en sus cuentas de balance, y no tenían permitido financiar emisiones de títulos y *stocks*. Este fue el origen inicial de la separación entre banca comercial y banca de inversión en Estados Unidos, cuyos ventajas e inconvenientes habrían de debatirse en los siguientes setenta años.

Esta legislación se aprobó durante un periodo de crisis (la Gran Depresión), cuando el Congreso se mostraba muy crítico con las prácticas de préstamo y el negocio de los bancos comerciales. Se tenía la impresión de que los bancos tenían mucho poder económico. La sensación era que los bancos se sentaban a menudo en los consejos de las empresas, incitándoles a que usasen sus (caros) servicios bancarios. También se creía que las actividades con valores de los bancos habían desempeñado un papel central en el *crack* bursátil de 1929 (6). El ambiente enrarecido del Congreso propició que se aprobaran leyes que restringieron las actividades comerciales de los bancos.

Sin embargo, los bancos estadounidenses intentaron evitar las restricciones de la Glass-Steagall acogiendo nuevas actividades en filiales *holding* que no se veían afectadas por la nueva legislación (7). La estructura de *holding* permitió que las filiales bancarias y no bancarias de la empresa *holding* pudieran operar legalmente de manera separada, pero con negocios integrados.

En respuesta a la proliferación de *holdings* bancarios, como instrumento que permitía combinar actividades de negocio bancario y no bancario (junto al incremento de las fusiones acaecidas en las décadas de 1940 y 1950), en 1956 el Congreso aprobó la Ley de Holdings Bancarios (BHCA, 1955). La Ley prohibía que los *holdings* bancarios controlasen casi cualquier empresa no financiera. Las filiales de los *holdings* debían tener naturaleza financiera y debían estar «tan estrechamente relacionadas con el negocio de la banca o de la gestión o control bancario como para ser consideradas un incidente apropiado ad hoc».

Según la BHCA, los *holdings* bancarios se definieron como organizaciones que controlaban dos o más bancos comerciales. Durante la década de 1960, los bancos se dieron cuenta de que podían afiliarse a cualquier tipo de empresa no bancaria mediante la constitución de un único *holding* bancario (es decir, la misma estructura organizativa, pero con sólo una subsidiaria bancaria). Los bancos más grandes persiguieron esta estructura, y el posible crecimiento de grandes conglomerados en un único *holding* bancario por fusiones y adquisiciones preocupó cada vez más al Congreso, por lo que se presentaron enmiendas a la BHCA en 1970. La nueva legislación capacitaba a la Reserva Federal para permitir actividades, según la BHCA, si se estimasen «tan estrechamente relacionadas con el negocio de la banca o de la gestión o control bancario como para ser consideradas un incidente apropiado ad hoc». En los siguientes treinta años, la Reserva Federal respondería a peticiones de nuevas actividades no bancarias aplicando tests de beneficio público neto para evaluar el impacto de cada nueva actividad en la seguridad, competencia, eficiencia y conveniencia.

Esta restricción a la combinación de banca y comercio es única en Estados Unidos en comparación con otros países industrializados. Los bancos europeos y japoneses, por ejemplo, tuvieron más poderes comerciales conseguidos mediante la inversión directa en empresas no financieras o a través de relaciones del tipo Keiretsu. Sin embargo, por muchas razones, aunque no todas basadas en principios económicos, siempre se ha tratado de evitar la mezcla entre banca y comercio en Estados Unidos.

1. Posibles desventajas de mezclar banca y comercio

A continuación se exponen los argumentos fundamentales que esgrimen aquellos que critican la unión de banca y comercio. Se pueden clasificar en preocupaciones por la seguridad, conflictos de intereses y potenciales efectos adversos sobre la competencia.

Las cuestiones de seguridad relacionadas con la combinación de banca y comercio incluyen el potencial incremento de la inestabilidad financiera, la expansión de la red de seguridad del sector bancario (con las distorsiones asociadas al proceso de asignación de capital) y la mayor dificultad de la supervisión de las actividades. En lo que se refiere a la inestabilidad financiera, la combinación podría hacer que los bancos fueran sensibles a los riesgos de sus filiales no bancarias. De este modo, como se suele decir, la filial no bancaria podría comportarse de manera irresponsable, y las pérdidas podrían echar abajo a la filial bancaria. Esto es verdaderamente posible, y sería importante tenerlo en cuenta, ya sea mediante restricciones a las interacciones de las filiales (8), ya a través de una supervisión más intensa y consolidada para examinar cuidadosamente los balances y comprender mejor los lazos entre filiales. El impacto neto sobre la estabilidad depende de cuán efectivamente se tomen estas precauciones. La investigación sugiere que los sistemas financieros son más estables en países donde la combinación de banca y comercio está menos restringida (ver Barth, *et al*., 2001).

De modo similar, ha preocupado que la red de seguridad bancaria pudiera alcanzar a la filial comercial. Si se supone que la red de protección o seguridad estuviera mal valorada (por ejemplo, en el caso de que el banco esté subsidiado), la extensión de la red de seguridad podría generar una mala asignación de capital. Sin embargo, la posibilidad de esta extensión ya existe con la base de clientes bancarios. Los bancos pueden tener acceso a depósitos subsidiados que pueden ser intermediados en préstamos a clientes. Dependiendo del grado de competencia en el mercado, algunos de estos subsidios podrían llegar al prestatario (9). En cuestión está cómo la capacidad de mezclar banca y comercio puede afectar a la competencia en la industria. Raskovich (2008) argumenta que permitir la combinación podría tender a incrementar los beneficios bancarios debido al crecimiento de la eficiencia económica. Este autor se basa en estudios de corte transversal entre países que son consistentes con esta hipótesis —cuando las restricciones de combinar banca y comercio se debilitan, los beneficios bancarios son mayores, *ceteris paribus*—, y afirma que la combinación de

banca y comercio puede haber incrementado el valor de la cartera del banco y haber capacitado y/o alentado a los bancos a tomar activos de menor riesgo.

Las críticas de mezclar banca y comercio también han dicho que el proceso de supervisión podría ser más difícil como resultado de la combinación. Se precisaría un supervisor global con acceso a otras partes de la organización en su totalidad, más allá del propio banco. Con el sistema de supervisión actual en Estados Unidos, la Reserva Federal sería el supervisor conjunto, con acceso a cada filial. Sin embargo, alguno habla de un enfoque de abajo hacia arriba (*bottoms-up*), donde el supervisor se concentre en el banco y donde haya otros reguladores por encima (si fuera necesario). Otros han dicho que este último modelo parece haber funcionado bastante bien en el pasado (Muckenfuss y Eager, 2007). Además, el enfoque de abajo hacia arriba (*bottoms-up*) podría extenderse al permitir al supervisor bancario tener acceso a todas las filiales del banco cuando fuera necesario. Esto es, de alguna manera, similar al modelo usado por la Corporación Federal de Seguro de Depósito (FDIC, por sus siglas en inglés) para una clase especial de cuasibanco (ver Baradaran, 2010).

2. Conflictos de intereses potenciales

Otro argumento común en contra de la combinación de banca y comercio es que podría derivar en un potencial conflicto de interés, llevando al banco a ejecutar prácticas anticompetitivas o poco seguras. Por ejemplo, los bancos pueden tener la oportunidad ocasional de comerciar por sí mismos a expensas de los clientes. Estas oportunidades aumentan si se autoriza a los bancos a mezclarse con empresas comerciales. De hecho, fue una percepción general que esto es lo que había ocurrido de camino a la Gran Depresión. Se pensó que las filiales de los bancos comerciales habían «asegurado y vendido títulos poco seguros y especulativos, (y) lo habían publicado deliberadamente en folletos engañosos...,» (ver Fein, 1986). Otro argumento estándar es que los bancos pueden acordar términos preferenciales en los préstamos y depósitos a sus filiales comerciales, pueden denegar el crédito a reconocidos competidores de la filial comercial y pueden vincular la disponibilidad de préstamos a la compra de productos de la filial comercial.

El potencial de tratamiento preferencial podría existir si hubiera suficiente poder de mercado en el sector bancario como para permitir al banco que se comportase de tal manera y tuviera beneficios positivos, aunque reducidos. Si los mercados fueran competitivos, la filial no bancaria podría obtener financiación del banco afiliado o del no afiliado a tasas competitivas. Si el banco diera un tratamiento preferencial con términos por debajo del mercado a filiales no bancarias, le daría al banco beneficios por debajo del mercado, que pueden o no ser compensados por el incremento de beneficios de la filial no bancaria. Del mismo modo, un banco podría decidir no otorgar un préstamo a una empresa competidora de la filial del banco, pero, al hacerlo, podría estar renunciando a ciertos beneficios en el proceso. Y también, si los mercados fueran competitivos, la empresa con acceso denegado al préstamo podría encontrar fuentes de financiación alternativas. Gran parte de los conflictos potenciales discutidos aquí han estado limitados por regulaciones que restringen las cantidades y los términos bajo los cuales los bancos pueden prestar a filiales —restricciones de la FRA, sección 23A y 23B (10). Estas restricciones se podrían mantener también para las filiales no bancarias. Un estudio de la FDIC resumió el potencial de tales conflictos de intereses como: «a examen, es poco probable que los principales conflictos potenciales que se muestran racionales al separar banca y comercio puedan representar riesgos significativos para la seguridad y el buen funcionamiento del banco o para la red de seguridad federal» (ver Blair, 2004).

Exigir a los consumidores que compren productos de filiales no bancarias como condición para obtener un crédito se considera típicamente como un contrato vinculado. Estos acuerdos son ilegales según la ley de competencia de Estados Unidos, y los requisitos legales son relativamente fáciles de ser aplicados en la banca como resultado de la menor carga de la prueba requerida en la BHCA. De modo similar, las restricciones 23A y 23B, de las que se ha hablado antes, requieren que las transacciones entre filiales sean entre empresas «no vinculadas» y en términos de mercado, lo cual disminuye en gran medida la posibilidad de tales violaciones.

Una razón final dada para descartar la mezcla de banca y comercio es la de posibles efectos anticompetitivos. Las prácticas potenciales antes discutidas estarían ligadas a este argumento, pero la razón estándar va mucho más allá. La preocupación es que una empresa comercial con los «bolsillos llenos» podría ser capaz de entrar en el mercado bancario y dominar el paisaje. Éste ha sido

un argumento común en áreas rurales, donde los mercados están generalmente más concentrados. La preocupación es que el nuevo entrante practicaría inicialmente competencia desleal, si no competencia a matar, para sacar a los competidores del mercado. El banco afiliado controlaría entonces el mercado y los precios locales de forma monopolista. Sin embargo, este argumento parece menos importante con el incremento del acceso a los mercados bancarios de Estados Unidos ocasionado por la eliminación de barreras de entrada. Mientras que en el pasado la entrada era a menudo difícil, los mercados de hoy en día están mucho más abiertos. Además, la aplicación de la competencia parece haber sido relativamente efectiva en el sector bancario (ver Evanoff y Fortier, 1986). De hecho, un propósito más amplio de la aprobación de la BHCA fue prevenir la excesiva concentración en la banca.

3. Ventajas potenciales de mezclar banca y comercio

Los beneficios potenciales de permitir la mezcla de banca y comercio incluyen la diversificación, las ganancias de eficiencia productiva y una fuente adicional de capital bancario. Algunas de estas ventajas son propias de la banca, pero muchas son beneficios que se asocian típicamente con actividades de conglomerados por fusión.

Es bien sabido que el riesgo de la cartera se puede reducir, vía diversificación, al suavizar los flujos de ingresos a lo largo del tiempo. Como las ganancias de las diferentes actividades de negocio no están perfectamente correlacionadas a lo largo del ciclo económico, las pérdidas de una actividad pueden ser compensadas (o suavizadas para la organización en su conjunto) por las ganancias de otra actividad. De este modo, la empresa combinada puede obtener el rendimiento medio de las actividades a un riesgo menor que el medio.

La evidencia empírica sugiere que mezclar banca y comercio puede proporcionar grandes ganancias de diversificación; por ejemplo, tener los mismos rendimientos a un menor riesgo o tener mayores beneficios con el mismo nivel de riesgo. Los estudios que encuentran tal evidencia son los de Saunders y Yourougou (1990); Eisenbeis y Wall (1984); Boyd, *et al*. (1980); Boyd y Graham (1988); Wall, *et al*. (2008); y Reichert, *et al*. (2008). Nos concentramos en el último de estos estudios, el más reciente.

Utilizando datos de rentabilidad y riesgo del sector, de acuerdo con la clasificación SIC, Reichert, Wall y Liang llevan a cabo hipotéticas combinaciones de varias industrias para evaluar la posibilidad de que haya ganancias de diversificación. Combinaciones dos a dos del sector bancario con otras industrias resultaron en fusiones que podían incrementar un 50 por 100 la rentabilidad sobre recursos propios con una modesta reducción del riesgo. Cuando las carteras se formaron utilizando diez sectores industriales, las ganancias potenciales fueron incluso mayores. Se evaluaron varias combinaciones alternativas de industrias en las cuales, de las valoraciones y del análisis, se obtiene que las grandes ganancias de diversificación podrían resultar de la eliminación de barreras a la mezcla de la banca con otros sectores comerciales.

Eliminar las barreras a la mezcla de banca y comercio también podría generar eficiencias productivas resultantes de economías de escala, a medida que crece el tamaño de la organización en su conjunto. También podría crear ganancias de eficiencia como resultado de sinergias en la producción conjunta de las distintas actividades. Mientras que la posibilidad de ventajas de escala y de gama parece intuitiva, no podemos cuantificar las ganancias potenciales. En el caso de economías de escala, las ganancias resultarían de la extensión de los costes fijos sobre una base de producto mayor. En el caso de las economías de gama, los dos procesos de producción se combinarían en un nuevo proceso que, óptimamente, tendría en cuenta las sinergias en el proceso de producción, con costes que serían diseminados entre una amplia gama de productos. Estos nuevos procesos no pueden ser simulados en la manera que hicimos con las carteras hipotéticas de las que se ha hablado antes. En vez de ello, veríamos las sinergias sólo después de que la organización combinada haya desarrollado el proceso productivo óptimo.

Un resumen de la literatura de las economías de escala y de gama en el caso de la banca como industria independiente se puede encontrar en Evanoff e Israilevich (1991) y en DeYoung, *et al*. (2009) (11).

Hay una ganancia potencial más de combinar banca y comercio: podría servir para reducir el coste de las transacciones bancarias a los clientes. Si el banco se combinase con una empresa comercial con una amplia y eficiente red de distribución, los consumidores podrían considerar que tener acceso a varias localizaciones podría ser igualmente beneficioso. Adams, *et al*. (2007) encuentran evidencia en este sen-

tido al evaluar el crecimiento de los depósitos de un banco que entra en un mercado mediante la localización en los almacenes Walmart de Estados Unidos, frente a aquellos que entraron en mercados similares mediante formas más tradicionales —por ejemplo, por la vía de nueva entrada o adquisición—, pero que no se localizaron en los almacenes Walmart. Estos autores señalan que los bancos situados en los almacenes Walmart obtuvieron un mayor crecimiento de los depósitos que aquellos que habían entrado de modo más tradicional. Los resultados indican que localizarse en la red de distribución (almacenes Walmart) otorga una ventaja competitiva al banco. Los resultados sugieren que los lazos de propiedad común entre los mercados proporcionan ventajas a los consumidores al realizar todas las compras en el mismo lugar.

Finalmente, permitir la combinación de banca y comercio podría generar una nueva fuente de capital para los bancos. Aunque esto no se ha incluido en las discusiones sobre la reciente regulación bancaria, sí que ha habido interés en crear nuevas fuentes de inyección de capital privado en la banca. Un estudio del Tesoro estadounidense (U.S. Treasury, 1991) señalaba que «el caso de la combinación de banca y comercio es especialmente obligado en el contexto de permitir que las empresas comerciales adquieran bancos en dificultades». El razonamiento fue que atraer fondos privados a bancos con problemas podría evitar que la FDIC o los contribuyentes incurrieran en pérdidas. Aunque, en sí misma, podría no haber una razón que obligase a permitir que las empresas comerciales poseyeran bancos, es interesante que el Tesoro lo considerase lo suficientemente serio como para incluirlo en su propuesta de reforma regulatoria.

4. Corporaciones de préstamo industrial

En 2005, Walmart solicitó una «ficha bancaria», o estatuto especial, al Estado de Utah. También solicitó del aseguramiento de la FDIC, lo que, debido a los derechos de propiedad únicos de las corporaciones de préstamo industrial, renovó el debate en los Estados Unidos sobre la separación entre banca y comercio.

Las corporaciones de préstamo industrial (ILC, por sus siglas en inglés) son bancos con carta estatal y asegurados por la FDIC, siendo los únicos en Estados Unidos que pueden ser propiedad de empresas comerciales. Son similares a los bancos comerciales en los servicios que prestan, pero no están sujetos a la BHCA y a otras restricciones de propiedad. Recibieron una exención especial de la BHCA en la legislación federal que se aprobó en la década de 1980. Están regulados por los estados y la FDIC.

Cuando las ILC recibieron la exención de la BHCA a las restricciones de propiedad, la industria creció rápidamente, porque era una de las pocas opciones disponibles para que las empresas comerciales se integrasen directamente con la banca. Se dice que esa opción capacitó a las empresas para acceder a servicios financieros, incluyendo servicios de pago, más eficientemente y pasar las ganancias de eficiencia al cliente (12). La industria incrementó sus activos desde 4,2 millardos de dólares a cerca de 250 millardos de dólares en los veinte años siguientes. Los dueños comerciales de las ILC incluían GMAC, Target, Nordstrom y Lehman Brothers. Obviamente, éste es un segmento relativamente pequeño de la banca comercial de Estados Unidos, y el crecimiento fue apenas perceptible en la mayor parte de los trimestres. Sin embargo, el sector ganó popularidad e investigación sobre su legalidad cuando Walmart solicitó una carta de corporación de préstamos industrial.

Como continuación a la solicitud de Walmart, varios grupos de interés, que incluían sindicatos, *community banks*, empresas y algunos miembros del Congreso, se opusieron frontalmente a la aplicación de la ILC. Los argumentos eran similares a los discutidos anteriormente. Como resultado, la Oficina General Contable (GAO, por sus siglas en inglés) de los Estados Unidos manifestó su preocupación sobre la ley ILC y sobre si estas entidades deberían ser supervisadas de manera diferente por otros «bancos». La GAO también cuestionó el rápido crecimiento del sector y expresó su preocupación sobre el crecimiento futuro. Había pocas dudas de que la principal causa de toda la preocupación fue que Walmart, los almacenes más grandes del mundo, quisieran entrar ahora en el sector.

En respuesta al acalorado debate en el Congreso y a las discusiones en la prensa financiera, en julio de 2006, la FDIC anunció una moratoria de seis meses a todas las solicitudes de la ILC. Extendió la moratoria un año más para las empresas no financieras en enero de 2007 y alentó al Congreso a abordar el asunto mediante la legislación. Aunque Walmart retiró su solicitud en marzo de 2007, estos acontecimientos reiniciaron al debate público sobre la conveniencia de mezclar banca y comercio. La

moratoria de solicitud impuesta inicialmente por la FDIC se extendió con la aprobación de la Ley Dodd-Frank en 2010 (13). Ésta, combinada con la aparición de la crisis financiera, redujo la inmediatez de la necesidad de abordar el asunto banca-comercio. Sin embargo, hay poca duda de que cuando los mercados empiecen a recuperarse, y se reemprenda el crecimiento, el debate sobre la carta ILC y la mezcla de banca y comercio volverá a surgir con fuerza.

III. ¿CERRANDO EL CÍRCULO? BANCA DE INVERSIÓN Y BANCA COMERCIAL

En el apartado anterior se ha discutido sobre la Ley Glass-Steagall y la separación de la banca comercial y de inversión, que comenzó con la separación de banca y comercio en los Estados Unidos. La BHCA hizo posteriormente más grande dicha separación. Sin embargo, a lo largo de los años, la Reserva Federal, como supervisor de aquellos servicios que podían ser proporcionados bajo la estructura de *holding* bancario, permitió ofertas de servicios adicionales «muy ligados a la banca». En la década de 1980, se permitió a los bancos comerciales entrar en el negocio de garantizar los títulos corporativos con un cierto límite. Esos límites se relajaron con el tiempo. Durante este periodo, los bancos comerciales presionaron agresivamente para expandir su base productiva y así derogar la Ley Glass-Steagall.

En 1999, el Congreso aprobó la Ley Gramm-Leach Bliley, que, entre otras cosas, derogó los apartados de la Glass-Steagall que prohibían la unión de bancos comerciales y de inversión. A efectos de supervisión, dicha Ley permitía la provisión de una gama mayor de servicios financieros mediante una estructura de empresa *holding,* en vez de mediante un modelo de banca universal que era preferido por muchos. Yendo más allá, los *holdings* bancarios podían convertirse en *holdings* financieros que podían prestar varios servicios financieros antes prohibidos, incluyendo la banca de inversión. La derogación de la Ley Glass-Steagall, fue parcialmente el resultado de varios estudios de investigación que cuestionaron la validez de los argumentos de mantener separadas la banca comercial de la de inversión. Esos argumentos, que se han discutido antes, eran: potenciales conflictos de interés, incremento del riesgo y probabilidad de comportamientos no competitivos. A lo largo del tiempo, ciertos estudios evaluaron de manera crítica los ya criticados resultados de mezclar banca y comercio y, a menudo, los encontraron sin fundamento. Por ejemplo, White (1986) constató que en la era pre Glass-Steagall la asociación de bancos comerciales con actividades de inversión reducía de hecho el riesgo de pérdidas bancarias, en vez de incrementarlas, como se había dicho antes. De manera consistente con este hallazgo, Puri (1994) verificó que, de camino al *crack* bursátil de 1929, la tasa de impagos de los títulos emitidos por los bancos comerciales era significativamente menor en el caso de aquellos garantizados por bancos de inversión (14). Kroszner y Rajan (1993) cuestionaron las reclamaciones de que las filiales de bancos comerciales habían tratado deliberadamente de engañar a los clientes para venderles títulos de pobre calidad y especulativos. Éstas eran las quejas que se habían hecho durante las audiencias que precedieron a la aprobación de la Ley Glass-Steagall.

Kroszner y Rajan compararon los títulos garantizados por filiales de bancos de inversión con las de bancos independientes, teniendo en cuenta un amplio conjunto de factores de control relacionados con las características de los títulos. Sus resultados indican que, *ceteris paribus*, las filiales bancarias estaban garantizando títulos de mayor calidad y mejor comportamiento que los bancos de inversión independientes. Asimismo, los bancos comerciales y sus filiales de banca de inversión conocían bien que el mercado les estaba examinando cuidadosamente, a ellos y a las emisiones que ponían en el mercado, porque podían generar potencialmente conflicto de intereses. Los bancos de inversión afiliados tuvieron eso en cuenta al evitar asegurar títulos que eran sensibles a problemas de reputación. En su lugar, garantizaron títulos de mayor reputación y de empresas más establecidas. Los resultados indican que el mercado estaba al tanto de los potenciales conflictos de interés, y que hizo todo lo posible para evitar problemas relacionados con eso.

Finalmente, George Benston (1990) revisó extensamente los registros del Congreso y los testimonios en relación con la aplicación de la Ley Glass-Steagall para ver qué evidencia existía para justificar la aprobación de la Ley. Para preparar el estudio, Benston había preguntado a los juristas y a miembros del Congreso sobre qué evidencia tenían para apoyar el argumento de que los abusos de los bancos en la década de 1920 habían garantizado la aprobación de la Ley. La respuesta: «…pero si todo el mundo lo sabe, es de dominio público». Estas prácticas bancarias y estos

abusos que se consideraban «de dominio público» fueron, sin embargo, cuestionados y sometidos a la evaluación de los hechos. Tras una intensa investigación, se demostró una «completa falta de evidencia» que sostuviese la separación de la banca comercial y de inversión, y por tanto de los apartados relacionados de la Ley Glass-Steagall.

Tras derogar varios elementos de la Ley Glass-Steagall mediante la Ley Gramm-Leach-Bliley, los bancos se posicionaron estableciendo *holdings* financieros y ofreciendo una gran variedad de servicios financieros. Sin embargo, con el comienzo de la crisis financiera en 2008 ciertos grupos empezaron a cuestionarse lo apropiado de la Ley Gramm-Leach-Bliley y a verla como causa parcial de la crisis. Se hizo una nueva legislación para derogar esta ley que resultó más restrictiva que la de 1933 (15).

White (2010) señala que estas críticas a la aprobación de la Ley Gramm-Leach-Bliley son injustificadas (16). Si no se hubiera derogado la Glass-Steagall, los bancos de inversión hubieran seguido con sus actividades, que hubieran conducido a la crisis. Tanto los bancos comerciales como los de inversión se encontraron con problemas durante la primera década del siglo XXI por sus inversiones en títulos relacionados con hipotecas. Ello, y no la mezcla de las dos actividades, es lo que causó su desplome. White señala que no había nada en la Glass-Steagall que previniese contra las actividades que llevaron a la caída de los bancos.

Sin embargo, tras la crisis se propusieron nuevas regulaciones que algunos han descrito como la Ley Glass-Steagall modificada, o la Glass-Steagall 2 (Grumer, 2011; Moore, 2011; Bloomberg, 2011). Se incluyó la «Norma Volcker» en la recién aprobada Ley Dodd-Frank. La «Norma Volcker» impide a los depositarios hacer operaciones por cuenta propia, o poseer o patrocinar o invertir, en un *hedge fund* o en un fondo de inversión. La norma toma el nombre del antiguo Presidente de la Reserva Federal, que destacó «lo especial» de los bancos comerciales y luchó por limitar su asociación con otros servicios comerciales y financieros.

El impacto potencial de la Norma Volcker es grande. Los analistas de mercado han dicho que podría reducir las ganancias bancarias un 25 por 100, y que podría bajar la rentabilidad total en cerca de un 20 por 100. Aunque la norma final tiene que ser aplicada todavía, se ha demostrado que ya está empezando a afectar al comportamiento de los bancos (Moore, 2011). Anticipándose a la nueva norma, algunos bancos están empezando a clausurar sus negocios comerciales por cuenta propia. Éste es un ejemplo de cómo se pueden aplicar restricciones durante las turbulencias financieras sin saber si lo que se restringe ha tenido algo que ver con la situación actual.

IV. CONCLUSIONES

En este artículo, se repasa la literatura sobre la evolución de la separación entre banca y comercio en los Estados Unidos. Se evalúan los argumentos a favor y en contra de su combinación, y también se resumen el estado de cuestión y los avances académicos relacionados con dichos argumentos. En términos simples, la evidencia indica que muchos de los argumentos originales de «interés público» para separar banca y comercio no parecen estar justificados. La evidencia empírica sugiere que podrían surgir grandes beneficios de combinar las diversas líneas de negocio. Sin embargo, aunque en años recientes se ha llevado a cabo la reforma para permitir la combinación de banca comercial y de inversión, parece haber poco interés en permitir una mezcla mayor de banca y comercio. De hecho, como respuesta a la crisis financiera y la gran recesión, han surgido voces que proclaman la eliminación de estas reformas que permitían las combinaciones de ambos tipos de negocio. Aunque esta marcha atrás no se ha incluido en la reciente reforma de la regulación financiera de Estados Unidos (en la Ley Dodd-Frank), se han introducido nuevas restricciones para limitar las operaciones por cuenta propia de los bancos comerciales e impedir la interacción con *hedge funds*. Dado el estado actual de la economía, se ha pospuesto la necesidad urgente de desregular la actividad bancaria en estas direcciones. Sin embargo, las regulaciones bancarias son cíclicas y, a medida que mejore la actividad, surgirán nuevos argumentos para reconsiderar las restricciones a las afiliaciones bancarias. Estas decisiones, en todo caso, deberían estar apoyadas por los hechos.

NOTAS

(*) El autor agradece los valiosos comentarios de los participantes en la Conferencia del Federal Reserve Bank of Chicago sobre Estructura Bancaria y Competencia y de sus colegas en el Banco de Chicago por ayudarle a conformar sus opiniones sobre este tema y sobre otros asuntos de la regulación financiera. También agradece a Santiago Carbó Valverde sus comentarios, que le han facilitado el desarrollo de este trabajo. También reconoce y agradece el importante apoyo editorial, con poca antelación, de Ms. Helen Koshy. Las opiniones expresadas aquí son las del autor y no tienen por qué representar las del Federal Reserve Bank of Chicago o las de la propia Reserva Federal.

El artículo «Regulación financiera. La separación entre banca y comercio», titulado originalmente «The separation of banking and

commerce», ha sido traducido del inglés por M.ª Teresa Fernández Fernández.

(1) La proliferación de las estructuras de *holding* se puso en marcha años antes de que los reguladores decidieran usarla como medio para ampliar la oferta de productos que podía relacionarse con bancos comerciales. Para analizar los límites a la expansión geográfica de la banca estadounidense, y sus implicaciones, ver EVANOFF y FORTIER (1986, 1988).

(2) La separación no es absoluta, como se mostrará con detalle posteriormente.

(3) Sin embargo, generalizar es peligroso. Las empresas de préstamos industriales, sustitutos cercanos de los bancos, pueden ser adquiridas por empresas no financieras. Se verá con detalle más adelante en el artículo.

(4) HAUBRICH y SANTOS (2003), MUCKENFUSS y EAGER (2007) y HUERTAS (1988) dicen que esto es verdad si se consideran las buenas propiedades productivas de los bancos. Sin embargo, al mirar los estatus de propiedad de los bancos, se aprecia poca separación hasta las restricciones, que fueron impuestas a los *holdings* (se discuten más adelante en el texto).

(5) Posteriormente, en este artículo se hace referencia a los cuasi-bancos como corporaciones de préstamo industrial. Para un análisis profundo sobre este tema, ver BARADARAN (2010).

(6) Ver BENSTON (1990), entre otros que aparecen más adelante, que refutó estos argumentos. Para una discusión sobre la mera motivación del interés privado en la aprobación de la Glass-Steagall, ver TABARROK (1998).

(7) Había algunas restricciones de registro impuestas sobre los *holdings*, pero la mayoría encontraron la manera de evitarlas (ver SHULL, 1999).

(8) Por ejemplo, la sección 23A de la Ley de la Reserva Federal sobre restricciones a los *holdings* limita la exposición de las filiales dentro de un *holding,* y requiere que las transacciones sean entre empresas no vinculadas.

(9) Se ha cuestionado si el seguro de depósitos y la red de seguridad, en concreto, están mal valorados (ver GORTON y ROSEN, 1995; y WHALEN, 1997).

(10) Aunque OMAROVA (2011) dice que las restricciones no fueron muy efectivas durante la reciente crisis financiera.

(11) Se pueden obtener ganancias también de eficiencias informacionales (ganancias de reunir y utilizar la información de manera más efectiva) y de los mercados de capital internos, en los que el capital puede ser asignado de manera más eficiente a lo largo y ancho de una organización más amplia, en vez de sólo dentro de la actividad individual; por ejemplo, el banco concreto o la empresa comercial independiente (ver KRAINER, 2000; y REICHERT, *et al.*, 2008).

(12) También ha habido otros medios para evitar las restricciones a la propiedad en los Estados Unidos (ver HAUBRICH y SANTOS, 2003).

(13) Para un resumen de la discusión de los temas relevantes relacionados con la combinación de banca y comercio, incluyendo la solicitud e Walmart y el debate resultante, véase DARWISH y EVANOFF (2007).

(14) Esta tasa evalúa realmente «las tasas de mortalidad», que es la probabilidad de impago ajustada por la madurez pendiente de la emisión.

(15) La legislación se introdujo en el Senado por John MCCAIN (R-Arizona) y por Maria CANTWELL (D-Washington), y se llamó «Ley de Integridad de la Banca».

(16) Una opinión competente es la de SMITH (2010). Es casi la única cuestión en la que afirma que con contención que la combinación de banca comercial y de inversión no fue la causa de la crisis. Sin embargo, dice que la mezcla de las dos actividades colocó a los bancos en peor situación cuando la banca de inversión se topó con los problemas.

BIBLIOGRAFÍA

ADAMS, R. M.; R. B. AVERY, y R. BORZEKOWSKI (2007), «The value of location in bank competition: Examining the effect of Wal-Mart branches», *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago.

BANK HOLDING COMPANY ACT OF 1955 (BHCA, 1955), «Report of the Committee on Banking & Currency», U.S. House of Representatives, 84th Congress, 1st Session, 20 de mayo.

BARADARAN, M. (2010), «The ILC and the reconstruction of U.S. banking», *Southern Methodist University Law Review*, 63: 100-206.

BARTH, J.; G. CAPRIO, y R. LEVIN (2001), «Banking systems around the Globe: Do regulation and ownership affect performance and stability?», en FREDERIC MISHKIN (ed.), *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't?*, University of Chicago Press, Chicago.

BENSTON, G. J. (1990), *The Separation of Commercial and Investment Banking*, Nueva York, Oxford University Press.

BLAIR, C. E. (2004), «The future of America: The mixing of banking and commerce: Current policy issues», *FDIC Banking Review,* 16(4): 1-30.

BLOOMBERG (2011), «Volcker rule risk concentrated in 25 banks» (18 de octubre), disponible en: http://www.ritholtz.com/blog/2011/10/volcker-rule-risk-concentrated-in-25-banks/

BOYD, J., y S. GRAHAM (1988), «The profitability and risk effects of allowing bank holding companies to merge with other financial firms», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, primavera.

BOYD, J.; G. HANWECK, y P. PITHYACHARIYAKUL (1980), «Banking holding company diversification», *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago.

DARWISH, N. H., y D. D. EVANOFF (2007), «The mixing of banking and commerce: A conference summary», *Chicago Fed Letter*, número 244a Federal Reserve Bank of Chicago, noviembre.

DEYOUNG, R.; D. D. EVANOFF, y P. MOLYNEUX (2009), «Mergers and acquisitions of financial institutions: A review of the post-2000 literature», *Journal of Financial Services Research*, 36(2/3): 87-110.

EISENBEIS, R. A., y L. D. WALL (1984), «Bank holding company nonbanking activities and risk», *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago.

EVANOFF, D. D., y D. FORTIER (1986), «Geographic expansion in commercial banking: inferences from intrastate activity», en *Toward Nationwide Banking: A Guide to the Issues,* Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago.

— (1988), «Reevaluation of the structure-conduct-performance paradigm in banking», *Journal of Financial Services Research,* 1.

EVANOFF, D. D., y P. ISRAILEVICH (1991), «Productive efficiency in banking», *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, 15: 11-32.

FEIN, M. (1986), «The separation of banking and commerce in american banking history», Appendix A to the Statement by Paul Volcker before the Subcommittee on Commerce, Consumer and Monetary Affairs of the United States, House of Representatives, Washington, D.C.

FINE, C. R. (2007), «U.S. households and the mixing of banking and commerce», *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago.

GORTON, G., y R. ROSEN (1995), «Corporate control, portfolio choice, and the decline of banking», *Journal of Finance,* 50: 377-1420.

GRUMER, D. (2011), «Glass-Steagall 2.0 cuts risks, rewards», *Hartford Business.com,* http://www.hartfordbusiness.com/news19834.html.

HAUBRICH, J. G., y J. A. C. SANTOS (2003), «Alternative forms of mixing banking with commerce: Evidence from American history», *Financial Markets, Institutions & Instruments,* 12(2): 121-164.

HUERTAS, T. (1988), «Can banking and commerce mix?», *Cato Journal*, 7(3): 743-769.

KRAINER, J. (2000), «The separation of banking and commerce», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco: 15-25.

KROSZNER, R. S., y R. G. RAJAN (1993), «Is the Glass-Steagall Act justified? A study of the U.S. experience with universal banking before 1933», *American Economic Review,* 84(4): 810-832.

MESTER, L. (1996), «Repealing Glass-Steagall: The Past Points the Way to the Future», *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia: 1-11.

MOORE, M. J. (2011), «Wall Street has worst quarter since crisis in banking, trading», *Business Week* (20 de octubre), disponible en: http://www.bloomberg.com/news/2011-10-20/wall-street-has-worst-quarter-for-banking-trading-since-financial-crisis.html.

MUCKENFUSS, C. F., y R. C. EAGER (2007), «The separation of banking and commerce revisited», *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago.

OMAROVA, S. T. (2011), «From Gramm-Leach-Bliley to Dodd-Frank: The unfulfilled promise of section 23A of the Federal Reserve Act», *North Carolina Law Review*, 89: 1683-1769.

PURI, M. (1994), «The long-term default performance of bank underwritten security issues», *Journal of Banking and Finance*, 18 (enero): 397-418.

RASKOVICH, A. (2008), «Should banking be kept separate from commerce,» *Working Paper Series*, Economic Analysis Group of the Antitrust Division, WP-EAG 08-9.

REICHERT, A. K.; L. D. WALL, y H. Y. LIANG (2008), «The final frontier: The integration of banking and commerce». Part 2: Risk and return using efficient portfolio analysis», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 93(2): 1-14.

SAUNDERS, A., y P. YOUROUGOU (1990), «Are banks special? The separation of banking from commerce and interest rate risk», *Journal of Economics and Business*, 42(2): 171-182.

SHULL, B. (1999), «The separation of banking and commerce in the United States: An examination of principal issues», *OCC Economics Working Paper Series,* Office of the Comptroller of the Currency, OCC-99-1.

SMITH, T. (2010), «Volcker Rule is necessary to prevent bank failures turning into a crisis», *The Telegraph,* 24 de enero. Disponible en: http://www.telegraph.co.uk/finance/comment/7067330/Volcker-Rule-is-necessary-to-prevent-bank-failures-turning-into-a-crisis.html

TABARROCK, A. (1998), «The separation of commercial and investment banking: The Morgans vs. the Rockefellers», *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 1(1): 1-18.

U.S. TREASURY DEPARTMENT (1991), *Modernizing the Financial System*, Washington D.C., febrero, Washington D.C.

WALL, L. D.; A. K. REICHERT, y H. Y. LIANG (2008), «The final frontier: The integration of banking and commerce». Part 1: «The likely outcome of eliminating the barrier», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 93(1): 1-16.

WHALEN, G. (1997), «The competitive implications of safety net related subsidies», *OCC Economics Working Paper Series*, Office of the Comptroller of the Currency, WP97-9.

WHITE, E. N. (1986), *The Regulation and Reform of the American Banking System, 1900-1929,* Princeton University Press, Princeton.

WHITE, L. J. (2010), «The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999: A bridge too far? Or not far enough?», *Suffolk University Law Review*, 43(4): 937-956.

LOS TRIBUTOS SOBRE EL SECTOR BANCARIO

Miguel MARTÍN FERNÁNDEZ
Carmen GONZÁLEZ GALLEGO
Asociación Española de Banca

Resumen

A raíz de la crisis financiera internacional, han surgido numerosas iniciativas para reformar la tributación del sector financiero, aunque la mayoría de ellas presentan objetivos y argumentos de muy distinta índole. Este artículo trata de analizar la evolución de estas propuestas, si bien parte de la formulada inicialmente por el Fondo Monetario Internacional en respuesta al mandato que le dio el G-20 en septiembre de 2009. No obstante, los autores ponen el foco en los trabajos que se han desarrollado en el seno de la Unión Europea durante todo este periodo, hasta principios de julio de 2011.

Palabras clave: tributación del sector financiero, impuesto sobre transacciones financieras, contribución a la estabilidad financiera, impuesto sobre actividades financieras.

Abstract

Following the international financial crisis, there have been many initiatives to reform the financial sector taxation, although most of them present objectives and arguments of a very distinct nature. This article attempts to analyze the evolution of these proposals, although it initiates from the proposal originally formulated by the International Monetary Fund in response to the mandate given by the G-20 in September 2009. However, the authors focus on jobs that have been developed within the European Union during this period up until early July 2011.

Key words: financial sector taxation, financial transactions tax, contribution to financial stability, financial activities tax.

JEL classification: H25, H27.

I. INTRODUCCIÓN

La posibilidad de establecer nuevos impuestos sobre el sector financiero se ha convertido en tema de debate recurrente en las agendas de los principales foros políticos, especialmente en el ámbito comunitario europeo.

El tema se comenzó a debatir en algunos países cuyos gobiernos habían concedido ayudas a entidades financieras residentes en su territorio con la finalidad de evitar su quiebra, y el consiguiente efecto contagio al resto del sector y a la economía real. El objetivo era establecer un impuesto de carácter temporal que permitiese recuperar el coste que los contribuyentes habían soportado como consecuencia de los rescates bancarios, respondiendo de este modo a la opinión pública, que exigía que no se socializaran las pérdidas en las que había incurrido el sector financiero.

La necesidad de reducir la probabilidad y el coste de nuevas crisis financieras, unida al elevado potencial recaudatorio que algunos expertos atribuyen a los nuevos impuestos que se están analizando, ha motivado que el debate haya evolucionado hacia otras perspectivas, y que se haya planteado la posibilidad de utilizar los fondos recaudados para otras finalidades distintas a la inicial. Por una parte, no se trataría de financiar el coste de la pasada crisis, sino el de las futuras, a través de la creación de un fondo de resolución *ex ante* y de desincentivar la asunción excesiva de riesgos. Por otra parte, se trataría de obtener nuevos ingresos tributarios que podrían destinarse a finalidades tan diversas como el saneamiento de las finanzas públicas nacionales, la financiación del presupuesto comunitario, la cooperación al desarrollo o la lucha contra el cambio climático.

El asunto cobró carta de naturaleza oficial cuando el G-20, en su reunión de Pittsburgh de septiembre de 2009, hizo suya la idea y encargó al Fondo Monetario Internacional (FMI) la realización de un estudio sobre las posibles alternativas de impuestos al sector financiero, con la finalidad de que éste hiciera «una contribución equitativa y sustancial» a la financiación de los costes de la crisis. El G-20 volvió a analizar el tema en su Reunión de Toronto en junio de 2010 al definir los cuatro pilares básicos para la reforma del sector financiero. Dichos pilares eran:

1) Un nuevo marco regulatorio que permita, por una parte, reforzar el capital y la liquidez de los bancos y, por otra, mejorar la regulación, la transparencia y la supervisión de los fondos de inversión alternativa (*hedge funds*), las agencias de calificación de crédito y los derivados del mercado extrabursátil (OTC).

2) Nuevas medidas que permitan un control y una supervisión más efectivos de las entidades financieras, incluyendo la

intervención preventiva de las entidades en dificultades.

3) Un nuevo sistema de resolución que permita la liquidación ordenada de instituciones sistémicas importantes.

4) Un nuevo proceso de evaluación y revisión mutua (*peer review*) internacional y transparente.

La idea de exigir al sector financiero «una contribución equitativa y sustancial» se enmarcaba en el tercer pilar, relativo al nuevo sistema de resolución, y su objetivo era sufragar el coste asociado a la intervención de los gobiernos para reestructurar o, en su caso, liquidar instituciones financieras en dificultades. De este modo, se evitaría que los contribuyentes se vieran nuevamente obligados a financiar el coste de futuras crisis, en el supuesto de que éstas llegasen a producirse.

Hay que señalar que antes de que estallara la crisis financiera internacional de 2007 no existía corriente de opinión alguna, ni a escala nacional ni internacional, que abogara por la introducción de nuevos impuestos sobre el sector financiero por razones de equidad, ni que considerara que la tributación de dicho sector era inferior a la debida. De hecho, hasta el momento no se ha publicado ningún estudio empírico que avale esta afirmación, que, como posteriormente se expondrá, parece fundamentarse principalmente en la errónea percepción de que la exención en el IVA de los servicios financieros y de seguros constituye un beneficio fiscal para el sector.

A continuación se describen y debaten las principales iniciativas de reforma de la tributación del sector financiero planteadas tanto con anterioridad a la crisis (apartado II) como a raíz de ésta (apartado III). Finalmente, en el apartado IV se presentan unas conclusiones básicas.

II. INICIATIVAS DE REFORMA TRIBUTARIA DEL SECTOR FINANCIERO PREVIAS A LA CRISIS

Antes de la crisis, el debate sobre la tributación del sector bancario se circunscribía esencialmente a dos temas: el Impuesto sobre Transacciones Financieras y el Impuesto sobre el Valor Añadido.

1. El Impuesto sobre Transacciones Financieras (ITF)

Este término es muy amplio, y abarca diferentes categorías que gravan hechos imponibles distintos como, por ejemplo, el impuesto sobre las transacciones de títulos valores (*Securities Transaction Tax*), el impuesto sobre las transacciones en divisas (*Currency Transactions Tax*), el impuesto sobre operaciones societarias (*Capital levy* o *registration tax*) y el impuesto sobre los movimientos de depósito o retirada de efectivo (*Bank Transactions Tax*).

En su acepción más habitual, se utiliza para hacer referencia a un impuesto sobre determinadas transacciones de valores (generalmente acciones).

Entre las razones que sus defensores suelen esgrimir para justificar su existencia destacan, por una parte, su alto potencial recaudatorio (incluso aunque el tipo impositivo sea muy reducido) y, por otra, que este impuesto permite mejorar el funcionamiento de los mercados financieros al reducir su volatilidad, porque desincentiva la realización de operaciones a corto plazo y de alta frecuencia, consideradas como particularmente perniciosas para el correcto funcionamiento del mercado.

El precursor de esta idea fue Keynes (1936), quien, tras el colapso de Wall Street en los años treinta, y en contraste con la teoría clásica que sostenía que la especulación era estabilizadora, consideraba que dicha especulación podía generar graves efectos adversos sobre la economía real. En este sentido, Keynes señalaba que «es una opinión generalizada que los casinos deben, en interés público, ser de acceso restringido y caros. Y quizá esta idea sea también adecuada para los mercados de valores… La introducción de un impuesto sustancial sobre las transacciones podría ser la forma idónea de mitigar el predominio de la especulación sobre la actividad emprendedora en los Estados Unidos».

Otros keynesianos, tales como Tobin (1978), Stiglitz (1989) y Summers y Summers (1989), también han defendido la introducción de un impuesto sobre las transacciones que desincentive la especulación a corto plazo y, por ende, reduzca la volatilidad.

La iniciativa que ha adquirido mayor popularidad es la de James Tobin, quien propuso exigir un impuesto sobre las transacciones en divisas con la finalidad de limitar los flujos internacionales que no derivasen del intercambio real de mercancías, y cuya recaudación podría destinarse a financiar la ayuda a los países en vías de desarrollo. El impuesto, que recibió el nombre de «Tasa Tobin», no llegó nunca a aplicarse. De hecho, tanto el FMI como la

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) se han mostrado escépticos sobre la eficiencia real de esta tasa en reiteradas ocasiones. Así, por ejemplo, el documento de la OCDE (2002) *Exchange market volatility and securities transaction taxes,* después de exponer las incertidumbres que existen sobre la eficacia real de estos impuestos, tanto en términos de potencial recaudatorio como de mejora en la estabilidad de los mercados, descarta que la creación de esta tasa sea la mejor opción para financiar la ayuda al desarrollo. La OCDE alega, en primer lugar, que no se puede descartar que parte de la tasa recaiga sobre los propios países en vías de desarrollo a los que se quiere ayudar y, en segundo lugar, que establecer esta tasa sin conocer con certeza cuál es su potencial recaudatorio real podría desviar la atención política del auténtico objetivo de garantizar un nivel adecuado de ayudas a los países en vías de desarrollo.

A raíz de la crisis de los mercados de valores de 1987 surgieron nuevas propuestas. Joseph Stiglitz, por ejemplo, propuso ampliar el ámbito de aplicación de la «Tasa Tobin» a otras operaciones, con la finalidad de cumplir cuatro objetivos distintos: desincentivar las transacciones especulativas a corto plazo, promover la eficiencia económica, reducir la volatilidad de los precios y mejorar la asignación de capital.

La idea que subyace a estas propuestas es que las transacciones a corto plazo son un juego de suma cero, que no añaden valor real a la economía y que, por tanto, suponen un consumo de recursos que menoscaba el bienestar social.

Existen, sin embargo, numerosas razones teóricas y prácticas que explican por qué, hasta el momento, no se ha implantado el ITF, y que se comentan a continuación.

1) No existe consenso sobre la tesis de que las transacciones especulativas a corto plazo son «socialmente inútiles». Los que se oponen a ella alegan que en el análisis económico se suele partir de la presunción de que si dos individuos deciden voluntariamente intercambiar un activo a un precio determinado, es porque los dos se benefician de la operación, y que, por tanto, la realización de dicha operación incrementa el bienestar del conjunto de la sociedad. Las operaciones especulativas a corto plazo tienen la función de permitir el arbitraje para igualar precios y encontrar contrapartes. La introducción de un ITF reduciría el volumen de operaciones y dificultaría la identificación de posibles contrapartes y la formación del precio.

2) No existen evidencias empíricas que demuestren que estos impuestos contribuyan a reducir la volatilidad.

3) El ITF puede potenciar el riesgo sistémico y la realización de las operaciones fuera de mercados regulados. Por ejemplo, el hecho de que la mayoría de las transacciones globales de divisas se compensan mediante el mecanismo CLS (*Continuous Linked Settlement*) permite reducir el riesgo de contraparte. Con la aplicación de un ITF que grave estas operaciones, se corre el riesgo de desalentar la compensación de transacciones dentro del sistema.

4) El ITF podría incrementar el coste de financiación de las empresas y de los gobiernos, al aumentar la rentabilidad exigida por los inversores para contrarrestar el impuesto. De hecho, Mathenson (2010) señala que la mayor parte de los gobiernos habían optado por suprimir este tipo de impuestos en los dos últimos decenios, con la finalidad de reducir el coste de capital de las empresas y aumentar la competitividad de los mercados nacionales en un mundo cada vez más globalizado.

5) No está claro quién soportará efectivamente la carga tributaria derivada del ITF, aunque es probable que recaiga sobre los titulares de los valores en el momento en que se apruebe su creación. En este sentido, King (2004), Mathenson (2010) y otros sostienen que numerosos modelos empíricos y teóricos demuestran que un incremento de los costes de transacción provocaría una reducción en el precio de los activos.

6) Facilidad para su elusión. En la práctica, su potencial recaudatorio está condicionado por dos efectos: «el de sustitución» y el de «deslocalización de las operaciones». De hecho, si no se consigue alcanzar un acuerdo a escala global sobre su creación, es muy probable que la recaudación sea muy baja, ya que para evitar su pago bastaría con migrar las operaciones a otras jurisdicciones o mercados en los que este impuesto no sea exigible. Alternativamente, se podrían diseñar transacciones equivalentes que no estén sometidas a tributación por este impuesto.

Un claro ejemplo del riesgo que entraña el establecimiento de este tipo de impuestos de manera unilateral o no coordinada globalmente es el caso de Suecia, que perdió gran parte de sus mercados financieros tras crear un impuesto sobre las transaccio-

nes financieras. En cualquier caso, la recaudación se concentrará en aquellos países en los que radiquen los mercados financieros con mayor volumen de negociación, mientras que su coste será soportado globalmente.

7) Obstáculos jurídico-legales para su implantación. Introducir un ITF sobre las operaciones de cambio de divisas podría ser incompatible con la libre circulación de capitales y de pagos entre estados miembros de la Unión Europea y entre estos últimos y terceros países. Del mismo modo, existen dudas sobre la compatibilidad de este impuesto con el artículo XI del Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios, que establece que los miembros de la Organización Mundial del Comercio no pueden imponer ninguna restricción a los pagos y transferencias internacionales por transacciones corrientes relativas a compromisos específicos que se hayan contraído por los mismos.

Como se expondrá en el apartado III, el FMI utilizó gran parte de estos argumentos, junto con otros adicionales, para recomendar la adopción de otras alternativas distintas a la creación de un ITF. La Comisión Europea, por el contrario, sigue considerando la posibilidad de implantarlo.

2. El Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA)

El IVA es un impuesto que grava el consumo, y por tanto la regla general es que el consumidor final soporte la totalidad de su coste. En la mayor parte de las jurisdicciones, incluyendo en la Unión Europea, el IVA se configura como un impuesto plurifásico, que se liquida siguiendo el «método del crédito» en lugar del «método de adición».

La aplicación de dicho método implica que el importe del IVA a ingresar en cada período impositivo se determina por diferencia entre el sumatorio de las cuotas del IVA repercutido a los clientes y el sumatorio de las cuotas del IVA soportado en la adquisición de los bienes y servicios a los proveedores. A su vez, las cuotas del IVA, tanto repercutido como soportado, se calculan aplicando el tipo impositivo del IVA sobre el precio acordado en cada operación con el cliente/proveedor.

El método del crédito se puede aplicar con facilidad cuando el precio de la operación se determina en función de un importe fijo. Sin embargo, plantea serios problemas conceptuales y administrativos cuando el precio se determina en función de un margen o de una comisión implícita, como sucede en el servicio bancario tradicional de captación de depósitos para la concesión de créditos. El valor añadido en estos servicios se calcula por diferencia entre el tipo de interés que se cobra a los prestatarios y el tipo de interés que se paga a los depositantes. Al tratarse de magnitudes globales, resulta bastante complejo determinar el valor individualizado de los servicios prestados a cada cliente. No obstante, dicho cálculo resulta esencial para repercutir el IVA en la factura que se expida a cada cliente, especialmente cuando se trate de un empresario o profesional que adquiere el servicio financiero para integrarlo en su proceso productivo, ya que, en este caso, la cuota del IVA soportado en la adquisición del servicio financiero es deducible.

Para evitar este problema, así como los correspondientes costes administrativos que se generarían para cumplir con los requisitos de facturación, la mayor parte de los servicios financieros y de seguros cuyo precio no se establece en función de una comisión explícita se consideran exentos de IVA. Además, la exención también se justifica por razones de índole socio-económica, ya que la plena sujeción al IVA de las comisiones e intereses de los préstamos incrementaría, sin duda, el coste de financiación de los hogares. Así lo reconoce el Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea en varias sentencias, entre otras, la de 10 de marzo de 2011, Asunto C-540/09, Skandinaviska Enskilda Banken AB, en cuyo apartado 21 afirma lo siguiente:

> … por lo que se refiere a los motivos que sirven de fundamento al establecimiento de exenciones del IVA a favor de las operaciones mencionadas en dicho artículo 13, parte B, de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia se desprende que estas exenciones tienen la finalidad de *paliar las dificultades asociadas a la determinación tanto de la base imponible como del importe del IVA deducible y evitar un aumento del coste del crédito al consumo.*

A diferencia de lo que sucede en otros impuestos, en los que las exenciones constituyen un beneficio fiscal para el sujeto pasivo, el hecho de que la mayor parte de las operaciones financieras estén exentas del IVA plantea graves problemas para las entidades financieras que, como consecuencia de esta exención, pierden el derecho a deducir el IVA que soportan en la adquisición de bienes y servicios necesarios para el desarrollo de los servicios exentos.

La pérdida de este derecho rompe el principio de neutralidad que inspira el IVA, y conlleva que este impuesto se transforme en un coste adicional de producción de los servicios exentos. Este efecto se conoce como el «problema

del IVA irrecuperable», y genera importantes distorsiones competitivas para la industria financiera tanto dentro de la Unión Europea como fuera de ella, en especial en aquellos países en los que no existe un impuesto similar.

Las distorsiones competitivas dentro de la Unión Europea se producen como consecuencia de la falta de armonización de los tipos impositivos y de las normas que determinan el porcentaje del IVA deducible (prorrata) cuando el sujeto pasivo realiza simultáneamente operaciones que generan derecho a deducción y otras que no generan este derecho. Es obvio que el problema del IVA irrecuperable es más significativo en aquellos países que tienen un tipo impositivo más elevado y/o unas normas para determinar el porcentaje de IVA deducible más restrictivas. Tomando como referencia los tipos del IVA vigentes en junio de 2011, la diferencia puede llegar a ser de 10 puntos porcentuales si se compara el tipo general aplicable en Chipre y Luxemburgo (15 por 100) con el de Dinamarca, Hungría y Suecia (25 por 100).

Además, la imposibilidad de deducir las cuotas del IVA soportadas en la realización de servicios exentos condiciona el modo en el que las entidades financieras estructuran sus operaciones, favoreciendo la integración vertical frente a la horizontal (esto es, la creación de sucursales frente a las filiales) y la creación de valor dentro de la empresa frente a la externalización de los procesos y/o la subcontratación de las operaciones.

Al margen de lo anterior, la ruptura de la cadena de deducciones supone, en la práctica, que el IVA se convierte en un impuesto en cascada cuando el destinatario del servicio exento es, a su vez, un empresario o profesional que integra el coste financiero en su proceso productivo. En estos casos, el IVA soportado no deducible incluido en el precio del servicio financiero pasa a formar parte, a su vez, de la base imponible del IVA que se devenga en la siguiente fase de producción, produciéndose el nada deseable efecto piramidación.

Dicho de otro modo, la exención en el IVA de los servicios financieros adquiridos por empresarios o profesionales tiene una incidencia recaudatoria distinta a la exención en otros impuestos, puesto que permite a la Administración tributaria recaudar una cantidad muy superior a la que se hubiera devengado si la operación no hubiese quedado exenta de tributación.

Esta mayor recaudación se compensa, en parte, con la pérdida recaudatoria que se produce cuando el destinatario final del servicio financiero es un particular, ya que en este caso el valor añadido en la última fase no queda sometido a tributación.

Aunque no es posible determinar a priori cuál es el efecto neto de esta exención sobre la recaudación global de un determinado Estado es probable que, en la mayor parte de los casos, el resultado neto sea positivo. De hecho, algunos expertos (1) afirman que «el IVA no recuperable pagado por las instituciones financieras y de seguro se ha afianzado como fuente de ingresos tributarios en muchos países», y que este hecho justifica la reticencia de dichos países al cambio. En el ámbito europeo, este hecho podría explicar que los estados miembros no hayan alcanzado todavía ningún acuerdo sobre la opción de renuncia a la exención en el IVA de los servicios financieros y de seguros que, como es sabido, constituye uno de los tres pilares del dossier de la propuesta de Directiva (COM (2007) 747) y Reglamento (COM (2007) 746) sobre el tratamiento en el IVA de los servicios financieros y de seguros que la Comisión adoptó hace más de cuatro años, y que todavía se está debatiendo.

De lo expuesto podría concluirse que las exenciones en el IVA únicamente benefician al cliente final y crean un conjunto de problemas para las entidades financieras que podrían solventarse, o cuando menos atenuarse, si se permitiera la renuncia a la exención en el IVA de los servicios financieros y de seguros.

III. LAS INICIATIVAS PARA GRAVAR AL SECTOR FINANCIERO DESPUÉS DE LA CRISIS

Son numerosos los gobiernos que, a raíz de la crisis, se han planteado crear una tasa, gravamen o impuesto específico sobre el sector financiero.

No es de extrañar que uno de los pioneros en plantear este debate fuera precisamente el Reino Unido, uno de los países en los que la crisis financiera se ha manifestado con mayor virulencia, y que ha liderado el *ranking* mundial de las ayudas públicas concedidas a las entidades financieras. De hecho, el Gobierno del Reino Unido fue de los primeros en establecer nuevos impuestos sobre el sector bancario con la finalidad de contribuir a la estabilidad del sector financiero. Así, en junio de 2010 anunció la creación de un impuesto permanente (*bank levy*) sobre las entidades financieras cuyos pasivos consoli-

dados (excluyendo el *Tier 1*, los depósitos garantizados y otros) excedieran de 20 billones de libras. El tipo impositivo inicial de este impuesto, que entró en vigor en enero del 2011, era del 0,04 por 100, aunque se reducía a la mitad para la financiación a largo plazo obtenida en el mercado interbancario. Previamente, en diciembre de 2009, el Gobierno del Reino Unido había establecido un impuesto temporal sobre las retribuciones variables (*bonus*) que excedieran de 25.000 libras y que se hubieran concedido entre el 9 de diciembre y el 5 de abril de 2011. Su objetivo era restringir el importe de las retribuciones satisfechas a los altos ejecutivos mientras se tramitaban las normas que limitarían su cuantía y, de este modo, incentivar a los bancos para que reforzasen sus ratios de capital. Por tanto, el sujeto pasivo de este impuesto no eran los empleados, sino las entidades bancarias.

Por otra parte, las declaraciones efectuadas por el presidente de la Autoridad de Servicios Financieros, Lord Turner, en agosto de 2009 reavivaron con fuerza el debate sobre la «Tasa Tobin». Así, al referirse a las medidas que podrían establecerse para prevenir nuevas crisis, Lord Turner manifestó que no descartaba el establecimiento de un impuesto sobre las transacciones financieras para reducir el volumen de las operaciones especulativas de alta frecuencia, en el supuesto de que los nuevos requerimientos de capital fueran insuficientes para desincentivar este tipo de actividades, que previamente habían sido calificadas como «socialmente inútiles». Lord Turner estimó que este tipo de impuesto podría convertirse en una fuente razonable de financiación de objetivos públicos mundiales, aunque reconocía las serias dificultades existentes para alcanzar un acuerdo global sobre su creación.

Estas dificultades no tardaron en aparecer, puesto que, desde el primer momento, Estado Unidos, Canadá y Suecia rechazaron con rotundidad la propuesta, que sin embargo fue respaldada por Alemania y Francia. A pesar de la falta de consenso, esta iniciativa se ha seguido debatiendo en numerosos foros internacionales, como por ejemplo en la sesión plenaria de alto nivel de las Naciones Unidas sobre los Objetivos de Desarrollo del Milenio y en el Grupo Consultivo de Alto Nivel sobre la Financiación del Cambio Climático, instituido por el Secretario General de las Naciones Unidas. La proliferación de este tipo de iniciativas nacionales motivó que el tema se abordase también en el ámbito internacional, primero en el G-20 y luego en la Unión Europea.

1. Las propuestas del FMI efectuadas en el marco del mandato del G-20

Como hemos señalado, en la Cumbre de Pittsburgh, que se celebró durante los días 24 y 25 de septiembre de 2009, los líderes del G-20 pidieron al FMI que elaborase un informe sobre el modo en el que el sector financiero podría contribuir, de manera equitativa y sustancial, a financiar los costes asociados a las ayudas concedidas por los gobiernos para reparar el sistema financiero.

Atendiendo a dicho mandato, el FMI elaboró un detallado informe en el que cuantificaba el coste de dichas ayudas públicas e indicaba que existía una amplia variedad de propuestas unilaterales (de Alemania, Francia, Italia, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos) para recuperar dichos costes. Las medidas que propone el FMI en su informe pueden clasificarse en dos grandes grupos, y responden a dos objetivos claramente diferenciados: por una parte, recuperar el coste de las ayudas públicas, y por otra, prevenir crisis futuras y reducir su coste si llegaran a producirse.

1.1. *Medidas para recuperar el coste de las ayudas públicas*

A finales de 2009, el valor promedio de las ayudas públicas concedidas, neto de recuperaciones, era del 2,8 por 100 del PIB. No obstante, la contribución efectuada por los distintos gobiernos no era uniforme. Así, mientras que en algunos países el coste era muy reducido o nulo, en otros el porcentaje de ayudas no recuperadas era elevado: 6,1 por 100 del PIB en Reino Unido, 4,8 por 100 en Alemania y 3,6 por 100 en los Estados Unidos.

Al describir las medidas nacionales proyectadas para recuperar el coste de las ayudas públicas, el FMI distingue dos grandes grupos:

— La propuesta del Gobierno de Estados Unidos de crear un impuesto temporal específico (denominado *Financial Crisis Responsability Fee*) para recuperar las ayudas concedidas durante la crisis en el marco del TARP (*Trouble Asset Relief Program*). Este impuesto, que no llegó a establecerse, recaía sobre las entidades financieras norteamericanas con más de 50.000 millones de dólares en activos consolidados, así como sobre otras entidades de seguros, de depósitos y agencias de valores que se habían beneficiado, directa o indirectamente, de las ayudas concedidas en el marco del TARP. Su base imponi-

ble venía determinada por los pasivos garantizados (*covered liabilities*), y su tipo impositivo era del 0,15 por 100.

— Las propuestas de los gobiernos del Reino Unido y de Francia de crear un impuesto de carácter temporal sobre las retribuciones variables (*bonus*), con la finalidad de corregir las prácticas retributivas que habían contribuido a la asunción excesiva de riesgos. Su importe se determinaba aplicando el tipo impositivo del 50 por 100 sobre el volumen de retribuciones variables que excediera de 25.000 libras, en el caso de Reino Unido, y de 27.500 euros, en el caso de Francia. Ambos impuestos estuvieron en vigor durante un plazo muy reducido de tiempo.

Al pronunciarse sobre la eficacia de estas medidas, el FMI señala que el método de recuperación de ayudas que menos distorsiones provocaría consistiría en establecer un gravamen retroactivo (*backward-looking tax*) cuyo importe se determinaría en función del valor de algún elemento, o grupo de elementos, de los balances de las entidades financieras en una fecha anterior a aquella en la que se anuncie su creación. El gravamen no se abonaría en un único pago, sino que se distribuiría a lo largo de un período de tiempo previamente definido. Podrían establecerse normas específicas para limitar su impacto sobre los beneficios netos.

Las principales ventajas de este método son, por una parte, que podría establecerse sin demasiada coordinación internacional, puesto que el margen de evasión es muy reducido y, por otra, que su coste real recaería efectivamente sobre los accionistas y gestores de las entidades financieras, ya que el impuesto devengado es una cuantía fija que no se puede alterar mediante cambios en el comportamiento de los participantes en el mercado (incluyendo los destinados a evadir impuestos).

1.2. *Medidas para prevenir crisis futuras y reducir su coste*

El FMI especifica en su informe que algunas iniciativas nacionales no sólo se habían centrado en la recuperación de las ayudas dadas, sino que también había otras propuestas destinadas a reducir el coste de crisis futuras a través de cambios regulatorios que redujeran el riesgo sistémico.

Así, por ejemplo, el informe menciona la propuesta del Gobierno alemán de crear una tasa bancaria, ajustada en función del riesgo sistémico, cuyos ingresos se destinarían a la creación de un fondo de resolución que permitiría a la Agencia Federal de Estabilización de Mercados Financieros gestionar la recapitalización y restructuración de entidades financieras en dificultades. También señala que tanto Suecia como Estados Unidos habían anunciado la creación de un fondo similar para proteger la estabilidad financiera.

Al analizar este segundo bloque de medidas, el FMI recomienda que se diseñen con arreglo a los siguientes principios:

— Asegurar que el sector financiero soporta el coste directo de cualquier ayuda futura.

— Reducir la probabilidad y el coste de futuros rescates, facilitando un sistema efectivo de resolución ordenada de las entidades.

— Eliminar las distorsiones tributarias contrarias a la estabilidad financiera, en especial la ventaja tributaria que se otorga a la financiación a través de deuda en lugar de capital.

— Sencillez de establecimiento, incluyendo, a estos efectos, el grado de coordinación necesario tanto a escala internacional como en relación con las nuevas medidas regulatorias y de supervisión.

Por otra parte, el FMI también considera la posibilidad de establecer una contribución adicional al sector financiero que refleje el hecho de que el coste de la crisis financiera es superior al de las ayudas públicas concedidas.

Finalmente, el FMI se pronuncia a favor de dos figuras impositivas con objetivos claramente diferenciados:

1) Una Contribución a la Estabilidad Financiera (*Financial Stability Contribution*) destinada a financiar un mecanismo creíble y efectivo de resolución que permitiera la resolución ordenada de las entidades financieras en dificultades. El mecanismo debería posibilitar la sustitución del equipo gestor de la entidad, y que los accionistas y acreedores sin derechos garantizados asumieran las pérdidas en que se haya incurrido. La contribución debería sufragar el coste de cualquier apoyo público futuro. El importe recaudado podría acumularse en un fondo de resolución *ad hoc* o destinarse a los presupuestos generales, aunque sería preferible la primera opción para garantizar que el organismo encargado de ejecutar el procedimiento de liquidación ordenada tenga acceso inmediato a los recursos necesarios. La contribución tendría carácter permanente, y recaería sobre todas las instituciones fi-

nancieras. El tipo impositivo sería fijo inicialmente, pero se redefiniría posteriormente para reflejar la contribución de cada entidad financiera al riesgo sistémico (2) en función de su tamaño, su interconexión y la dificultad para ser sustituida.

2) Un Impuesto sobre Actividades Financieras (*Financial Activities Tax)* como contribución adicional del sector financiero para reflejar que el coste de las crisis excede del importe de las ayudas directas concedidas, y que permitiría, además, corregir externalidades negativas derivadas de la asunción excesiva de riesgos. El impuesto se destinaría a los presupuestos generales y podría diseñarse para alcanzar distintos objetivos.

El impuesto podría gravar la suma de los beneficios y las remuneraciones de las instituciones financieras. Mediante esta configuración (que algunos equiparan a un «IVA sintético») se pretende, por una parte, equiparar el tratamiento del sector financiero al de otros sectores que no están exentos del IVA y, por otra, contrarrestar la tendencia del sector a que sus instituciones sean demasiado grandes por razones de índole tributaria.

El impuesto podría configurarse para gravar únicamente los beneficios y las remuneraciones que excedan un determinado nivel que se considere normal, o incluso un nivel superior a éste último. Estas medidas podrían contribuir a evitar la propensión de las entidades a asumir riesgos excesivos como consecuencia de que los accionistas tienen una responsabilidad patrimonial limitada, y además confían en que las entidades son demasiado grandes para que los gobiernos las dejen caer.

El informe del FMI también analiza la posibilidad de establecer un Impuesto sobre Transacciones Financieras. Sin embargo, el FMI termina descartándolo por las razones siguientes:

— No es el método más adecuado para financiar un mecanismo de resolución, ya que el volumen de transacciones no es un buen indicador del riesgo sistémico.

— No permite corregir ninguna de las principales causas de la inestabilidad financiera (ligadas al tamaño de la institución, a su interconexión y a la dificultad de sustituirla).

— Su coste real recaería fundamentalmente en los consumidores finales (disminuyendo la rentabilidad de sus inversiones, aumentando el coste del acceso al mercado de capitales y/o disminuyendo el valor de sus activos).

— Es un impuesto relativamente fácil de eludir que, además, al exigirse en cascada podría incentivar la integración de las entidades provocando el efecto contrario al que se persigue (el aumento frente a la disminución del tamaño de las entidades).

En cualquier caso, el FMI recalca que la coordinación internacional es vital para evitar distorsiones en la competencia y para facilitar la resolución de entidades internacionales. Las acciones unilaterales de los gobiernos podrían no ser eficaces por razones de arbitraje tributario.

Por último, el FMI advierte que deberían adoptarse medidas para reducir las distorsiones fiscales que existen en la actualidad, y que van en contra de la regulación y de los objetivos de estabilidad. En este sentido, recomienda equiparar el tratamiento del capital y de la deuda a efectos fiscales.

Respecto de esta última recomendación, hay que señalar que en las dos últimas décadas se han estudiado diversas alternativas al Impuesto sobre Sociedades tradicional para equiparar ambas fuentes de financiación a efectos fiscales, bien eliminando la deducibilidad de los intereses (enfoque propuesto por el Tesoro norteamericano en 1992 bajo el nombre de *Comprehensive Business Income Tax*), o bien permitiendo la deducibilidad de los rendimientos del capital (de manera directa, siguiendo el sistema de deducción por el coste de los fondos propios, conocido por sus siglas en inglés ACE (*Allowance for Corporate Equity*) o mediante un Impuesto de Sociedades que recaiga sobre los flujos de caja (*Cash Flow Tax*), ideado por la Comisión Meade en 1978 (3). En cualquier caso, no debe olvidarse que esta distorsión no es específica de las entidades financieras, y que existen otros factores no tributarios que condicionan el nivel de endeudamiento de cualquier empresa como, por ejemplo, el riesgo de quiebra/insolvencia, y otros.

2. La conclusión del G-20 sobre las propuestas formuladas por el FMI

El informe del FMI se entregó al G-20 en la Cumbre de Toronto del 26 y 27 de junio de 2010, y las reacciones de los distintos gobiernos fueron muy variadas, no pudiendo alcanzarse un acuerdo sobre la materia. De las declaraciones de la Cumbre se infiere que los gobiernos «están de acuerdo en que el sector financiero debería efectuar una contribución equitativa y sustancial en aras a

sufragar los costes asociados a las intervenciones públicas, donde se produzcan, para reparar el sistema financiero o financiar un fondo de resolución. Con dicha finalidad, se reconoce que existe una variedad de enfoques. Algunos países tienen intención de establecer una tasa (*financial levy*), mientras que otros han optado por otros enfoques distintos».

De hecho, los países que no habían sufrido crisis financieras y que no habían concedido ayudas públicas, como por ejemplo Australia, Brasil, Canadá, China y Japón, rechazaron las propuestas del FMI con rotundidad.

3. Las propuestas de la Unión Europea para reformar la tributación del sector financiero

En el ámbito de la Unión Europea, las iniciativas planteadas responden a dos objetivos claramente diferenciados:

— Evitar que se vuelva a utilizar el dinero de los contribuyentes para rescatar entidades financieras en dificultades o, dicho de otro modo, conseguir que el sector bancario asuma el coste derivado de garantizar su propia estabilidad. Este objetivo podría lograrse mediante la creación de fondos nacionales de resolución, financiados *ex ante,* que, a medio plazo, podrían fusionarse para constituir un único fondo paneuropeo de resolución.

— Obtener nuevas fuentes de financiación que permitan consolidar las finanzas públicas, que han sufrido un grave deterioro tras la crisis.

En este sentido, el Consejo Europeo (4) del 17 de junio de 2010 acordó que todos los estados miembros (excepto la República Checa, que manifestó sus reservas) deberían establecer un marco creíble de resolución de crisis bancarias que incluiría la creación de un sistema de tasas (*bank levies*) e impuestos (*taxes*) sobre las entidades financieras, con la finalidad de: 1) asegurar una distribución equitativa de los costes, y 2) incentivar la contención del riesgo sistémico.

Previamente, el Consejo Europeo, en junio de 2009, había encargado a la Comisión la configuración de un nuevo régimen de gestión de crisis bancarias en la Unión Europea. Ese nuevo régimen debería considerar la creación de un fondo de resolución *ex ante,* financiado con un tributo aplicado a los bancos.

Conforme a la propuesta de la Comisión de 20 de Octubre de 2009 (5) el régimen de gestión de crisis no tiene como objetivo salvar a los bancos en dificultades graves, sino prevenir su crisis y, de no ser posible, permitir su resolución ordenada. Para lograr este objetivo, la Comisión Europea está trabajando simultáneamente en dos grandes bloques de medidas. Las primeras estarían destinadas a reducir la probabilidad de quiebra bancaria mediante el reforzamiento de la supervisión, la mejora del gobierno corporativo y el establecimiento de disposiciones prudenciales más estrictas. Las segundas pretenden que, si no se logra evitar la crisis, las autoridades dispongan de instrumentos adecuados y recursos suficientes para actuar con rapidez y seguridad jurídica, a fin de hacer posible la resolución ordenada de cualquier entidad con independencia de cuál sea su tamaño o complejidad.

En este sentido, la Dirección General de Mercado Interior publicó en enero de 2011 el documento *Technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution,* en el que, tras explicar que se trata de un documento de trabajo para discusión y consulta, y que no representa o presupone la postura de la Comisión, se analizan posibles alternativas para la creación de un marco europeo de gestión de crisis y se solicitan comentarios sobre ellas.

El documento dedica su último capítulo a la financiación del marco de gestión de crisis. Según se expone en éste, el coste de resolución debe ser en primer lugar pagado por accionistas y acreedores, pero, en caso de que esto no fuera posible, deben establecerse mecanismos adicionales de financiación.

Se propone así el establecimiento de un fondo nacional en cada estado miembro, con la finalidad de cubrir los costes en los que se haya incurrido para la resolución de la crisis. La propuesta no implica necesariamente el establecimiento de un nuevo fondo independiente, sino que puede instrumentarse a través de un fondo de garantía de depósitos.

Cada entidad de crédito autorizada en un estado miembro debería contribuir al fondo de dicho Estado, al igual que las sucursales de entidades cuya matriz se sitúa fuera de la Unión Europea.

El fondo debería alcanzar un tamaño predeterminado, definido como un porcentaje sobre determinados pasivos (*total eligible liabilities*) de todas las entidades participantes en el mismo, proponiéndose como fecha para alcanzar este tamaño diciembre de 2020.

En concreto, la Dirección General del Mercado Interior, considera que:

— Cada fondo debe contar con los mecanismos de financiación que le permitan disponer de los fondos necesarios para cumplir su objetivo.

— Con el importe de las contribuciones ordinarias se debería alcanzar el tamaño objetivo que se establezca.

— Si los fondos recaudados según el procedimiento anterior fueran insuficientes para cubrir los costes de una resolución inminente, las entidades contribuyentes deberían hacer aportaciones extraordinarias que no excedan de un porcentaje de los pasivos (*eligible liabilities*). En el caso de que las contribuciones extraordinarias no se utilizaran en su totalidad en un plazo determinado, los servicios de la Comisión proponen la posibilidad de que se devuelvan a las entidades contribuyentes.

— En el caso de que los fondos recaudados según el procedimiento establecido en los párrafos anteriores sean insuficientes, los estados miembros deben dotarse de mecanismos adicionales de financiación. En cualquier caso, dichos recursos adicionales han de ser reintegrados posteriormente por las entidades contribuyentes.

Con independencia de esta línea de actuación, centrada en la resolución de las crisis bancarias, el Consejo Europeo de 17 de junio y el Parlamento Europeo encargaron a la Comisión que analizase la posibilidad de introducir un impuesto sobre transacciones financieras o, alternativamente, crear un impuesto sobre actividades financieras similar al propuesto por el FMI en su informe.

La Comunicación de la Comisión Europea (6) de 7 de octubre de 2010 responde a este mandato. Al abordar el análisis del ITF y el IAF, la Comisión indica que ambas figuras tributarias presentan a su vez diversas variantes:

a) El ITF puede configurarse de dos modos distintos: el «ITF de base ancha» (también denominado «ITF1»), que grava operaciones sobre títulos de renta fija, de renta variable, instrumentos en divisas y derivados —tanto cotizados como no cotizados— y el «ITF de base estrecha» (también denominado «ITF2»), que excluye las operaciones en divisas y con derivados.

b) El IAF, a su vez, puede presentar tres variantes en función del objetivo que se pretenda conseguir:

— El «método de adición», destinado a corregir las teóricas deficiencias que genera la exención en el IVA de los servicios financieros. Su base imponible viene determinada por el sumatorio de los sueldos y los beneficios definidos en términos de flujos de caja. Como ya se ha señalado, este impuesto es un IVA sintético que se calcula siguiendo el «método de adición», en lugar del «método del crédito».

Aunque su configuración no permite *per se* desincentivar la asunción excesiva de riesgos, se considera que podría contribuir a reducir el tamaño del sector, puesto que encarecería el coste de los servicios financieros.

— «Método de rentas»: similar al de adición, pero únicamente grava la parte del beneficio y de las retribuciones que exceden un nivel que se considera «normal».

— «Método del riesgo»: similar al método de rentas, pero sólo somete a tributación la rentabilidad que exceda la promedio del capital.

En todos los casos se plantea la posibilidad de determinar el beneficio siguiendo un procedimiento que permita equiparar, a efectos fiscales, el tratamiento de la deuda y del capital, bien mediante la deducción del importe resultante de aplicar un tipo de interés nominal libre de riesgo sobre los fondos propios, o bien mediante alguno de los métodos ideados por la Comisión Meade en 1978 para determinar el Impuesto sobre Sociedades en función de los flujos de caja.

La Comisión descarta otras alternativas, como por ejemplo el impuesto sobre las retribuciones variables (*bonus*), los recargos en el Impuesto sobre Sociedades y la tasa sobre las transacciones en divisas, argumentando que los dos primeros están implícitos en el IAF, mientras que el último es una variante del ITF.

Al evaluar las alternativas propuestas, la propia Comisión reconoce que se podrían efectuar las siguientes objeciones:

— No es seguro que ninguno de los dos impuestos (ITF e IAF) permita mejorar la eficiencia y estabilidad de los mercados financieros.

De hecho, la Comisión afirma que el ITF podría incrementar la volatilidad de los precios mediante la reducción de la liquidez, por ejemplo, en los mercados utilizados para cobertura de riesgos.

— El potencial recaudatorio de ambos impuestos no es idéntico en todos los estados miembros: el ITF permitiría aumentar la

recaudación de aquellos países en los que se concentren las actividades de negociación, mientras que los ingresos del IAF dependerían de la distribución efectiva del sector financiero en la Unión Europea.

El potencial recaudatorio real suele ser siempre inferior al estimado, puesto que es imposible cuantificar a priori el efecto deslocalización y sustitución que se producirá en ambos casos, aunque especialmente en relación con el ITF, si no se establece a escala mundial.

— Aunque no se dispone de datos empíricos, es probable que ambos impuestos terminen recayendo, al menos parcialmente, sobre los clientes y consumidores medios. Además, si se opta por un ITF de base amplia, se estaría incrementando el coste del capital para el sector público y la empresa.

A pesar de lo expuesto, la Comisión decide finalmente adoptar un doble enfoque. A escala global, respalda que se continúe explorando la creación de un ITF, y se compromete a promover el consenso sobre esta cuestión entre sus socios internacionales más relevantes. Por otra parte, en el ámbito europeo, recomienda la creación de un IAF, y se compromete a llevar a cabo un análisis de impacto que servirá de base para fraguar la toma de una decisión política.

Al analizar las propuestas de la Comisión, el ECOFIN (7) señala que la creación de un ITF exclusivamente en el ámbito europeo podría tener un impacto recaudatorio bajo, y dar lugar a distorsiones significativas en la competencia. Por otra parte, subraya que la creación del IAF podría plantear problemas constitucionales en algunos estados (especialmente en Alemania).

Posteriormente, el 17 de mayo de 2011, el ECOFIN analizó un informe (8) del Grupo de Trabajo de Alto Nivel y del Coreper sobre el tema, en el que se ponía de relieve que cualquier contribución adicional que se exija al sector financiero debería cumplir los siguientes requisitos:

a) Ser neutral.

b) No constituir una carga excesiva para el sector.

c) No provocar la relocalización de los centros financieros fuera de la Unión Europea y, en especial, en paraísos fiscales o jurisdicciones con las que no existe acuerdo de intercambio de información.

El informe también indica que era esencial clarificar cuál es el objetivo de la contribución adicional. Al enumerar las posibilidades existentes, únicamente cita las siguientes: la obtención de nuevos ingresos para reducir el déficit público, la recuperación del coste generado por la crisis financiera, obstaculizar las operaciones financieras arriesgadas o, por último, constituir un sistema para afrontar crisis financieras futuras.

En estas circunstancias el ECOFIN tomó nota del informe y pidió a la Comisión una evaluación de impacto sobre el ITF y el IAF.

IV. CONCLUSIONES

Antes de la crisis financiera internacional de 2007, el tratamiento fiscal del sector bancario no era controvertido. La «Tasa Tobin», no se basaba en consideraciones de equidad tributaria, sino en la conveniencia de restringir determinadas transacciones financieras de carácter especulativo cuya expansión podía no estar justificada por su utilidad social intrínseca. La tasa, por supuesto, no afectaba a las operaciones típicas de préstamo y depósito que constituyen la esencia de la intermediación bancaria. La utilidad social básica de dicha función no puede ser puesta en duda.

La debatida exención del IVA a los servicios financieros, en realidad, no disminuye la carga tributaria de los bancos, y beneficia básicamente a los demandantes de crédito.

Después de la crisis, el principio de que el coste de ésta debe ser soportado por el propio sector, y no recaer en los contribuyentes, no es discutido por nadie. A pesar de ello, sólo algunos países, entre ellos España, lo han puesto en práctica. Los fondos de garantía de depósitos españoles se han venido financiando, desde su creación en 1977, con una contribución anual obligatoria que reducía, en la misma medida, los beneficios de las entidades de crédito.

La financiación de los costes de resolución de las crisis, pasadas o futuras, sigue siendo objeto de debate tanto a escala europea como mundial. La conjunción de un impuesto *ex ante* con dicha finalidad más los nuevos y mayores requerimientos prudenciales de capital, liquidez y restantes exigencias regulatorias en estudio podría afectar a la provisión de crédito a la economía real y frenar su crecimiento. Por otra parte, podría, simplemente desviar la actividad financiera hacia sectores no regulados, o deslocalizarla hacia jurisdicciones menos exigentes.

Con todo, la mayor dificultad se centra en las exacciones con finalidades diferentes a la prevención, financiación y resolución de crisis. La necesidad de reducir los abultados déficits públicos o de financiar la lucha contra el cambio climático o la cooperación para el desarrollo son objetivos loables, que merecen la máxima atención y prioridad. Precisamente por ello, su consecución requiere una estrategia fiscal profunda y bien diseñada. La participación del sector financiero en ese esfuerzo debe responder a esa estrategia de conjunto, y no ser arbitraria.

Estas razones, y el hecho de que el mercado financiero es global, son la causa de las dificultades para llegar a acuerdos sobre la materia tanto en el G-20 como en la propia Unión Europea. Ningún país quiere poner a su sector financiero en una situación de desventaja competitiva si, además, puede perjudicar las condiciones de financiación de sus empresas y familias.

NOTAS

(1) Esta conclusión se expone en la nota al pie de página número 25 del «Documento de referencia para la Conferencia del Diálogo Tributario Internacional (Sesión 10) sobre Instituciones e Instrumentos Financieros - Desafíos Tributarios y Soluciones», que se celebró en Beijing en Octubre de 2009.

(2) El riesgo sistémico se define como el riesgo de interrupción de los servicios financieros que: *a)* es causado por un deterioro de todo o parte del sistema financiero, y *b)* tenga el potencial de causar consecuencias negativas serias para la economía real.

(3) Para mayor información sobre este tema, se puede consultar el informe de la OCDE publicado el 16 de noviembre de 2007, bajo el título *Fundamental Reform of Corporate Income Tax,* y el del FMI 2009, *Debt Bias and Other Distortions: Crisis-related Issues in Tax Policy.*

(4) Conclusiones del Consejo Europeo EUCO13/10.

(5) COM (2009) 561 final. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, el Consejo, el CESE, el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas y el Banco Central Europeo sobre un régimen comunitario para la gestión transfronteriza de la crisis en el sector bancario.

(6) COM (2010) 549 final. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, el Consejo, el CESE y al Comité de las Regiones sobre tributación del sector financiero.

(7) Puntos 11 al 14 del informe 15262/10 FISC 125 que el ECOFIN remitió al Consejo Europeo el 21 de Octubre de 2010.

(8) 10071/11 FISC 55. Informe de la Presidencia Húngara al ECOFIN sobre la tributación del sector financiero.

BIBLIOGRAFÍA

KEYNES, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, MacMillan, Londres.

OCDE (2002), «Exchange market volatility and securities transaction taxes», *Economic Outlook*, n.º 71.

MATHENSON, T. (2010), «Taxing financial transactions: Issues and evidences», *Financial Sector Taxation: The IMF´s Report to the G-20 and Background Material*.

KING, J. (2004), *Taxing the Financial Sector,* International Monetary Fund, capítulo 6.

STIGLITZ, J. (1989), «Using tax policy to curb speculative short-term trading», *Journal of Financial Services Research*, 3, 2-3: 101-115.

SUMMERS, L., y V. SUMMERS (1989), «When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transaction Tax», *Journal of Financial Services Research 3*.

TOBIN, J. (1978), «A proposal for international monetary reform», *Eastern Economic Journal,* 4, 3-4: 153-159.

EN TORNO A LA PRETENDIDA IMPLANTACIÓN DE UN IMPUESTO SOBRE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS:

PRINCIPALES CUESTIONES CONFLICTIVAS

Juan CALVO VÉRGEZ

Universidad de Extremadura

Resumen

El presente trabajo analiza, a la luz de la recientes experiencias acometidas por la Administración norteamericana y por los gobiernos francés y alemán, los distintos argumentos a favor y en contra existentes para la implantación en nuestro país de un gravamen sobre las transacciones financieras internacionales (el comúnmente conocido como «tasa bancaria»), destinado a introducir orden y equidad en los mercados financieros y, en última instancia, a consensuar una visión común que permita evitar posibles distorsiones de la competencia y desarrollar una capacidad de gestión de crisis transfronterizas.

Palabras clave: entidades financieras, transacciones financieras, tasa, gravamen, crisis, provisión.

Abstract

This paper examines, in light of the recent schemes undertaken by the U.S. Administration and by the French and German Governments, the various existing arguments for and against the establishment in our country of a tax on international financial transaction (often known as «bank tax») intended to bring order and fairness in financial markets and, ultimately, to agree on a common vision to avoid potential competition distortions and develop a management capacity for cross-border crises.

Key words: financial institutions, financial transactions, tax, burden, crisis, provisioning.

JEL classification: G20, G21, H25.

I. ANÁLISIS DE LA POSTURA ADOPTADA POR LA ADMINISTRACIÓN NORTEAMERICANA

COMO seguramente se recordará, con fecha de 14 de enero de 2010 la Administración norteamericana acordó la imposición de una tasa a los bancos destinada a recuperar, en su conjunto, las cantidades destinadas a las ayudas públicas. Dicho gravamen, del 0,15 por 100, estaría en vigor durante diez años, y resultaría aplicable a las firmas con más de 50.000 millones de dólares en activos.

Ciertamente, se trataba de una medida que resultó adoptada a raíz del conocimiento por parte de la Administración norteamericana de las enormes ganancias y las bonificaciones concedidas por aquellas entidades bancarias que fueron auxiliadas por el Gobierno. Tal y como se ha señalado, la aplicación del referido gravamen se produciría durante los próximos diez años, incidiendo sobre las principales firmas bancarias y financieras, teniendo como principal objetivo la devolución de unos 117.000 millones de dólares (aproximadamente 81.000 millones de euros) concedidos a estas entidades de las arcas públicas. Mediante la imposición del citado gravamen, se preveía recaudar unos 90.000 millones de dólares, los cuales se destinarían a compensar a los contribuyentes estadounidenses por el paquete de rescate facilitado a *Wall Street* al final de la anterior Administración Bush.

Ya en su día, la aplicación de esta propuesta recibió el apoyo de la Presidencia de la Unión Europea (que por aquel entonces correspondía a España), concretándose la misma en la imposición de un gravamen que habría de estar vigente por lo menos diez años, aplicándose a todas aquellas firmas con más de 50.000 millones de dólares en activos. De acuerdo con los datos facilitados en su día por la Administración norteamericana, el 60 por 100 de dicha recaudación provendría de las diez mayores firmas financieras de Estados Unidos. Como seguramente se recordará, ya en el mes de octubre de 2008 el Gobierno estadounidense asignó unos 700.000 millones de dólares destinados a impedir el colapso del sistema financiero, así como una porción mayor de dichos fondos con la finalidad de sustentar a los grandes bancos y empresas financieras.

Lo cierto es, sin embargo, que esta actuación de rescate fue transformándose progresivamente en una decisión controverti-

da, a medida que las entidades financieras norteamericanas comenzaron a satisfacer las bonificaciones a sus ejecutivos y los dividendos a sus accionistas, mientras el desempleo se mantenía elevado y la economía sólo mostraba indicios de reactivación. Y, a este respecto, se estimó por parte del Gobierno norteamericano que si las entidades bancarias se encontraban en tan buenas condiciones como para pagar bonificaciones enormes, seguramente estarían en condiciones de devolver el dinero a los ciudadanos.

La aprobación de la citada medida se sumó, además, a la de un paquete de medidas que incluía un fondo de garantía de depósitos y la prohibición a los bancos de que apostasen en Bolsa con su propio dinero. Frente a esta actuación decidida por parte del Gobierno norteamericano, los grupos de presión que operaban en el país y que representaban a la banca prepararon una campaña agresiva destinada a impedir la aprobación del gravamen, que consideraban una medida populista del Gobierno, argumentándose además que el dinero recaudado por el gravamen se sacaría del sistema bancario, donde podría utilizarse para respaldar nuevos préstamos.

Así las cosas, dados los bonos multimillonarios que las principales firmas financieras norteamericanas empezaron a abonar a sus ejecutivos, mientras la tasa de paro se situaba por aquel entonces en el 10 por 100, el Gobierno de Estados Unidos resolvió que, si bien no podía entrar a regular los sueldos, sí que podía aplicar un impuesto especial a los bancos que le ayudase a cortar el déficit y a recuperar el conjunto de las cantidades satisfechas en su día a aquéllos procedentes de ayudas públicas, obteniendo así un mayor rendimiento de los fondos públicos inyectados en el sistema financiero. De este modo el Gobierno norteamericano perseguía desincentivar la asunción excesiva de riesgos que llevó, en fechas pasadas, a numerosas entidades financieras del citado país al colapso financiero y lo hacía mediante la imposición de esta tasa, que quedaría incluida en los Presupuestos norteamericanos para 2011.

Inicialmente, Washington se opuso a la idea europea de imponer una tasa global a las transacciones financieras, al estimarse desde el Departamento del Tesoro norteamericano que las entidades bancarias terminarían trasladando el gravamen al cliente, requiriéndose además el desarrollo de una importante labor de coordinación internacional. Igualmente, se descartó la posibilidad de someter a gravamen los controvertidos bonos percibidos por los grandes ejecutivos de estas firmas, al estimarse que éstos podrían terminar «esquivando» la imposición del referido gravamen.

Dada esta situación, y en tanto en cuanto algunas de estas entidades financieras ya habían devuelto las ayudas públicas percibidas, se optó como vía intermedia por establecer un gravamen sobre los bancos en función de sus ingresos. Ahora bien, a pesar de que inicialmente la Cámara de Representantes votó en marzo de 2010 a favor de la imposición de una tasa del 90 por 100 a aquellas compañías que hubiesen recibido ayudas del Gobierno federal superiores a 5.000 millones de dólares, el Senado norteamericano fracasó en su intento de imponer una tasa del 70 por 100.

II. ANÁLISIS DE LA CUESTIÓN DESDE LA PERSPECTIVA COMUNITARIA. ESPECIAL REFERENCIA A LA POSTURA MANTENIDA POR FRANCIA Y ALEMANIA

La reciente aprobación por parte de la Unión Europea en la Reunión de Ministros de Economía y Finanzas de la UE (ECOFIN), celebrada en Bruselas el pasado 7 de septiembre de 2010, de la aplicación de una tasa al conjunto de las transacciones financieras destinada a sufragar futuras crisis tuvo su origen en una propuesta planteada por los estados francés y alemán, esto es, por las dos principales economías del bloque. El principal objetivo perseguido con la aprobación de esta medida no fue otro que evitar que, en un futuro, las eventuales situaciones de crisis financiera que puedan llegar a producirse terminen siendo pagadas nuevamente por los contribuyentes, como ha sucedido recientemente.

Ya con anterioridad, la Unión Europea propuso, en la reunión de su Comisión Europea celebrada a finales del pasado mes de mayo de 2010, el estudio de la implantación de una tasa similar para los países miembros, destinada a evitar el surgimiento de reacciones en cadena provocadas por la eventual quiebra de una concreta entidad financiera, que podrían terminar afectando al conjunto del sistema financiero. Se acordó así en el seno de la UE la imposición de una tasa a los bancos destinada a crear fondos para el rescate de entidades en riesgo de quiebra, evitando así que los costes recaigan en los contribuyentes.

Dicha propuesta fue presentada por el Ejecutivo comunitario a

través de una «Comunicación» (documento no legislativo) con opciones sobre los llamados «fondos de resolución» para futuras crisis financieras, avanzándose además en el debate sobre la cuestión dentro del ámbito de la Unión Europea, sin esperar a un acuerdo a escala mundial. Mediante la presentación de la citada Comunicación, se propugnó la creación de una red armonizada de fondos de resolución sufragados con contribuciones anticipadas de las entidades. No se trataba de la obtención de dinero con la finalidad de rescatar bancos en quiebra, sino de fondos que permitiesen gestionar de forma ordenada la insolvencia de una entidad, de manera que ésta no desestabilice al conjunto del sistema financiero. Se hacía necesario, además, consensuar una visión común para evitar posibles distorsiones de la competencia y desarrollar una capacidad de gestión de crisis transfronterizas.

De este modo, y con carácter inicial, la Comisión Europea presentó un documento de trabajo *non paper* en el que se analizaban las distintas posibilidades y su capacidad recaudatoria, recogiéndose la adopción de distintas propuestas, todas ellas destinadas a evitar que quienes incumplan el límite de déficit establecido al efecto pierdan fondos. El referido documento presentado por la Comisión propuso, inicialmente, la aplicación de dos posibles modalidades impositivas. En primer lugar, una Tasa a las Transacciones Financieras (TTF), inspirada en la llamada «Tasa Tobin» (1), y que se aplicaría al tráfico de operaciones financieras. Y, en segundo término, una Tasa sobre la Actividad Financiera (TAF), que gravaría el volumen de negocio de las actividades llevadas a cabo por las distintas entidades financieras. Por el contrario, la Comisión rechazó la aplicación de otras figuras adoptadas en determinados estados, tales como los impuestos a los bonos de los directivos (medida adoptada por la Administración norteamericana), la aprobación de un recargo al Impuesto sobre la Renta en el sector financiero o la aplicación de la Tasa a las Transacciones en Divisas (TTD), al estimarse que todas ellas ya se encuentran incluidas de alguna manera en alguno de los dos grupos.

En relación con la Tasa a las Transacciones Financieras (promovida en su día desde la Eurocámara), las propuestas planteadas desde Bruselas fueron dos. Una primera fundamentada en una base amplia (TFF1), que gravaría todo tipo de operaciones realizadas con acciones, obligaciones, bonos, divisas y productos derivados, y cuya capacidad de recaudación podría oscilar entre los 145.000 y los 372.000 millones de euros anuales, aplicando un tipo del 0,1 por 100 sobre el volumen de las transacciones.

Desde nuestro punto de vista, son varios los inconvenientes que suscitaría la aplicación de esta primera figura; entre otros, la recaudación de las operaciones de productos derivados (la mayor parte de las cuales, como es sabido, se realizan fuera de mercado en transacciones bilaterales), o el hecho de que aproximadamente un 71 por 100 de la recaudación fuese destinada al Reino Unido, que es donde mayoritariamente se celebran estas operaciones.

Una segunda modalidad, de carácter más restringido, sería la denominada TFF2, al amparo de la cual se gravarían únicamente las transacciones efectuadas con acciones y bonos. En este caso, la recaudación obtenida oscilaría entre los 57.000 y los 64.000 millones anuales.

Por lo que respecta a la segunda alternativa planteada, la implantación de la Tasa sobre la Actividad Financiera (TAF), que gravaría los beneficios y las remuneraciones pagadas por las actividades financieras, varios fueron igualmente los escenarios contemplados en relación con su implantación. Uno de los modelos previstos al efecto preveía la obtención de una recaudación de 26.200 millones de euros anuales en el conjunto de la UE. La citada tasa presentaba la ventaja de poder aplicarse de manera claramente diferenciada en cada país. Siguiendo el ejemplo citado, en el caso de España supondría una recaudación de 1.900 millones de euros anuales, mientras que Alemania y Francia lograrían 4.400 y 3.200 millones de euros respectivamente.

De cualquier manera, ha de quedar claro que la creación de estas figuras impositivas habría de ser completamente independiente de las tasas previstas en la reciente reforma financiera aprobada en el ámbito comunitario, y destinada a la constitución de dos fondos. Por una parte, un fondo de resolución *Bank Levy*, constituido a base de contribuciones o tasas a los bancos para disponer de recursos suficientes para ayudar a reflotar o liquidar las entidades fallidas. Y, por otra, un segundo fondo formado con contribuciones que habría de servir para disponer de los recursos necesarios que permitan garantizar los depósitos de los particulares, los cuales actualmente cuentan con garantía mínima de 100.000 euros por cuenta.

Este acuerdo inicialmente adoptado al que nos referimos no concretó plazos ni detalló

cómo habría de cobrarse dicho gravamen, no señalándose nada en relación con su monto ni con método de cálculo a seguir. Sí se preveía, en cambio, que su financiación se articulase a través de los propios bancos, con la finalidad de minimizar el coste para los contribuyentes de la reestructuración de un banco insolvente. Su aplicación se dejó pues en manos de cada Estado, lo que sin duda alguna restó fuerza a la idea inicial de crear un fondo a escala europea, convirtiéndose en una medida de eventual aplicación a largo plazo. Con fecha 17 de junio de 2010, se alcanzó un principio de acuerdo destinado a la aplicación de dicha tasa a los bancos destinada a sufragar futuras crisis, así como a lograr un reparto equitativo del coste de la crisis financiera y una mayor estabilidad del sistema. La imposición de dicha tasa operaría como un mecanismo de retención fiscal que posibilitase garantizar una distribución igualitaria de la carga derivada de la reciente crisis económica padecida, así como la introducción de una tasa mundial sobre las transacciones financieras. Todo ello con el objetivo último de alcanzar una reducción del déficit y de la deuda, tanto pública como privada.

A través de dicho acuerdo, la Unión Europea propuso al Fondo Monetario Internacional el cobro de una tasa mundial a las transacciones financieras, con el objetivo de promover una gestión eficaz de los riesgos para evitar futuras crisis. De este modo, tras el respaldo otorgado por los gobiernos de Francia y Alemania a la decisión de Reino Unido de cobrar un impuesto del 50 por 100 a los sobresueldos de los banqueros, la Unión Europea optó por ir más allá en su intención de acometer una reforma de los órganos de control y supervisión del sistema financiero internacional, en aras de evitar el surgimiento de nuevas crisis mediante la aprobación de la imposición de este gravamen, inspirado en la anteriormente citada «Tasa Tobin».

Ahora bien, la implantación de este tributo habría de producirse a escala mundial mediante el establecimiento de un mínimo, con el objetivo de llegar a producir efectos y no incurrir en competencia desleal. Y, a tal efecto, estimamos que resultaría imprescindible que otros centros financieros se adhiriesen a la propuesta, al objeto de evitar que, finalmente, sólo quedasen sometidos a gravamen los operadores comunitarios.

Lo cierto es que, dentro del propio ámbito comunitario, se suscitó la duda relativa a si dicha tasa debía limitarse a gravar activos o beneficios, así como si debía destinarse al Presupuesto (tal y como, por ejemplo, defendía el Reino Unido) o si debía crearse a tal efecto un fondo destinado a liquidar bancos quebrados, como defendió la Comisión Europea. Cabía aludir, en todo caso, a la existencia de un compromiso de garantizar la sostenibilidad fiscal y de lograr sin demora la consecución de los objetivos presupuestarios.

Tal y como tuvo ocasión de precisar el Consejo Europeo, resulta esencial proceder a renovar el contrato económico y social existente entre las distintas instituciones financieras y la sociedad a la que sirven garantizando que los beneficios en tiempos de bonanza redunden en el bien público y queden protegidos del riesgo. Y, precisamente en atención a ello, los veintisiete gobiernos que integran la UE acordaron solicitar al Fondo Monetario Internacional (FMI) que considerase todo el rango de opciones posibles existente, incluyendo la imposición de una tasa global a las transacciones financieras, operaciones de seguros o intercambio de fondos, en su revisión de los sistemas de control del sistema financiero.

Por otro lado, y con carácter adicional a la aprobación de la citada propuesta, los jefes de Estado y de Gobierno de los 27 advirtieron que aquellas políticas de remuneración que adopten las entidades financieras han de orientarse al fomento de una gestión correcta y efectiva de los riesgos para contribuir a prevenir futuras crisis económicas.

La normativa inicialmente presentada por el Consejo Europeo, y posteriormente aprobada por la Eurocámara, obligaba además a aquellas empresas que coticen en Bolsa a poner a disposición de sus accionistas toda la información de que dispongan sobre las remuneraciones de directivos y ejecutivos, la cual habrá de ser votada en las juntas generales de las sociedades, si bien esta votación no tendrá un carácter decisivo. Adicionalmente, se prevé que las entidades financieras deban publicar información periódica sobre sus políticas de retribución, de manera que políticas de retribución centradas en el corto plazo no pongan en peligro al conjunto del sistema financiero.

Precisamente el mismo día en que tuvo lugar la aprobación de la citada medida, los jefes de Estado y de Gobierno de los 27 acordaron hacer públicas las pruebas de estrés practicadas a las principales entidades financieras de la UE con el objeto de comprobar su grado de resistencia a la crisis. La publicación de los resultados de dichas pruebas de estrés, banco por banco, tenía

como principal finalidad ayudar a acabar con las «sospechas» existentes sobre la solvencia de determinadas entidades europeas, permitiendo asimismo afrontar con solidez los eventuales problemas que pudieran quedar por resolver (2). Dichas pruebas fueron publicadas de manera individual, con la finalidad de que los mercados financieros pudieran conocer la situación real de cada entidad para contribuir a generar confianza.

Otra de las cuestiones abordadas por los 27 en la reunión del Consejo Europeo celebrada el pasado mes de junio de 2010 fue la relativa a la necesidad de aumentar la disciplina presupuestaria de los países de la Unión, dadas las tensiones que de un tiempo a esta parte han venido produciéndose entre los distintos socios comunitarios a cuenta de las finanzas públicas. En este sentido, se acordó en el seno de dicha reunión reforzar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (con posibles sanciones e incentivos), así como estudiar la posibilidad de modificar los parámetros que en la actualidad resultan salvaguardados a través del citado Pacto, revisándose los presupuestos nacionales de los estados miembros con anterioridad a su aprobación parlamentaria para verificar que las hipótesis de crecimiento e inflación en que se basan son realistas, forzando así la corrección a tiempo de cualquier desviación del déficit. Concretamente, se pretende vigilar no ya sólo el déficit presupuestario (que, por lo que respecta a nuestro país, deberá reducirse del 11,2 por 100 del año pasado al 3 por 100 prometido para 2013), sino también los niveles de deuda, tanto pública como privada.

A lo largo del mes de octubre de 2010, el Ejecutivo comunitario presentó una segunda Comunicación con más iniciativas, cuyo objetivo, de carácter más amplio, se centró en evitar que la caída de una concreta entidad financiera desestabilice todo el sistema, al igual que sucedió en el otoño de 2008 con el banco de inversión estadounidense *Lehman Brothers.* En esta segunda Comunicación, se precisó además que los gobiernos de la Unión han de servirse del Presupuesto público con la finalidad de evitar el colapso del sistema, con el consiguiente deterioro de las finanzas públicas. Se adoptó así por parte de la Comisión el compromiso de promover tanto medidas preventivas, destinadas a reducir las probabilidades de bancarrota de una entidad, como de gestión de crisis, una vez que ésta se produzca.

Ya el Parlamento Europeo venía reclamando, de un tiempo a esta parte, la imposición de una tasa a los bancos destinada a financiar posibles quiebras. Concretamente, la Comisión de Asuntos Económicos de la Eurocámara había reclamado por amplia mayoría imponer una tasa a los bancos para financiar posibles quiebras, de manera que los costes de futuras crisis financieras no recaigan sobre los contribuyentes, sino sobre el propio sector bancario. El Parlamento Europeo deseaba que esta medida se incluyese en el nuevo sistema de supervisión bancaria de la UE, elaborado con la finalidad de afrontar futuras crisis financieras. Para ello, resultaba necesario alcanzar un acuerdo con los gobiernos de los 27, quienes, en un primer momento, no contemplaron esta opción con motivo del compromiso alcanzado el pasado mes de diciembre de 2009, procediendo a la adopción de una reforma mucho menos ambiciosa. En concreto, la Eurocámara solicitó la creación de dos nuevos fondos, un fondo de garantía de depósitos y un fondo de rescate de bancos, los cuales serían financiados por las propias instituciones en función de los riesgos que asuman.

Este nuevo sistema diseñado desde el Parlamento Europeo preveía, además, la creación de tres autoridades europeas de supervisión (bancaria, de seguros y de Bolsa), cuya función sería la de mediar entre los supervisores nacionales en caso de desacuerdo en el control de una determinada institución financiera transfronteriza. Asimismo, se solicitaba que la autoridad bancaria europea competente se encargase de supervisar directamente a aquellas instituciones que pudieran causar un riesgo sistémico, perjudicando gravemente al conjunto del sistema financiero y causando importantes daños a la economía real.

En resumen, de conformidad con la propuesta aprobada por la Eurocámara, la autoridad europea competente ha de disponer de poderes suficientes para prohibir, al menos temporalmente, todas aquellas operaciones que pongan en riesgo el funcionamiento ordenado y la estabilidad del sistema financiero, como puede suceder, por ejemplo, con las ventas a corto. La adopción de este criterio encontró la oposición frontal del Reino Unido, contrario a ceder poderes de supervisión a las autoridades europeas.

Por otra parte, con fecha de 29 de junio de 2011, la Comisión Europea aprobó, dentro de su paquete financiero para el periodo 2014-2020, la implantación de un nuevo recurso presupuestario propio sobre las transacciones en el sector financiero. Se trataría de una tasa sobre las

transacciones financieras destinada a alimentar el Presupuesto europeo a partir de 2013, reduciendo así la dependencia de las aportaciones que hacen los estados miembros de la UE, que actualmente se elevan al 75 por 100 del gasto europeo. El Ejecutivo comunitario calculó que un gravamen de este tipo podría generar hasta 30.000 millones de euros para las arcas europeas entre 2013 y 2020, a lo que se podrían añadir otros 30.000 millones gracias a un nuevo IVA europeo.

Con posterioridad, con fecha de 28 de septiembre de 2011, la Comisión Europea aprobó una propuesta de Directiva para imponer una tasa a las transacciones financieras en la UE que genere 55.000 millones de euros al año. Concretamente, la Comisión propuso tasar con un 0,1 por 100 las transacciones con acciones y bonos, y con un 0,01 por 100 las operaciones con derivados.

Dentro de la Unión Europea, los gobiernos de Alemania y Francia acordaron ya proponer la aplicación de una tasa anual para la banca, mediante la creación de una serie de instrumentos legales destinados a obligar a estas entidades a financiar de su bolsillo las próximas crisis que puedan llegar a desatarse. El objetivo básico perseguido por ambos gobiernos no fue otro que reestructurar (e incluso desmantelar) un banco para evitar que pueda terminar «contaminando» a todo el sistema. A tal efecto, se pretendía aplicar una tasa especial anual al conjunto de las entidades financieras, que habría de ingresarse en un fondo destinado a financiar, llegado el momento, las medidas anticrisis necesarias. Adicionalmente la aplicación de esta tasa comprendería, de darse el caso, el desmembramiento completo de la entidad afectada.

Así, por ejemplo, el *Gobierno francés* preveía aplicar un gravamen del 50 por 100 a los *bonus* de la banca en 2010 procedentes no ya sólo de entidades bancarias, sino también de las aseguradoras y de fondos de alto riesgo. De este modo, la Administración gala pretendía seguir el modelo del Reino Unido, aplicando durante el citado ejercicio 2010 un impuesto excepcional del 50 por 100 sobre aquellos *bonus* de la banca correspondientes al ejercicio 2009 que superasen los 27.500 euros (3). Dicha tasa, que habría de ser abonada por las entidades y no por los empleados, resultaría de aplicación en virtud de un proyecto de Ley redactado en su día con la finalidad de enmendar la regulación del sector.

Como seguramente se recordará, con fecha de 9 de diciembre de 2009 el Tesoro británico anunció la aplicación, por parte del Reino Unido, de un impuesto extraordinario del 50 por 100 sobre aquellas primas procedentes del sector financiero que superasen las 25.000 libras (27.700 euros), con el objetivo de que los bancos otorgasen prioridad al fortalecimiento de sus *ratios* de capital, en lugar de a las retribuciones de sus altos ejecutivos. La citada tasa se concreta en un porcentaje sobre la parte del balance de los bancos que presenta mayor riesgo: grandes depósitos sin garantía y financiación en mercados a corto plazo, entre otros pasivos. Ya por aquel entonces, desde las administraciones británica y francesa se propuso la aplicación a escala internacional de un impuesto extraordinario sobre los *bonus* cobrados por los directivos bancarios en 2009, al considerar que estas primas sólo han sido posibles gracias al apoyo del conjunto de los gobiernos para rescatar de la crisis al sector financiero. Se defendió así la creación de una tasa sobre las transacciones financieras, así como la puesta en funcionamiento de fondos de garantía similares a los que ya existen en España para que los propios bancos contribuyan a la reestructuración o liquidación de entidades con problemas (caso del FROB, Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria), reiterándose además la necesidad de que las entidades bancarias abonen una prima por las garantías públicas.

Inicialmente dos fueron las posibilidades barajadas por el Gobierno francés al respecto. En primer lugar, la creación de un fondo de garantía para intervenir en caso de bancarrota. Y, en segundo término, la dedicación de la recaudación al Presupuesto del Estado, dado que son los estados los que se encuentran obligados a acudir a salvar a las entidades financieras en dificultad. A tal efecto, el Gobierno francés solicitó al Fondo Monetario Internacional la realización de una serie de «propuestas» o «recomendaciones» que permitiesen recuperar el dinero público empleado para ayudar a los bancos y a las otras entidades financieras durante la crisis.

Pues bien, el Gobierno francés terminó sumándose a la iniciativa británica de imponer, ya en el ejercicio fiscal de 2010, una tasa del 50 por 100 a los sobresueldos de los banqueros, los llamados *bonus*. Se trató de la aplicación, de una sola vez, de un gravamen sobre dichos *bonus*, al estimarse que aquellos sobresueldos procedentes del ejercicio 2009 se habían visto incrementados, al menos en parte, gracias al apoyo de los gobiernos al sistema bancario. Se estimaba así por parte del

Tesoro galo que resultaba inaceptable el hecho de que los contribuyentes del citado país terminaran pagando la «factura» derivada de las pérdidas causadas por la reciente crisis financiera y que, por el contrario, los accionistas y empleados de las principales instituciones disfrutasen del conjunto de las ganancias obtenidas una vez que la economía empezara a recuperarse.

De este modo, el Estado galo se inclinó por el establecimiento de una tasa que gravase las primas de los operadores de mercados y los grandes directivos bancarios (sin carácter indefinido), al objeto de financiar, al menos inicialmente, el fondo de garantía de depósitos, si bien finalmente podría terminar financiando a las pequeñas y medianas empresas.

En el caso concreto del *Gobierno alemán,* la iniciativa fue aprobada inicialmente como anteproyecto de Ley, con la finalidad de que el gravamen resultase aplicable ya en el mismo año 2010, si bien inicialmente el referido gravamen se proyectaría sólo sobre las entidades bancarias, a expensas del criterio adoptado finalmente por el Gobierno galo. Una divergencia significativa en el gravamen adoptado por ambos Estados radicaba en el destino que habría de otorgarse a las cantidades recaudadas con aquél. Así, mientras Alemania contempló crear un fondo común en el que los bancos ingresasen una cuantía (de unos 1.300 millones de euros aproximadamente) destinada a hacer frente a las intervenciones de las entidades bancarias y a los costes derivados de dichas operaciones de rescate, Francia, por su parte, planteó que esos fondos fuesen a parar al Presupuesto del Estado.

Por lo que al Estado alemán se refiere, terminó aprobándose la imposición de una tasa a la banca destinada a rescatar entidades en quiebra y a amortiguar posibles insolvencias en el sector financiero. Dicha decisión quedó enmarcada dentro de la creación de un fondo de crisis destinado a ser activado en caso de que una concreta entidad bancaria entrase en una situación grave y complicada, siendo evaluada la cuota a satisfacer por las distintas entidades bancarias en función de sus activos y de su perfil de riesgo. La finalidad última perseguida no es otra que obligar a las entidades financieras a asegurarse ante los riesgos de sus actividades, coexistiendo este nuevo sistema diseñado por la Administración germana con el denominado *Soffin*, esto es, un instrumento desarrollado por el Gobierno alemán en 2008 con el objetivo de apoyar a la banca alemana, conformado en la actualidad por una suma próxima a los 480.000 millones de euros.

Al amparo de esta nueva regulación acordada, el conjunto de los bancos cuya sede radique en Alemania habrán de satisfacer el nuevo impuesto, además de aquel otro que han de abonar anualmente, el 30 de septiembre de cada ejercicio. La medida fue rechazada frontalmente por las principales financieras germanas, para quienes su implantación podría llegar a dificultar la concesión de créditos, provocando además el traspaso de los costes derivados de la implantación de dicha tasa a los clientes.

La nueva tasa fue aprobada por el Consejo de Ministros alemán con fecha de 25 de agosto de 2010, previéndose su entrada en vigor para 2011 y afectando al conjunto de los bancos con sede en Alemania, siendo parte de la nueva regulación bancaria decidida por el Gobierno, que habrá de reorganizar los procesos de insolvencia bancaria en situaciones de futuras crisis financieras. Con ello se espera recaudar, aproximadamente, 1.200 millones de euros anuales.

Inicialmente el proyecto de Ley aprobado al efecto a finales de agosto, destinado a regular las distintas actuaciones susceptibles de llevarse a cabo con la finalidad de afrontar las eventuales crisis de financiación que pudieran llegar a padecer las principales entidades financieras del país, debía superar todavía sendas votaciones en ambas cámaras parlamentarias (4). Pues bien, con fecha de 26 de noviembre de 2010, el *Bundesrat* aprobó la imposición de una tasa al conjunto de toda la banca del país, al objeto de constituir un fondo de reservas que sirva para hacer frente a futuras crisis financieras y para liberar, al menos en parte, al Estado y a los contribuyentes de la obligación de tener que asumir el coste de aquéllas. De este modo, se obliga a los bancos germanos a destinar una porción de sus beneficios al Estado para crear un fondo que sea utilizado en caso de amenaza de quiebra de un banco considerado estratégico. Dicho fondo fue diseñado con la finalidad de contar con una dotación de unos 70.000 millones de euros, según las primeras previsiones efectuadas.

El Estado alemán se mostró, desde un primer momento, partidario de que dicha tasa, que persigue tanto la reducción del déficit nacional como la elaboración de mejores reglas para los mercados financieros alemanes, se implante igualmente en otros estados europeos, defendiéndose a tal efecto la aplicación de una tasa internacional a las transac-

ciones financieras que termine siendo universalmente aceptada, y que no resulte de aplicación únicamente para un concreto ejercicio, al objeto de evitar que, a raíz de la crisis experimentada por el sistema financiero, los contribuyentes terminen pagando por los riesgos tomados en el sector bancario. Desde nuestro punto de vista, sin embargo, ha de reconocerse que se tardará en recaudar el dinero necesario para poder rescatar de la quiebra a un banco importante. No obstante, desde el primer año de implantación de la tasa bancaria alemana su recaudación servirá para poder «cortar» un eventual «contagio» al resto del sistema financiero, ahorrándose así inversiones de dinero público como las que salvaron en su día, en el año 2008, al Banco *Hypo Real Estate*.

Al amparo de la regulación aprobada, la cantidad gravada a cada banco no podrá superar el 15 por 100 del resultado anual, dependiendo de su importancia sistémica. Serán gravados los pasivos de cada banco menos el capital propio y los depósitos de los clientes, presentando la tarifa anual un carácter progresivo: hasta los 10.000 millones de euros, el 0,02 por 100, y entre 10.000 y 100.000 millones, el 0,03 por 100. Por lo que respecta al volumen nominal de los derivados fuera de balance, quedará gravado con el 0,00015 por 100. En el supuesto de que el banco en cuestión no tuviese beneficios, se gravaría con una cantidad menor.

El criterio adoptado para determinar la cuota que cada entidad habría de aportar se concreta en la realización de un cálculo de sus reservas de dinero. De este modo, una entidad que dispusiese de grandes reservas habría de abonar una cuota menor, ya que ofrecería menos riesgo en caso de problemas. En todo caso, la principal finalidad perseguida con la implantación de esta figura no es otra que incentivar a la banca para consolidar sus inversiones y limitar los riesgos en periodos de inestabilidad, facultándose al Estado para apropiarse u ordenar el desmantelamiento de una determinada entidad bancaria, en el supuesto de que ésta dejase de pagar la tasa.

En resumen, el Gobierno alemán aprobó a finales del pasado mes de agosto de 2010 una tasa bancaria destinada a hacer frente a los rescates financieros, concretándose la imposición del citado gravamen en un porcentaje sobre los beneficios de las entidades. En líneas generales, esta «tasa bancaria» se presenta como un impuesto sobre los beneficios de los bancos destinado a evitar que el Estado tenga que financiar el rescate de instituciones económicas. El dinero recaudado con la aplicación de la citada tasa pasaría a formar parte de un fondo al que podría acudir cualquier banco o institución financiera que estuviese a punto de llegar a la quiebra, quedando condicionado el importe de la tasa por el tamaño de la entidad en cuestión y por el nivel de riesgo de sus actividades. El Ejecutivo germano espera recaudar unos 1.300 millones de euros con la imposición del citado gravamen, destinado, en última instancia, a preservar la competitividad de los bancos alemanes. No obstante, la implantación de la tasa contó desde el primer momento con la oposición de los bancos alemanes, que rechazaron el gravamen al considerarlo ineficaz, ya que a los especuladores les da igual realizar sus negocios en las bolsas europeas o en los mercados asiáticos o estadounidenses.

Ya en el año 2006, antes de que se desencadenara la actual crisis padecida por los mercados financieros, el Fondo alemán había recaudado con la aplicación de este método 1.300 millones de euros, de los cuales 690 procedían de los bancos privados, 319 de los bancos públicos regionales (los llamados *landesbanken)* y 60 millones de las cajas de ahorros. En cuanto a los más de 200 millones restantes, procedían de bancos menores.

Tanto los fondos de inversiones como las aseguradoras quedan exentas de la aplicación de esta tasa. Con carácter adicional, la norma alemana reguladora de su aplicación entra a delimitar el proceso de insolvencia ordenada de bancos en apuros. Se trata, en todo caso, de una regulación que ha sido objeto de importantes críticas por parte de la oposición y de los pequeños bancos, que han mostrado su disconformidad por tener que contribuir a un fondo que únicamente socorrería a los bancos de importancia sistémica.

Dentro igualmente del ámbito comunitario, Hungría ha impuesto ya una tasa a los bancos, reduciendo su Impuesto sobre Sociedades. Se trata de una medida adoptada dentro de un fuerte plan de recorte del gasto público que incluye varias reducciones impositivas y medidas de ahorro en el gasto público orientadas a tratar de superar la grave crisis que sufre el país centroeuropeo, teniendo su entrada en vigor como principal finalidad ahorrar unos 426 millones de euros. El Impuesto sobre Sociedades con beneficios bajos pasó en el citado país del 19 al 10 por 100. Y, como contrapartida, se dispuso la introducción de un nuevo impuesto a la banca y a las aseguradoras con el que se espera in-

gresar unos 700 millones de euros anuales durante los tres años en los que esta medida estará en vigor, dada la importancia de fomentar las pequeñas y medianas empresas y de simplificar la burocracia. Asimismo, se aprobó la eliminación de diez pequeños impuestos, entre los que destaca la tasa sobre herencias en el seno de las familias (5).

El Ejecutivo italiano, por su parte, se mostró contrario a la imposición de una tasa bancaria en el ámbito de la Unión Europea, al estimar que el conjunto de la deuda italiana (esto es, la resultante de la suma de la privada y de la pública) goza en la actualidad de una excelente salud dentro de la Zona Euro. En opinión del Ejecutivo italiano, la aprobación unilateral de una tasa sobre transacciones financieras en el marco de la UE podría conducir a una «fuga» de transacciones hacia Estados Unidos o hacia otros países, en el hipotético caso de que la aplicación del referido gravamen se produjese únicamente en el ámbito comunitario.

Por otro lado, esta implantación de una tasa a la banca fue contemplada como una alternativa de cara a la articulación del segundo plan de rescate para Grecia, consistiendo las otras dos en recomprar deuda griega implicando al sector privado (alternativa que corría el riesgo de ser tachada de impago selectivo por las agencias de *rating*) y en utilizar el actual fondo de rescate para comprar deuda de Grecia en el mercado secundario (donde, por aquel entonces, cotizaba con un descuento significativo). Sin embargo, finalmente, esta posibilidad, consistente en aplicar una tasa al sector bancario como vía para articular el segundo rescate heleno, fue abandonada.

Inicialmente, la adopción de la citada alternativa fue contemplada como una de las fórmulas para conseguir una aportación sustancial de las instituciones financieras sin que fuese considerado como un impago por las agencias de *rating*. La propuesta contemplaba gravar con un 0,0025 por 100 el total de los activos de los bancos de la Zona Euro. Sin embargo, Alemania no veía viable esta alternativa debido a su difícil implantación, mostrándose en cambio más partidaria de que los bancos canjeasen sus bonos que vencían a corto plazo por otros con vencimiento a 30 años, para lo que se les daría algún tipo de incentivo. Esta opción comportaría un impago selectivo de Grecia, según las agencias de *rating*. Debido a ello, los estados debían trabajar también en cómo recapitalizar a los bancos que poseyesen deuda helena y cómo dotarles de garantías para poder seguir acudiendo a las ventanas de liquidez del BCE, ya que la institución había advertido que no aceptaría como colateral una deuda que fuese considerada como impago por parte de las calificadoras.

Ciertamente, la implantación de una tasa a los bancos se presentaba como una posibilidad para implicar al sector privado en el segundo rescate. Ello podría arrojar 30.000 millones de euros a lo largo de tres años, y podría satisfacer las demandas de Alemania, Holanda y Finlandia de que los acreedores privados contribuyesen de manera «sustancial» al nuevo plan de ayuda a Grecia, calculado en unos 110.000 millones de euros. Asimismo, podría contribuir a evitar que la participación de bancos, aseguradoras y fondos de pensiones desembocase en una calificación de impago parcial o total de la deuda griega, a lo que se oponían frontalmente el BCE y países como España.

La implantación de dicha tasa podría contribuir, además, a consolidar el principio de una implicación del sector privado. Además, estaría justificada la ampliación al sector de las aseguradoras, ya que se recaudarían 30.000 millones de euros en un plazo de tres años, cantidad suficiente para cubrir el actual plan de rescate a Grecia. La clave estaría en cómo gestionar esos fondos. A priori, la solución ideal sería utilizar ese dinero para proporcionar una garantía para la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera. De ese modo, no sólo quedaría demostrado que la tasa se utiliza para absorber las pérdidas potenciales de la deuda soberana, sino que se incrementaría la capacidad de conceder préstamos de la EFSF. Asimismo, ampliaría el margen de maniobra de la institución, permitiendo la recompra de bonos y la recapitalización de los bancos.

Desde el sector bancario se argumentó que dicha medida, además de penalizar a aquellos bancos que no tuviesen exposición a la deuda griega, podría contribuir a debilitar los balances de los bancos, en un momento en el que los reguladores les exigen más reservas de capital. Desde nuestro punto de vista, sin embargo, dejando a un lado el posible riesgo de impago, el sistema bancario europeo ha demostrado estar en forma, como confirmaron además los resultados de las pruebas de resistencia publicados en julio de 2011. A mayor abundamiento, aquello que los bancos perdiesen con el pago de este impuesto acabarían recuperándolo con creces con el abaratamiento de los costes de financiación cuando se disipasen los temores de los mercados.

Inicialmente, la adopción de la citada medida fue descartada por la Eurozona como instrumento a través del cual acometer el segundo rescate a Grecia; la Comisión Europea se ha mostrado dispuesta a recuperar esta iniciativa adoptando la instauración de una tasa sobre las transacciones financieras. Y es que, según las previsiones del Ejecutivo comunitario, una tasa suficientemente baja frenaría la especulación sobre la deuda soberana a la vez que evitaría una deslocalización de la actividad de la banca hacia los paraísos fiscales.

Sin embargo, con fecha de 10 de septiembre de 2011 se conoció que Alemania y Francia habían elaborado un borrador para un impuesto a la banca, el cual había sido remitido a la Comisión Europea. A tenor de lo establecido en el citado borrador, la base imponible del nuevo impuesto cubriría de forma homogénea todos los tipos de transacciones, lo que incluiría las acciones, las obligaciones o los productos derivados, planteándose además diversas opciones de cara al cálculo de su valor. En cambio, no se incluirían ni los créditos ni los depósitos bancarios ni las operaciones con acciones en el mercado primario. La nueva tasa habría de ser abonada por el conjunto de las partes implicadas (compradores o vendedores) que se encuentren establecidos en la Unión Europea.

Ya desde un primer momento, el Gobierno del Reino Unido manifestó que no apoyaría un impuesto a las transacciones financieras en la Zona Euro.

Ciertamente, desde nuestro punto de vista, a través de la citada medida podría evitarse la fragmentación del mercado interior, ya que algunos estados han decidido su creación. En segundo término, se trataría de una respuesta a la crisis financiera, haciendo recaer sobre la banca una parte de la carga para solucionar la crisis. Por último, la adopción de dicha tasa permitiría frenar la especulación en los mercados financieros. Desde el BCE se ha argumentado, por el contrario, que dicha medida podría suponer una pérdida de actividad en la Unión Europea, máxime si se tiene en cuenta que el sector de la banca atraviesa por momentos de dificultad, debiendo satisfacer las necesidades de financiación de la economía.

Así las cosas, a pesar de que la adopción de la citada medida requeriría la unanimidad de los estados miembros, la Comisión estima que se trataría de una medida económicamente sostenible por los mercados, siempre que sea «modesta» y a la vez técnicamente fácil de aplicar, productiva financieramente y apropiada políticamente.

En todo caso, debe reconocerse que uno de los principales adversarios de este impuesto lo constituye la amenaza de deslocalización de la banca hacia territorios *offshore* (de baja tributación). Piénsese que aquellos estados que no sufrieran la penalización de este impuesto en sus entidades financieras tratarían de instaurar todas las medidas posibles para atraer más actividad económica hacia su territorio. No obstante, según Bruselas, en el supuesto de que resultase suficientemente baja no compensaría ese desplazamiento para tratar de evitar el impuesto. La Comisión estudió así imponer la tasa sobre los productos financieros más comercializados (acciones, bonos y derivados) con el objetivo de disuadir a los productos financieros más dañinos, que son los que más se utilizan en estas operaciones y los derivados que pueden desestabilizar los mercados. Concretamente, como ya se ha apuntado, el tipo de estas tasas sería del 0,1 por 100 para las acciones y obligaciones, y del 0,01 por 100 para los productos derivados (6).

III. ESTUDIO DE LA LÍNEA DE ACTUACIÓN ADOPTADA POR EL GOBIERNO ESPAÑOL

Tradicionalmente, el Gobierno español ha venido mostrándose favorable al establecimiento de un nuevo impuesto para las transacciones bancarias, respaldando así la iniciativa anunciada en su día por la Administración norteamericana para permitir que las futuras crisis financieras que puedan llegar a suscitarse sean afrontadas por las propias entidades bancarias.

En líneas generales, se estimó por parte del Gobierno español que la adopción de la citada medida representa un avance importante para que el sistema financiero funcione de manera más eficaz, debiendo ser su finalidad última que las instituciones de créditos sean corresponsables a los desequilibrios que puedan llegar a generar. De hecho, dentro del ámbito de la Unión Europea, la citada propuesta recibió ya en su día el apoyo expreso de los primeros ministros de Austria y Eslovaquia (7).

Dentro de nuestro país el conjunto de las entidades bancarias manifestaron ya, en su día, su oposición a la adopción de la citada medida, señalando además que, en caso de aprobarse ésta, probablemente cada Estado de la UE terminaría implantando la suya propia, con el consiguiente

perjuicio que ello ocasionaría al principio de libre competencia.

A ello se ha de añadir además que, dentro de nuestro ordenamiento bancario, opera ya en la actualidad el Fondo de Garantía de Depósitos, al que los distintos bancos y cajas de ahorros realizan aportaciones periódicas, no dotándose de fondos públicos. Dicho Fondo resulta sufragado por el sector financiero de forma proporcional y disponible para el conjunto de las entidades, quedando destinado a hacer frente a eventuales situaciones de crisis. En este sentido, se ha venido contemplando la posibilidad de llevar a cabo una ampliación de la base gravada, limitada en la actualidad a los depósitos. Se trataría, concretamente, de proceder a adaptarlo para que no se calcule sólo con base en los depósitos, sino también con otros pasivos, como las emisiones o los productos interbancarios.

Por otra parte, se ha de recordar que en España hay dos figuras impositivas que se aproximan de alguna manera a este modelo de imposición sobre las transacciones financieras, dado que una de las partes de la relación que se sujeta a imposición es un banco. La Comunidad Autónoma de Extremadura estableció en 2006 un Impuesto sobre los Depósitos de las Entidades de Crédito, que grava la captación de fondos de terceros, cualquiera que sea su naturaleza jurídica, por parte de las citadas entidades y que comporten la obligación de restitución. Estas entidades no pueden, en ningún caso, repercutir jurídicamente a terceros la cuota de este Impuesto. Se reduce la carga tributaria cuando el domicilio social de la entidad de crédito se encuentre en Extremadura. Por su parte, la Comunidad Autónoma de Andalucía ha establecido también un Impuesto sobre los Depósitos de Clientes en los mismos términos, *mutatis mutandis,* que el de la comunidad extremeña.

En todo caso, la Administración española se ha mostrado partidaria de aprobar la aplicación de una tasa bancaria que evite que haya que rescatar más bancos con dinero de los contribuyentes (8). En este sentido, durante la Reunión de Alto Nivel sobre los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM), celebrada en la sede de Naciones Unidas en Nueva York el día 20 de septiembre de 2010, se defendió la imposición de una tasa sobre las transacciones financieras internacionales destinada a sufragar la lucha contra la pobreza. Concretamente, el Gobierno español, tras subrayar la necesidad de buscar «fuentes innovadoras de financiación» de cara al cumplimiento, en el año 2015, de los Objetivos de Desarrollo del Milenio fijados por Naciones Unidas hace aproximadamente una década, señaló la conveniencia de la aplicación de un impuesto inspirado en la «Tasa Tobin», a la que se ha hecho referencia con anterioridad.

¿Hasta qué punto no constituyen ya dichas aportaciones un impuesto a la banca de facto, en previsión de futuras crisis? Desde nuestro punto de vista, quizá resultaría conveniente diferenciar a este respecto, a la hora de aplicar una tasa bancaria, entre las entidades que hayan recibido fondos públicos y aquellas otras que no hayan percibido dichos fondos, rechazándose el sometimiento a gravamen de estas últimas.

En fechas pasadas, un informe elaborado por el Premio Nobel de Economía Joseph Stiglitz, a petición de la Fundación Ideas, puso de manifiesto que la aplicación de una eventual tasa a las entidades financieras podría terminar proporcionando a la Hacienda pública de nuestro país una cantidad próxima a los 7.400 millones de euros anuales. Tal y como se señaló en el citado informe —en cuya elaboración participaron expertos como Jeffrey Sachs y Stephany Griffith-Jones, de la Universidad de Columbia (EE.UU.), André Sapir, profesor de Economía del Instituto Bruegel (Bélgica) y Nicholas Stern, ex asesor del Gobierno británico sobre cambio climático—, la creación de un impuesto sobre todo tipo de transacciones financieras, coordinado a escala mundial, se presentaría como la mejor opción a adoptar. En líneas generales, se abogaba en el informe por recuperar la aplicación de la «Tasa Tobin», la cual habría, no obstante, de complementarse con impuestos sobre la banca y con la imposición de mayores recargos sobre las plusvalías de activos financieros. Todo ello con el fin de utilizar los tributos como un mecanismo que permita diferenciar comportamientos y penalizar a los movimientos especulativos a corto plazo (9).

Otras posibilidades analizadas en el citado informe fueron las relativas a la aplicación de un impuesto a la banca o la imposición de mayores recargos a las plusvalías de ciertos productos financieros, añadiéndose además que, si se decidiese aplicar un tipo similar al anunciado por la Administración norteamericana (0,15 por 100) sobre el conjunto de los activos de la banca de nuestro país, podría llegar a recaudarse la cifra de 4.050 millones. Y, si se llevase al 25 por 100 (tal y como sucede, por ejemplo, en Alemania) la tributación de la plusvalía de determinados activos financieros en nuestro Impuesto sobre la Renta

de las Personas Físicas (la cual, como es sabido, se sitúa en la actualidad en el 19 por 100), posibilitaría añadir otros 1.150 millones de euros.

IV. REFLEXIONES FINALES

¿Tiene sentido en la actualidad la imposición de una tasa a la banca española? Desde nuestro punto de vista, si la fundamentación de dicha imposición se sitúa únicamente en la devolución de las ayudas públicas recibidas del sector, la respuesta a la citada cuestión habría de ser negativa, ya que el sistema bancario (cajas de ahorros excluidas) no ha recibido ayudas públicas. Y, por lo que respecta a estas últimas (las cajas), las ayudas concedidas han sido limitadas, habiéndose otorgado además con la obligación de devolución.

¿Hasta qué punto la banca podría optar por trasladar a sus clientes esta nueva tasa general a la actividad bancaria aprobada en el ámbito comunitario, y destinada a contribuir a la consecución de un reparto equitativo del coste de la crisis financiera y a una mayor estabilidad del sistema, introduciéndose así mecanismos de retención fiscal y tasas para las instituciones financieras? En nuestra opinión, ello podría ser así en la medida en que bancos y cajas de ahorros estimen que se trata, en realidad, de un impuesto indiscriminado destinado a gravar el desarrollo de su actividad, máxime teniendo en cuenta que en nuestro país ya existe una tasa parecida, como es la aportación al Fondo de Garantía de Depósitos.

¿Cabría la posibilidad de que las entidades financieras optasen por trasladar este nuevo coste a los clientes en forma de mayores comisiones o diferenciales en los préstamos, o incluso proporcionando una menor retribución del ahorro? Desde nuestro punto de vista, así es. Téngase presente además que una cosa es la creación de una tasa que paguen aquellas entidades que hayan solicitado fondos públicos y otra bien distinta la imposición de una tasa al conjunto de las entidades financieras que termine trasladándose a la totalidad de los ciudadanos.

Ciertamente, se ha de reconocer que ningún banco de nuestro país ha recibido fondos públicos a lo largo del período de crisis financiera que, de un tiempo a esta parte, venimos padeciendo. Una situación distinta se ha producido, en cambio, en relación con aquellas cajas que han sido objeto de un proceso de reestructuración, las cuales obtuvieron 12.000 millones de euros procedentes del FROB. De acuerdo con este planteamiento, cabría preguntarse si no habrían de ser aquellas entidades que recibieron dicha cantidad de dinero para sus fusiones o aquéllas que, en su día, fueron intervenidas, las que habrían de abonar dicha tasa, si bien el tipo de interés del FROB (7,75 por 100 el primer año y 0,15 puntos más cada año en los siguientes) parecía ya per se suficiente «impuesto».

En la actualidad, se prevé que las cajas de ahorros puedan continuar con el sistema de préstamos a través del FROB, si bien se contempla igualmente la posibilidad de que el Gobierno pueda tomar una participación del capital en las entidades por un máximo de cinco años, exigiéndose a aquellas firmas que requieran la ayuda pública que adopten la forma de bancos. La ratio de capital básico que se exigirá a las entidades financieras que no cotizan se situará entre el 9 por 100 y el 10 por 100. De este modo, aquellas entidades que no cuentan con inversores privados en su capital, por no cotizar, tendrán que satisfacer exigencias más elevadas de solvencia. Y es que el requerimiento de *core capital* (capital básico y reservas sobre activos ponderados por riesgo) para los bancos cotizados será del 8 por 100, si bien para las entidades no cotizadas estará entre el 9 por 100 y el 10 por 100. A tal efecto, se prevé que el Banco de España recabe hasta finales de febrero de 2011 los datos de solvencia de las entidades para hacer un cálculo ajustado de las necesidades de capital, y revisará en septiembre qué entidades requieren de ayudas públicas para seguir operando con normalidad.

El sector ha de captar 20.000 millones de euros en siete meses para cumplir los nuevos requisitos exigidos por el Gobierno, lo que representa prácticamente la mitad de los 40.316 millones que toda la banca europea logró en el mercado en 2010. Desde nuestro punto de vista, estos mayores requerimientos de capital para la banca española son positivos, sobre todo porque obligarán a las cajas a buscar fusiones reales, más transparentes y efectivas que los sistemas institucionales de protección (SIP). Ahora bien, al mismo tiempo, se ha de reconocer que esta exigencia de mayores niveles de capital contribuye a incrementar la presión sobre las administraciones regionales, que continúan siendo las principales propietarias de las cajas, al objeto de que aumenten el capital o abandonen sus actuales estructuras corporativas. Sin lugar a dudas, con la finalidad de poder alcanzar las cotas de solvencia requeridas, se hace imprescindible que las cajas se transformen en banco cotizado. Y ello a pesar de

que aquellas otras entidades que no alcancen dichas cotas de solvencia deban transformarse igualmente en bancos, ya que el FROB tiene previsto entrar en su capital mediante la toma de acciones. Salir a cotizar es también la única forma que tienen para captar dinero de inversores privados. Estimamos, en consecuencia, que dichas nuevas reglas de capital han de contribuir a impulsar nuevos movimientos de consolidación entre las cajas. Y todo ello para lograr una mejora de la solvencia que opere a modo de garantía, con la finalidad de que el Banco Central Europeo pueda seguir prestando a la banca española la liquidez que necesite, al margen de lo que suceda en el ámbito de los mercados privados.

Además, y tal y como ya se ha señalado, nuestro sistema financiero cuenta con la presencia de un Fondo de Garantía de Depósitos destinado precisamente a la protección de estos últimos, a cuya dotación quedan obligadas el conjunto de las entidades financieras mediante un porcentaje de sus depósitos, práctica que no se da en otros países. Por otra parte, el Estado español aplica ya una normativa en materia de provisiones que resulta más estricta que la que ofrecen el resto de países europeos.

A lo anterior se ha de sumar además el hecho de que, en el supuesto de que se actuase contra la banca, el crédito bancario podría llegar a ser menor y más caro, lo que representaría un freno para el desarrollo de la economía real, ya que provocaría, de manera prácticamente automática, nuevas restricciones y el encarecimiento de los créditos.

El nuevo gravamen que se aplicase habría de ser, a priori, indirecto, dada la referida existencia en la actualidad de un gravamen directo, el citado Fondo de Garantía de Depósitos, al que los bancos destinan el 0,6 por 100 de los depósitos y las cajas, el 1 por 100, para proteger a los inversores y ahorradores. Se trataría de un gravamen aplicable sobre las transacciones financieras internacionales, destinado a introducir orden y equidad en los mercados y que, en última instancia, podría ayudar a aportar nuevos ingresos a las arcas del Estado, contribuyendo así a bajar el déficit sin recortar los gastos sociales. Dado además que a lo largo del pasado ejercicio fiscal 2010 la banca aportó el 14,4 por 100 del total de la recaudación del Impuesto sobre Sociedades (representando su participación en el PIB menos de la mitad de esa cifra, concretamente un 6,6 por 100), no parece razonable proceder a fijar un impuesto específico a las entidades financieras, al existir ya el citado gravamen directo a través del Fondo de Garantía de Depósitos.

En todo caso, sería conveniente para el buen fin de este nuevo impuesto sobre las transacciones financieras (impropiamente denominado tasa) que sus promotores concretasen algunos aspectos que pueden considerarse esenciales. En primer lugar, qué operaciones serían gravadas (préstamos, cesión de créditos, depósitos, emisión de títulos representativos de activos, productos derivados, avales, colocación de emisiones, etc.). En segundo término, si el impuesto se limitaría a las transacciones entre entidades financieras o gravaría también a las realizadas entre éstas y sus clientes no financieros. En este caso, la precisión sobre la repercusión del impuesto por las entidades financieras a sus clientes tendría la máxima importancia.

A nuestro juicio, una alternativa podría ser la creación de un gravamen sobre la transmisión de valores mobiliarios, admitidos o no a negociación en un mercado secundario. Este impuesto está ya establecido en el sistema tributario español dentro de aquel que grava las transmisiones patrimoniales onerosas, aunque el texto refundido actual del Impuesto declare la exención del mismo, de conformidad con lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores. Es decir, la exención de la casi totalidad de los supuestos.

El impuesto que se crease habría de tener, lógicamente, un tipo de gravamen muy bajo, dada la frecuencia de estas transmisiones y su carácter representativo de otros bienes que son gravados también cuando se transfieren. Sometería a imposición un tipo de tráfico patrimonial hoy exento: el de la riqueza mobiliaria. Su montante, por ejemplo, sería inferior a los gastos bancarios. Su incidencia en la actividad económica sería mínima. En ningún caso sería un obstáculo para la adquisición y vendría a concretarse en un cambio de materialización del ahorro. Incluso podría pasar a integrarse en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, reduciendo la ganancia patrimonial que pudiera producirse en la futura enajenación de los valores mismos. Su gestión, finalmente, no sería un obstáculo como podría pensarse en una primera aproximación a la cuestión, ya que los avances informáticos permiten hoy este tipo de gestión tributaria sobre el tráfico sin mayores problemas. Su establecimiento estaría no obstante sujeto a críticas, principalmente desde la observación de obstaculizar un tráfico como el de valores mobiliarios, necesitado de la máxima celeridad y simplificación.

Como se indicó al principio del presente trabajo, el G-20, tras su reunión celebrada en Toronto (Canadá) los días 26 y 27 de junio de 2010, decidió no apostar por la adopción de un conjunto de medidas expresamente destinadas al sector bancario, a pesar de la movilización de fondos producida en su día con la finalidad de afrontar la crisis. Dicha decisión tuvo como razón de ser garantizar la apertura del crédito y el impulso de la economía. No obstante, ha de precisarse que en la citada reunión sí se alcanzó un principio de acuerdo para la reducción del déficit público presupuestario a mitad del año 2013 sin paralizar el crecimiento.

A la luz de esta actitud, reacia a la imposición de tasas adicionales al sector financiero para evitar nuevas restricciones, en el seno de la UE parece haberse «aparcado» la idea de imponer un impuesto a la banca. Ahora bien, ello no impidió, como hemos tenido ocasión de analizar, que, por ejemplo, el Gobierno alemán diese luz verde a la adopción de la citada medida, al objeto de proceder a la creación de un fondo con el que rescatar a entidades en quiebra sin recurrir a ayudas públicas. La decisión de imponer una tasa a las entidades bancarias queda pues en manos de cada Estado. Y es que, a pesar de que en la declaración final de Toronto se señaló que el sector bancario habrá de hacer frente a los multimillonarios costes públicos de las medidas de rescate adoptadas en el pasado, se optó por dejar las manos libres a los estados para aumentar la presión fiscal.

El objetivo perseguido desde de la UE parece claro: acometer la creación de una tasa destinada a garantizar que sean las entidades financieras quienes contribuyan a financiar futuras crisis y a responsabilizar a aquellos que «originaron» la crisis actual. Ahora bien, desde nuestro punto de vista, la implantación de esta tasa habría de discriminar entre los distintos países, diferenciando además entre aquellas entidades que hayan recibido ayudas y las que no, al objeto de evitar que el sector bancario termine repercutiendo el gravamen a los clientes. Y ello dado el entorno normativo actual al que han de hacer frente estas entidades, caracterizado por la caída de márgenes y por la exigencia de mayores provisiones, circunstancias que terminan siendo absorbidas por estas entidades en sus resultados.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE), frente a aquellas actuaciones que defienden la imposición de una tasa a las entidades financieras destinada a hacer frente a futuras crisis, sostiene que, con carácter previo, se ha de proceder a evaluar el impacto general que la aplicación de la citada tasa produciría en la regulación del sector bancario. Se muestra así el BCE partidario de retrasar la adopción de cualquier iniciativa sobre la aprobación de una figura impositiva hasta comprobar el impacto de los nuevos requisitos de capital (Basilea III) sobre los resultados de las entidades.

A tal efecto, una alternativa a la adopción de la citada medida podría consistir en endurecer las exigencias de transparencia y de fondos propios, dadas las importantes pérdidas de créditos que, de un tiempo a esta parte, vienen experimentando buena parte de las entidades financieras. En este sentido, cabe plantearse hasta qué punto la aplicación de la citada tasa podría llegar a representar una carga excesiva sobre el sector financiero susceptible de terminar frenando la reactivación económica.

En definitiva, siendo las entidades bancarias las destinatarias de esta medida impositiva, que desde determinados sectores ha venido siendo calificada como «cortoplacista», no sería de extrañar que aquéllas terminasen subiendo el coste de mantenimiento de los depósitos u otro concepto similar. Y, dado que en la actualidad el 100 por 100 de la población española mantiene relaciones con los bancos, estaríamos realmente en presencia de una figura impositiva que acabaría recayendo sobre el conjunto de la ciudadanía. No parece factible, además, que las entidades financieras estén dispuestas a reducir sus beneficios por las eventuales prácticas especulativas que puedan haber desarrollado algunas de ellas.

A la hora de estudiar la implantación de una figura de este tipo, se debe diferenciar entre imponer una tasa bancaria con la finalidad de destinar su importe a hacer frente a los eventuales perjuicios que puedan llegar a ocasionar los recortes del déficit, evitándose así tener que «acudir al rescate» de las entidades financieras con fondos ilimitados, por una parte, y proceder a la creación de una tasa destinada únicamente a gravar las transacciones financieras internacionales, por otra. Esta segunda posibilidad se nos antoja ciertamente complicada, pudiendo llegar incluso a provocar graves perjuicios a la banca, al originarse movimientos de capital.

A nuestro juicio, de cara a una eventual implantación de la citada tasa, será necesario garantizar la igualdad de trato en todos los países de los bancos europeos para evitar fugas de capitales o

deslocalizaciones. Por otro lado, se ha de señalar que, si bien la aprobación de una tasa de este tipo se presenta como una medida lógica en Estados Unidos, donde el conjunto de las entidades financieras han recibido considerables inyecciones de liquidez procedentes del Tesoro norteamericano (FED), su aplicación podría tener menos fundamento en nuestro país, donde su aplicación como medida preventiva podría carecer de razón de ser, ya que la obligación de provisionar podría resultar suficiente.

En todo caso, se han de reconocer las evidentes dificultades para poner en marcha la medida, dada la falta de consenso entre los dirigentes europeos y las distorsiones de competencia que supondría el hecho de que dicha tasa sólo fuera efectiva en el perímetro de la Eurozona, y no a nivel mundial. Más allá de su eventual impacto recaudatorio, el objetivo que habría de perseguir este tipo de peaje fiscal a la banca sería desalentar las operaciones especulativas con instrumentos financieros, limitar la volatilidad y favorecer la estabilidad del sistema. Ahora bien, no parece que los dudosos beneficios aludidos puedan llegar a compensar los evidentes perjuicios en la operatividad de los mercados. En este sentido, desde el propio BCE se ha venido rechazando la iniciativa por entender que una tasa financiera impuesta sólo en la Eurozona, y no en el resto del mundo (y, sobre todo, en los principales mercados), se traduciría en una pérdida importante de actividad para Europa.

Por otra parte, conviene tener presente que la implantación de la presente tasa podría llegar a producir efectos sobre la actividad económica y el empleo, lo que supondría un coste añadido para familias y empresas. De este modo, podrían no ser los especuladores quienes cargasen con las consecuencias, sino los trabajadores y los ciudadanos: las operaciones de cierta dimensión se deslocalizarían fuera de las plazas europeas, poniendo gravemente en riesgo su capacidad de ofrecer servicios competitivos e innovadores. En definitiva, si se optase por aplicar con carácter unilateral esta medida, podría conducir a la implantación de un gravamen regresivo y de negativas consecuencias para la industria financiera de la Eurozona, al negarse valor añadido de las finanzas y el crédito en la generación de riqueza.

Para finalizar, se ha de señalar que, si se decidiese la eventual implantación de esta tasa bancaria, sería deseable que los organismos supervisores cuenten con elementos de prueba suficientes como para poder acreditar que una determinada entidad no está en situación de crear un problema al sistema financiero internacional o a la economía del país, incluso en las condiciones más adversas del entorno. Y ello para evitar que una crisis financiera termine ocasionando costes excesivamente elevados al conjunto de los ciudadanos.

NOTAS

(1) Dicha tasa fue denominada así en atención a su impulsor, el profesor de Economía de la Universidad de Yale y ganador del Premio Nobel James Tobin, que en su origen proponía la obligación de pagar un tributo por cambiar moneda. Dicho profesor planteó en el año 1972 la creación de una tasa sobre las transacciones financieras destinada a frenar la volatilidad del mercado de divisas, defendiendo la aplicación a escala internacional de un impuesto que sometiese a gravamen las operaciones de cambio de divisas, al objeto de tratar de mantener el sistema de cambios fijos impuesto en los Acuerdos de Breton Woods, en 1944. Sin embargo dicha propuesta nunca llegó a impulsarse.

(2) Su publicación había sido reclamada por el Gobierno español, con la finalidad de atajar las especulaciones existentes acerca de la salud financiera de nuestras principales entidades bancarias, y tratar así de restablecer la confianza de los mercados en la economía del bloque. El Estado alemán se oponía a la publicación individualizada de estos resultados, pero terminó modificando su criterio. Por su parte, el Estado francés defendió desde un primer momento su publicación. Dichas pruebas fueron realizadas por los supervisores nacionales a partir de una metodología común elaborada por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS, por sus siglas en inglés), siendo su objetivo comprobar la salud del sistema financiero en su conjunto y su grado de resistencia a un agravamiento de la crisis. La primera ronda de pruebas de estrés tuvo lugar durante el año 2009, concluyéndose que, incluso en el peor escenario económico, los grandes bancos resistirían, al encontrarse suficientemente capitalizados, si bien podrían llegar a perder hasta 400.000 millones de euros entre 2009 y 2010. Los resultados individuales no se publicaron inicialmente por la oposición de la mayoría de países, incluido España.

(3) La Administración británica propuso, durante la reunión de ministros de Finanzas del G-20 ampliado, celebrada en Saint Andrews (Escocia), la introducción de una tasa a la banca. El 8 de febrero de 2011 se conoció que el Gobierno británico ingresaría 800 millones de libras (947 millones de euros) más de los previstos por la tasa sobre los beneficios bancarios gracias a las ganancias adicionales obtenidas por las entidades bancarias del citado país. De este modo, el citado Gobierno espera recaudar en 2011 unos 2.500 millones de libras (unos 2.959 millones de euros). Inicialmente, la Administración británica previó la aplicación de una tasa reducida en 2011, ante las incertidumbres en el mercado. Sin embargo, con posterioridad se estimó que no resultaba necesaria dicha transición, al considerarse que la resistencia del sector bancario había mejorado, y que los mercados tenían mayor certeza sobre los plazos y la dirección de los cambios regulatorios.

(4) El proyecto de Ley contemplaba, además, otras cuestiones, tales como la regulación de nuevos procesos de insolvencia para los bancos, la obligación de éstos de elaborar una especie de «hoja de ruta» que marque las actuaciones a seguir en caso de crisis financiera y la regulación de las ayudas estatales, las cuales, si bien se mantuvieron a pesar de la creación del nuevo fondo, quedaron limitadas en 20.000 millones con garantías de devolución absoluta.

(5) La reducción del Impuesto sobre Sociedades se prevé aplicar a las empresas con beneficios inferiores a los 500 millones de forintos (1,8 millones de euros), pretendiéndose además el ahorro de 426 millones de euros con severos ajustes en el sector público, que han de incluir la congelación del gasto y una reforma del esquema de sueldos destinada a reducir la masa salarial en un 15 por 100. Adicionalmente, el número de miembros en las direcciones de las empresas estatales bajará de 319 a 60, con un salario máximo de 7.000

euros. Recuérdese que el Estado húngaro se vio obligado en octubre de 2008 a acudir a un préstamo internacional de 20.000 millones de euros para evitar la bancarrota.

(6) En todo caso, conviene precisar que los operadores que trabajan con estos productos no pueden operar desde muchas plazas *offshore*, ya que deben utilizar conexiones informáticas y servidores de alta tecnología que no siempre se encuentran a su disposición en esos lugares.

(7) Por su parte, el Gobierno sueco aprobó, a mediados de la década de los ochenta, una tasa parecida, del 0,036 por 100, sobre el pasivo de las entidades financieras para llegar a disponer del 2,5 por 100 del PIB en 2025.

(8) Con fecha 11 de julio de 2011, el Sindicato de Técnicos de Hacienda (GESTHA) evaluó positivamente el posible establecimiento de una tasa global en las transacciones financieras internacionales, señalándose que, a partir de un gravamen de tan sólo el 0,05 por 100 podrían reducirse las operaciones especulativas, generándose unos ingresos de entre 240.000 y 560.000 millones de euros anuales en todo el mundo, cantidad que podría destinarse a inversiones y políticas activas que reduzcan considerablemente la pobreza de millones de personas en el mundo.

(9) El citado gravamen habría de aplicarse sobre todas las transacciones, incluidas las formalizadas bilateralmente fuera de los mercados regulados. A tenor del informe, el tipo a aplicar sería bajo (entre el 0,01 por 100 y el 0,05 por 100 del importe negociado), pero suficiente para desincentivar operaciones especulativas cuyas ganancias dependen de diferencias de precio mínimas en apuestas de gran volumen a corto plazo. Se estimaba así que su eventual aplicación podría conducir a una reducción significativa de los volúmenes de contratación. Concretamente, con una reducción del 65 por 100 del volumen de contratación se obtendría una recaudación mundial de 467.000 millones, que en el mercado español quedaría en 2.200.

RIESGOS SISTÉMICOS Y SUPERVISIÓN MACROPRUDENCIAL

Jesús SAURINA (*)

Banco de España

Resumen

Este trabajo analiza las preocupaciones que suscitan las entidades sistémicas desde un punto de vista macroprudencial, las repercusiones que su existencia tienen para los sistemas financieros, cómo identificarlas en la práctica y, finalmente, las diferentes opciones que existen para regularlas específicamente.

Palabras clave: entidades sistémicas, regulación macroprudencial.

Abstract

This paper analyzes the concerns that systemic institutions rise from a macroprudential point of view as well as the impact that they have on financial systems, how to identify them in practice and, finally, the different options that have been put forward for their specific regulation.

Key words: systemic institutions, macroprudential regulation.

JEL classification: G21, G28.

I. INTRODUCCIÓN

LA crisis financiera que empezó en el verano de 2007 puso de manifiesto la necesidad de complementar el enfoque supervisor microprudencial con otro enfoque denominado macroprudencial, cuyo objetivo es tomar en consideración el riesgo sistémico (1). A veces, se acusa a los supervisores microprudenciales de haber caído en la falacia de la composición: si cada entidad de un sistema financiero es solvente, el conjunto del sistema también lo será. Olvidan así que existen correlaciones e interacciones entre las entidades que pueden hacer que cuando ocurra un *shock* en la economía, o en el sistema financiero, se pongan de manifiesto algunas de las vulnerabilidades que se han ido acumulando a lo largo del tiempo en la fase expansiva. Tales vulnerabilidades, además, pueden estar concentradas en un grupo de entidades muy interconectadas e importantes para la estabilidad del conjunto de un sistema financiero.

No es el momento de insistir en la importancia del enfoque microprudencial y en los peligros de conceptualizar el análisis macroprudencial como un sustituto del primer enfoque. Saurina (2009) estudió con detalle esta cuestión, y la necesidad de considerar el enfoque microprudencial como el primer pilar sobre el que se asienta el conjunto del edificio regulador y supervisor de un sistema bancario. En las discusiones sobre lo macroprudencial, se olvida rápidamente que la solvencia de cada entidad en un sistema bancario es una condición necesaria para minimizar la aparición de riesgo sistémico, aunque en ocasiones puede que no sea suficiente.

Podríamos intentar definir la regulación/supervisión macroprudencial como aquella que busca reducir el riesgo sistémico, reforzando el sistema financiero frente a *shocks,* ayudando a que continúe funcionando de forma estable, sin la necesidad de acudir a la utilización de un soporte de emergencia extraordinario. La regulación macroprudencial debe contribuir a mantener la estabilidad financiera. Es, sobre todo, una regulación con vocación preventiva (2). Existe un consenso generalizado respecto a que la regulación macroprudencial debe tomar en consideración dos dimensiones (Borio, 2003). En primer lugar, una dimensión temporal, ligada a la aparición de riesgo sistémico a lo largo del ciclo crediticio: es la cuestión de la prociclicidad del sistema financiero. En segundo lugar tiene una dimensión de sección cruzada. En cada momento del ciclo crediticio, hay relaciones e interconexiones entre entidades financieras importantes que pueden dar lugar a contagio entre ellas y a la aparición de riesgo sistémico, es decir, riesgo de que el conjunto del sistema bancario se vea afectado por los problemas en una de estas entidades centrales de cada sistema. Una entidad puede ser central bien por su tamaño, bien por las interconexiones con otras entidades, bien por la imposibilidad de ser sustituida su actividad en determinados mercados en caso de colapso. La quie-

bra de una de estas entidades centrales puede contagiar al conjunto del sistema financiero, originando una externalidad negativa muy importante sobre el conjunto de la economía. Es el problema de las entidades sistémicas, demasiado grandes para quebrar (*too big to fail* en inglés) o demasiado complejas para quebrar *(too complex to fail)* o, incluso, demasiado grandes para ser rescatadas *(too big to save* o *to big to be bailed-out)* (3).

El objetivo de este trabajo es centrarnos en la segunda dimensión del enfoque macroprudencial, esto es, en el análisis de las cuestiones en torno a las entidades sistémicas. El análisis es exploratorio, buscando señalar cuáles son los temas relevantes que necesitan un análisis cuidadoso. No se pretende ofrecer un estudio sistemático de la cuestión, ni tampoco proporcionar una propuesta concreta de política regulatoria macroprudencial respecto a su tratamiento.

No obstante, antes de acabar esta introducción puede resultar útil una breve panorámica sobre la primera dimensión del análisis macroprudencial, que la crisis ha demostrado que debe formar parte del marco de análisis de los reguladores y supervisores bancarios, así como de los bancos centrales. Desde nuestro punto de vista, el punto de partida es el análisis del ciclo crediticio y las oscilaciones que en él se producen. Los errores de política crediticia se cometen en las fases expansivas, cuando prestamistas y prestatarios tienen una confianza excesiva en sus proyectos de inversión. Dicho exceso de optimismo de los bancos implica cierta relajación en sus estándares de política crediticia. En las recesiones, los bancos se vuelven muy conservadores y endurecen mucho sus condiciones crediticias. De alguna forma, los gestores bancarios en las fases expansivas dan un peso excesivo a no cometer errores de tipo I en su política crediticia (buenos acreditados que no consiguen financiación) y dan menos importancia de la debida a los errores de tipo II (prestatarios malos que consiguen financiación bancaria). Lo contrario pasa en las recesiones.

Los argumentos detrás de este comportamiento han sido ampliamente estudiados, y giran en torno a la existencia de información asimétrica (miopía frente a los desastres, comportamiento gregario, problemas de agencia o falta de memoria institucional). Jiménez y Saurina (2006) encuentran tres resultados fundamentales: relación positiva y significativa entre el crecimiento del crédito y la morosidad, si bien con un desfase; los préstamos concedidos durante la fase expansiva tienen una mayor probabilidad de impago que los concedidos en la fase recesiva, en la cual el crecimiento de crédito es muy bajo o incluso negativo, y los requerimientos de garantías se relajan (aumentan) en las fases expansivas (recesivas). En definitiva, existe evidencia empírica clara de que en las fases expansivas (recesivas) se relajan (endurecen) los estándares crediticios.

La relajación de los estándares crediticios en la fase expansiva, en particular si dicha fase es muy larga, se traduce en una acumulación de riesgo sistémico, sin que, a escala microprudencial, se aprecie todavía su materialización en pérdidas para las entidades. El retraso entre el excesivo crecimiento del crédito y la aparición de problemas explícitos de morosidad, una adecuada evolución de los resultados y unos niveles de activos ponderados por riesgo bajos hacen que la acumulación de riesgo sistémico sea compatible con una buena posición aparente de cada entidad. Sin embargo, las carteras crediticias de las entidades van aumentando su dependencia de la posición cíclica de la economía, a veces con una elevada vinculación al ciclo inmobiliario. De esta forma, la interconexión y la correlación entre entidades de un sistema bancario aumenta, aunque no se refleje en los indicadores de riesgo. Cuando aparece un *shock* (el precio de la vivienda deja de subir, los mercados de financiación basados en préstamos a la vivienda se paran bruscamente, la recesión llega abruptamente,…), el riesgo sistémico se pone de manifiesto con un importante aumento de la morosidad y de los impagos en prácticamente todas las entidades bancarias, aunque no con la misma intensidad. Los excesos de la relajación de la política crediticia se empiezan a pagar.

La regulación macroprudencial está desarrollando instrumentos que permitan hacer frente a la dimensión temporal del riesgo sistémico. Un ejemplo son las provisiones dinámicas o anticíclicas desarrolladas por el Banco de España. Otro ejemplo son los colchones de capital contracíclico que Basilea III pretende implantar.

Las provisiones dinámicas fueron establecidas a mediados de 2000 y modificadas en 2004 (para ser consistentes con las normas internacionales de información financiera, o IFRS por sus siglas en inglés). Cubren el aumento en el riesgo de crédito (o, en lenguaje más contable, las pérdidas en que se ha incurrido todavía no identificadas en operaciones concretas) durante las fases expansivas, de tal forma que se acumula un fondo de provisiones en los buenos tiempos para usarlo en los malos, cuando se concretan las pérdidas crediticias en operaciones individuales. Se trata de un instrumento macroprudencial para disminuir la

prociclicidad del sistema financiero, basados en la información y la investigación del Banco de España, utilizando información sobre los impagos en carteras homogéneas de riesgo, a lo largo del ciclo, contenida en la Central de Información de Riesgos (CIR), y es un mecanismo transparente. Las provisiones dinámicas se han revelado como un instrumento muy útil para un número muy elevado de entidades durante esta crisis, pero no son un remedio milagroso porque, como es bien sabido, una parte del sector de cajas de ahorros está en proceso de restructuración y algunas entidades han necesitado ayuda pública (4).

En cuanto a los colchones de capital contracíclicos, un análisis detallado puede verse en Repullo, Saurina y Trucharte (2010) y en Repullo y Saurina (2011). Ambos trabajos ponen de manifiesto la necesidad de analizar cuidadosamente la prociclicidad que plantea un sistema basado en modelos internos de las entidades para medir el riesgo de crédito. Los análisis cuantitativos de ambos trabajos muestran la elevada fluctuación de los requerimientos de capital basados en probabilidades de impago a un año vista. Estos problemas pueden corregirse con un mecanismo automático y transparente, basado en las desviaciones respecto al crecimiento del PIB o del crédito en cada punto del ciclo. Cuando el crecimiento es elevado, se aumentarían los requisitos de capital para intentar moderarlo y para construir un colchón de capital que permitiera hacer frente a los problemas en la fase recesiva. En dicha fase, con un nivel de actividad y de crédito por debajo del promedio cíclico, los requerimientos de capital se relajarían, permitiendo la utilización del exceso de capital acumulado en la fase expansiva. De esta forma, se minimiza el impacto de la evolución del crédito sobre el ciclo económico y, por tanto, se contribuye a atemperar las fluctuaciones de la actividad y del empleo.

Finalmente, resulta difícil pensar que la política macroprudencial pueda decidirse y actuar de forma completamente separada de la política monetaria y/o fiscal (5). Por tanto, no parece que el ciclo crediticio pueda gestionarse sólo con instrumentos macroprudenciales. Por otro lado, es difícil que la estabilidad macroeconómica pueda conseguirse sin un sistema financiero estable. Todo esto plantea la necesidad de tender puentes entre la estabilidad macroeconómica y la financiera. El enfoque macroprudencial es el marco en el que ambas cuestiones pueden abordarse; de ahí su importancia creciente, aunque, como ya se ha mencionado, dicho enfoque debe complementarse con el enfoque microprudencial, centrado en la estabilidad y la solvencia de las entidades individuales. Por ello, el marco conceptual se complica pero, a la vez, se enriquece.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. En el apartado II se esboza el problema que plantean las entidades sistémicas; en el III se ponen de manifiesto algunos datos para enriquecer el análisis del riesgo sistémico; con esta información, es posible pasar a abordar, en el apartado IV, qué es una entidad sistémica; el V plantea el tratamiento desde un punto de vista macroprudencial de las entidades sistémicas; finalmente, el apartado VI concluye el trabajo.

II. ¿POR QUÉ PREOCUPAN LAS ENTIDADES SISTÉMICAS?

La crisis financiera internacional ha requerido que los gobiernos rescaten o ayuden a un grupo numeroso de entidades financieras de elevado tamaño y complejidad. En EE.UU, Reino Unido y Europa continental se han producido apoyos a grandes bancos para evitar el colapso de los sistemas bancarios y financieros. El coste final de estas intervenciones todavía no es posible calcularlo, pero todo apunta a que no será pequeño. Por ello, las autoridades políticas y los reguladores y supervisores bancarios han mostrado mucho interés en intentar solucionar este problema para el futuro.

Así, el G20 ha manifestado en varias ocasiones su deseo de que la cuestión de las entidades sistémicas se aborde y resuelva satisfactoriamente. En su reunión de Washington en noviembre de 2008, expresaba la necesidad de definir el alcance de las instituciones sistémicas y su adecuada regulación y vigilancia. Los ministros de finanzas y gobernadores de los bancos centrales de los países del G20, reunidos en Londres a comienzos de septiembre de 2009, señalaban que las entidades financieras grandes y complejas requerían una supervisión cuidadosa, dada su importancia. Además, concretaban cómo debería ser el marco regulatorio y supervisor en relación con estas entidades: requerimientos prudenciales más exigentes para ofrecer una mayor capacidad de absorción de pérdidas, desarrollo de planes de contingencia por parte de estas entidades, establecimiento de grupos de gestión de crisis para las entidades internacionales de mayor importancia, así como reforzar los marcos legales para la intervención/resolución de entidades financieras sistémicas en casos de crisis. Estos objetivos fueron asumidos por el G20 en su reunión de finales de septiembre de 2009 en Pittsburgh.

El Financial Stability Board (FSB) ha insistido en la necesidad de exigir requisitos adicionales para reducir el riesgo moral y el daño económico asociado a las entidades demasiado grandes y complejas para quebrar (véase FSB, 2010), pidiendo al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) que realice propuestas concretas de identificación y regulación de las entidades sistémicas (también conocidas en la jerga de Basilea como SIFIs o *systemically important financial institutions*), incluyendo posiblemente mayores niveles de capital y liquidez, así como otros requisitos prudenciales.

Los bancos son entidades muy apalancadas; es decir, en su estructura financiera los recursos propios son una parte muy reducida de sus fuentes de financiación. Es fácil encontrar bancos donde el apalancamiento está en torno a 20, es decir, 5 por 100 de recursos propios y 95 por 100 de deuda o recursos ajenos. Justo antes de la crisis hubo grandes bancos internacionales que tenían niveles de apalancamiento cercanos a 50 (2 por 100 de recursos propios y 98 por 100 de deuda). Los bancos, además, son entidades muy interconectadas. Se prestan en el mercado interbancario entre ellos. Se prestan en el mercado de *repos* (préstamos con garantías). Pueden comprar emisiones de bonos y titulizaciones de otras entidades. Además, sus activos están también muy relacionados porque suelen invertir en las mismas áreas geográficas, industrias y empresas. Además, dado que el negocio bancario se basa en la confianza del público, los problemas de una entidad pueden afectar a la confianza en el resto de entidades del sistema.

El elevado apalancamiento de los bancos y la importancia de la confianza en el negocio bancario hace que su actividad esté fuertemente regulada, tanto con normas de entrada como con restricciones al tipo de riesgos que pueden asumir y, por supuesto, con requerimientos mínimos de capital. El mínimo de capital regulatorio responde a la necesidad de dar los incentivos adecuados a los accionistas para que los gestores bancarios no tomen riesgos excesivos y, en caso de dificultades, que exista un margen suficiente para que las pérdidas no lleven a la quiebra a la entidad. No obstante, de vez en cuando, se producen quiebras de entidades. La existencia de un fondo de garantía de depósitos protege a los pequeños depositantes, que son la inmensa mayoría de las personas físicas o jurídicas que han prestado fondos a la entidad. El resto de financiadores tiene que esperar al proceso de liquidación de la entidad para cobrar. Si la quiebra es de una entidad pequeña, no suele haber repercusiones para el conjunto del sistema. Sin embargo, si la quiebra es de una entidad grande o de una entidad compleja o muy interconectada con otras, puede aparecer el riesgo sistémico, que se manifiesta en el contagio de los problemas de esta entidad al resto de entidades del sistema bancario.

Las interconexiones, la complejidad, la opacidad de los mercados en los que operan estas entidades, junto con la información asimétrica y la falta de confianza, son los desencadenantes de dicho riesgo sistémico, que, en casos graves, puede trabar el normal funcionamiento del sistema de pagos de un país y, por tanto, afectar de forma muy importante al desarrollo de su actividad económica, con las consiguientes pérdidas importantes de bienestar para el conjunto de la sociedad. Conviene señalar que las entidades individuales no se preocupan por el riesgo sistémico porque la externalidad negativa que generan no forma parte de los objetivos de los accionistas y de los gestores.

Por lo tanto, en un sistema financiero puede existir un grupo de entidades sistémicas, o potencialmente sistémicas, que requieren una vigilancia especial, siendo necesario identificarlas y, en su caso, regularlas y supervisarlas más estrechamente que al resto de entidades para dotarlas con una mayor capacidad de absorber pérdidas por las externalidades negativas que pueden ocasionar al conjunto del sistema financiero y de la economía.

La crisis financiera internacional que se inició en 2007 ha puesto muy claramente de manifiesto la existencia y el impacto de las entidades sistémicas. Precisamente debido al tamaño, las interconexiones y el contagio que pueden generar, esta crisis ha reforzado la idea de la existencia de entidades *too big to fail* (o *too complex to fail*), de entidades demasiado grandes o complejas para quebrar (6). Al final, cuando una entidad sistémica se enfrenta a la quiebra, lo que hemos visto que ocurre es que acaba siendo rescatada con recursos públicos, de los contribuyentes, bien sea inyectándole capital, bien sea arbitrando una solución privada con apoyo público en la forma, por ejemplo, de esquemas de protección de activos (7). En septiembre de 2008 la quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers fue una excepción, pero el contagio que se desató posteriormente muy probablemente ha reforzado la existencia y la doctrina de entidades demasiado grandes y/o complejas para quebrar (Bair, 2011). La existencia de entidades demasiado grandes para quebrar debilita la disciplina de

mercado. Si acaban siendo rescatadas, ¿por qué los acreedores van a preocuparse por el nivel de riesgo que asume la entidad? (Morgan y Stiroh, 2005).

El rescate, o apoyo público directo o indirecto, a grandes bancos estadounidenses y europeos ha mostrado con toda crudeza la realidad de las entidades sistémicas, y ha reforzado la necesidad de hacer frente a este problema con una política regulatoria y supervisora clara y contundente. Si éste no fuera finalmente el caso, el riesgo moral (*moral hazard*) y los incentivos a convertirse en entidades sistémicas serían mucho mayores después de la crisis que antes, lo que aumentaría sustancialmente el riesgo sistémico y la probabilidad de que volviera a ocurrir otra crisis bancaria de las mismas dimensiones, o incluso superior a la que hemos vivido recientemente.

A los argumentos o problemas anteriores se añade uno adicional que, de nuevo, la crisis ha puesto de manifiesto. Se trata de que algunas entidades, además de ser demasiado grandes y/o complejas para quebrar, pueden llegar a ser demasiado grandes para ser rescatadas por un gobierno. Aquí el problema es de imposibilidad material para el gobierno del país que tiene una entidad sistémica en serias dificultades, pero con un tamaño tan elevado que no puede hacer frente a las necesidades de absorción de pérdidas necesarias para mantener a la empresa en funcionamiento. Las dificultades del gobierno o del contribuyente pueden ser tanto porque el monto del rescate es muy elevado, en términos de los recursos efectivos (impuestos) y potenciales (emisión de deuda) que el gobierno puede conseguir, como por la resistencia política que puede encontrar la autoridad en los ciudadanos del país en cuestión (8).

En definitiva, existe una necesidad de regular y controlar el riesgo sistémico, y no sólo en su dimensión temporal, sino también en la dimensión de sección cruzada, concretada en las entidades sistémicas. Para ello, se necesita un enfoque macroprudencial, porque va más allá de la situación de cada entidad y se necesita tomar en consideración sus interconexiones, aunque es posible que una parte de los instrumentos a utilizar tenga una naturaleza microprudencial (más supervisión, más capital, etcétera).

III. REPERCUSIONES DE LA EXISTENCIA DE ENTIDADES SISTÉMICAS

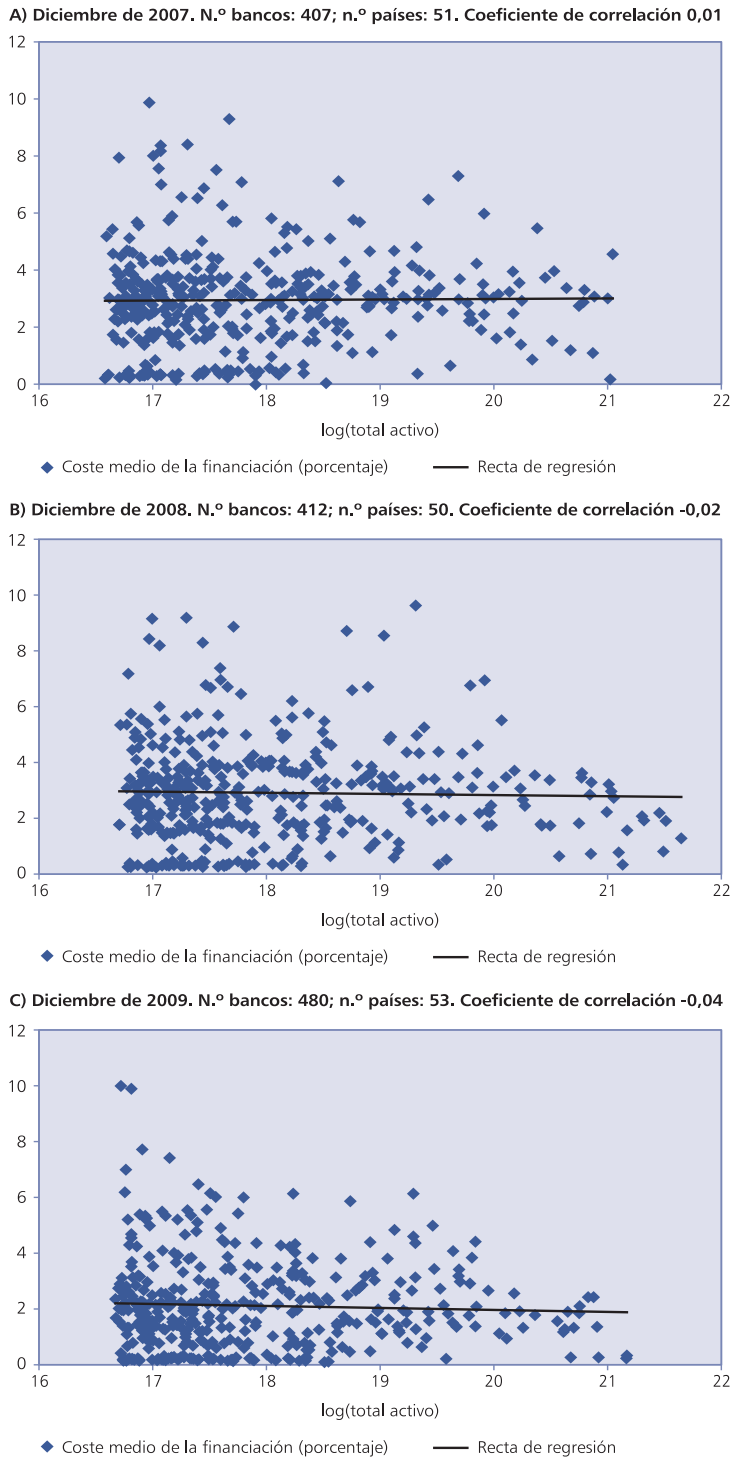
El carácter sistémico de una entidad, o la percepción de este carácter por parte de sus acreedores, gestores y accionistas, puede acarrear algunas ventajas para la entidad. La más mencionada es la disminución, o la desaparición de la disciplina de mercado sobre la entidad (Morgan y Stiroh, 2005). Si los acreedores (bonistas y grandes depositantes) perciben que una entidad es tan grande o compleja que difícilmente las autoridades la van a dejar quebrar, tácitamente eso equivale a una garantía sobre sus depósitos o bonos. El menor riesgo de financiar a una entidad sistémica se traduce en una disminución del coste de la financiación para estas entidades, disminución que no se produce para el resto de entidades que no son, o no son percibidas como, sistémicas. Es como si existiese un subsidio encubierto a la actividad de las entidades sistémicas cuyo origen es la garantía tácita, o el convencimiento de que van a ser rescatadas en última instancia.

No es fácil encontrar evidencia clara y rotunda de la existencia de esta ventaja competitiva ni de cuál es su magnitud. Las dificultades se deben a que no existe una lista de entidades sistémicas que permita contrastar si el coste medio de su financiación es menor que el del resto de entidades. La evidencia disponible aproxima dicha lista mediante el tamaño de las entidades, asumiendo que cuanto mayor es una entidad más sistémica es y, por tanto, mayor ventaja en costes debería mostrar. Entre los trabajos que miden la ventaja que obtendrían las entidades sistémicas en su financiación, hay una elevada dispersión de resultados. Así, Baker y McArthur (2009), con datos estadounidenses, encuentran diferencias en el coste medio del pasivo de las entidades más pequeñas y las mayores cercano a los 30 puntos básicos (pb) antes de la crisis, y de casi 80 pb durante el período de crisis. Si esta diferencia es atribuible al efecto *too big to fail*, el subsidio que reciben estas entidades por este concepto estaría en torno a los 50 pb. Ueda y di Mauro (2010) sitúan dicha ventaja de financiación entre los 20 y los 40 pb. Haldane (2010) lo estima para los grandes bancos británicos en unos 100 pb, sin contar el efecto de los depósitos minoristas.

De forma complementaria, resulta interesante explorar información sobre una muestra amplia de entidades de numerosos países y con un cierto tamaño mínimo. Así, utilizando información sobre el total activo y el coste medio de los recursos ajenos (gastos financieros sobre pasivo con coste) proveniente de la base de datos Bankscope, es posible analizar si existe alguna relación entre el tamaño de los bancos y su coste de financiación.

El gráfico 1 muestra, utilizando los bancos cuyo activo total supera los 25.000 millones de dólares estadounidenses, una relación débil entre tamaño y coste de la fi-

GRÁFICO 1
COSTE MEDIO DE LA FINANCIACIÓN *VERSUS* TAMAÑO. BANCOS DE MÁS DE 25.000 MILLONES DE DÓLARES DE ACTIVO TOTAL



Fuente: BankScope y elaboración propia.

nanciación dentro de este grupo de entidades, que incluye en torno a 250 bancos de cerca de 40 países. Dicha relación, no obstante, parece haber evolucionado con el tiempo. Así, en 2007, antes del comienzo de la fase más dura de la crisis financiera internacional, se observa una relación ligeramente positiva entre tamaño y coste (gráfico 1A), menos perceptible en 2008 (gráfico 1B). En 2009, una vez producidos los rescates bancarios de grandes bancos internacionales, la relación se vuelve algo más negativa (gráfico 1C). Por lo tanto, la relación entre tamaño y coste de la financiación no es muy fuerte (coeficientes de correlación parcial muy bajos) en este grupo de bancos internacionales con un tamaño mínimo del activo ya importante, pero sí parece haber evolucionado en línea con la hipótesis de que las entidades sistémicas podrían obtener un menor coste medio de su financiación.

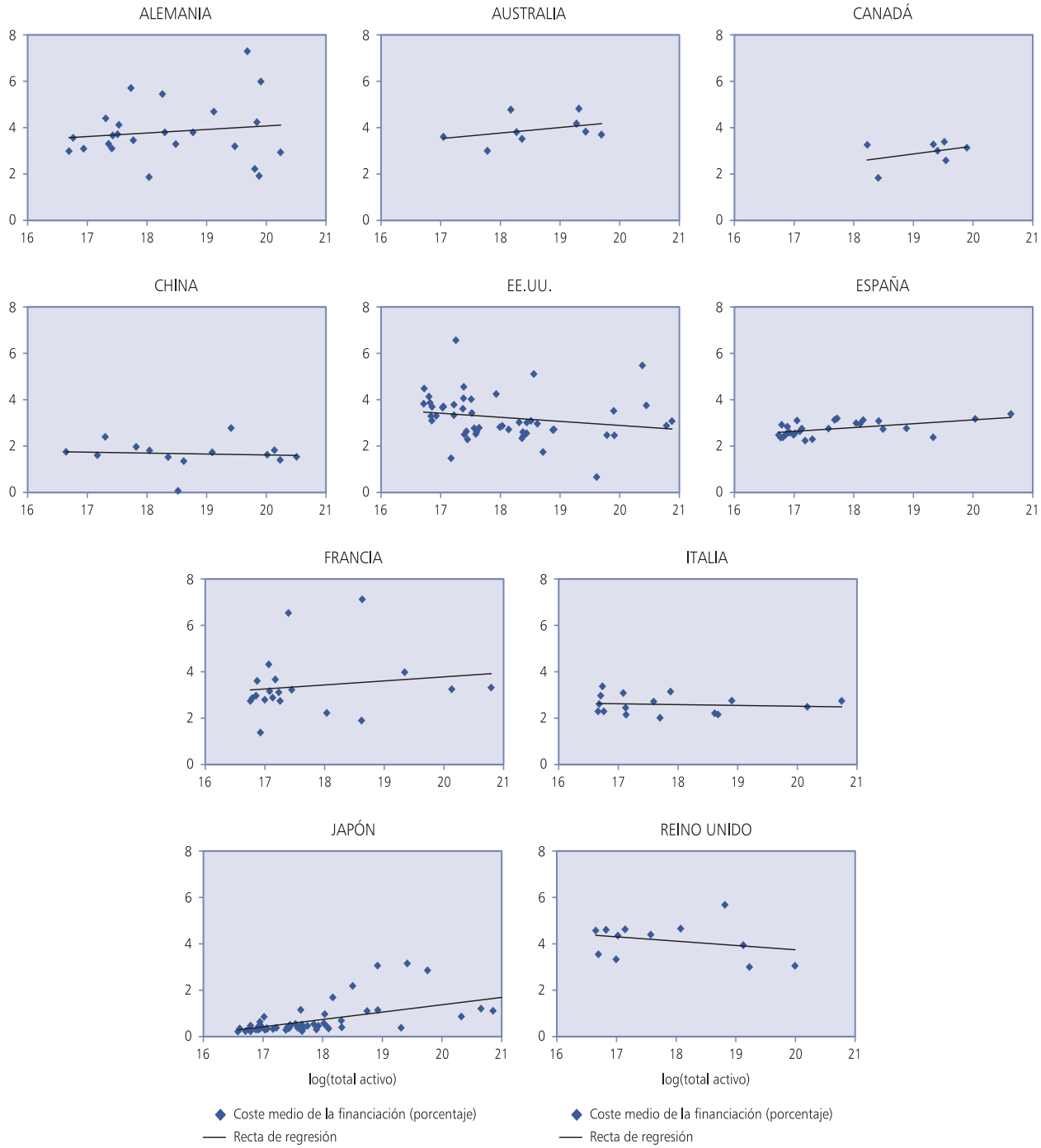
Es evidente que un análisis de correlación parcial no aspira a separar completamente la contribución del carácter sistémico de una entidad a su coste de financiación, suponiendo que esto sea posible en términos generales, pero sí que puede contribuir a arrojar luz sobre el debate de las ventajas competitivas de las que pueden, o no, disfrutar las entidades sistémicas. Además, la enorme dispersión del coste medio de la financiación para entidades con un tamaño del activo muy similar complica adicionalmente el análisis a escala internacional y la obtención de conclusiones. En cualquier caso, el menor coste medio de la financiación de los mayores bancos del mundo no parece muy inferior al de entidades de un tamaño veinte veces menor.

Los resultados del gráfico 1 esconden diferencias entre países. Así, el gráfico 2, para las tres

GRÁFICO 2

COSTE MEDIO DE LA FINANCIACIÓN *VERSUS* TAMAÑO POR PAÍSES. BANCOS DE MÁS DE 25.000 MILLONES DE DÓLARES DE ACTIVO TOTAL

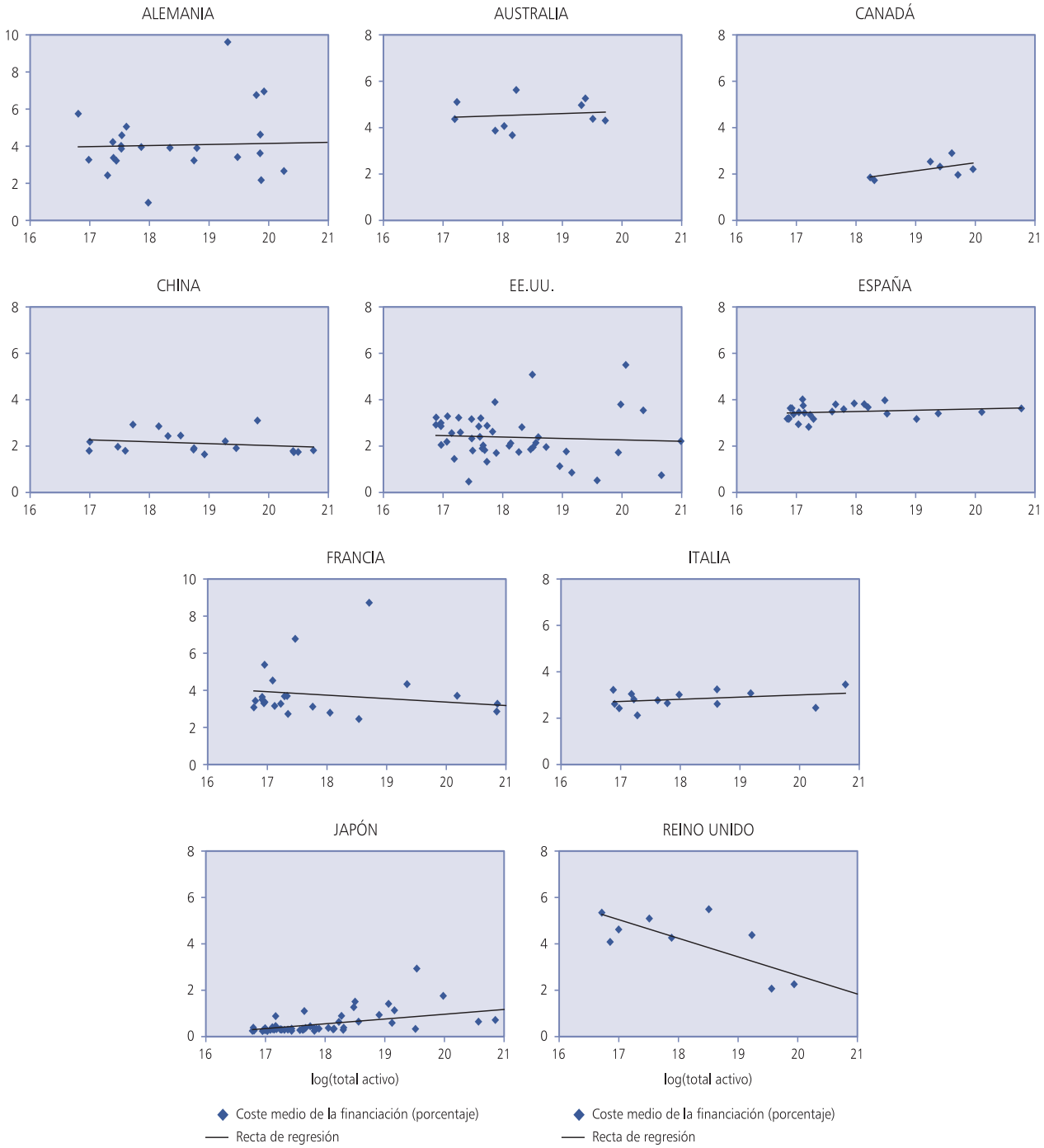
A) Diciembre de 2007



Fuente: BankScope.

GRÁFICO 2 *(continuación)*
COSTE MEDIO DE LA FINANCIACIÓN *VERSUS* TAMAÑO POR PAÍSES. BANCOS DE MÁS DE 25.000 MILLONES DE DÓLARES DE ACTIVO TOTAL

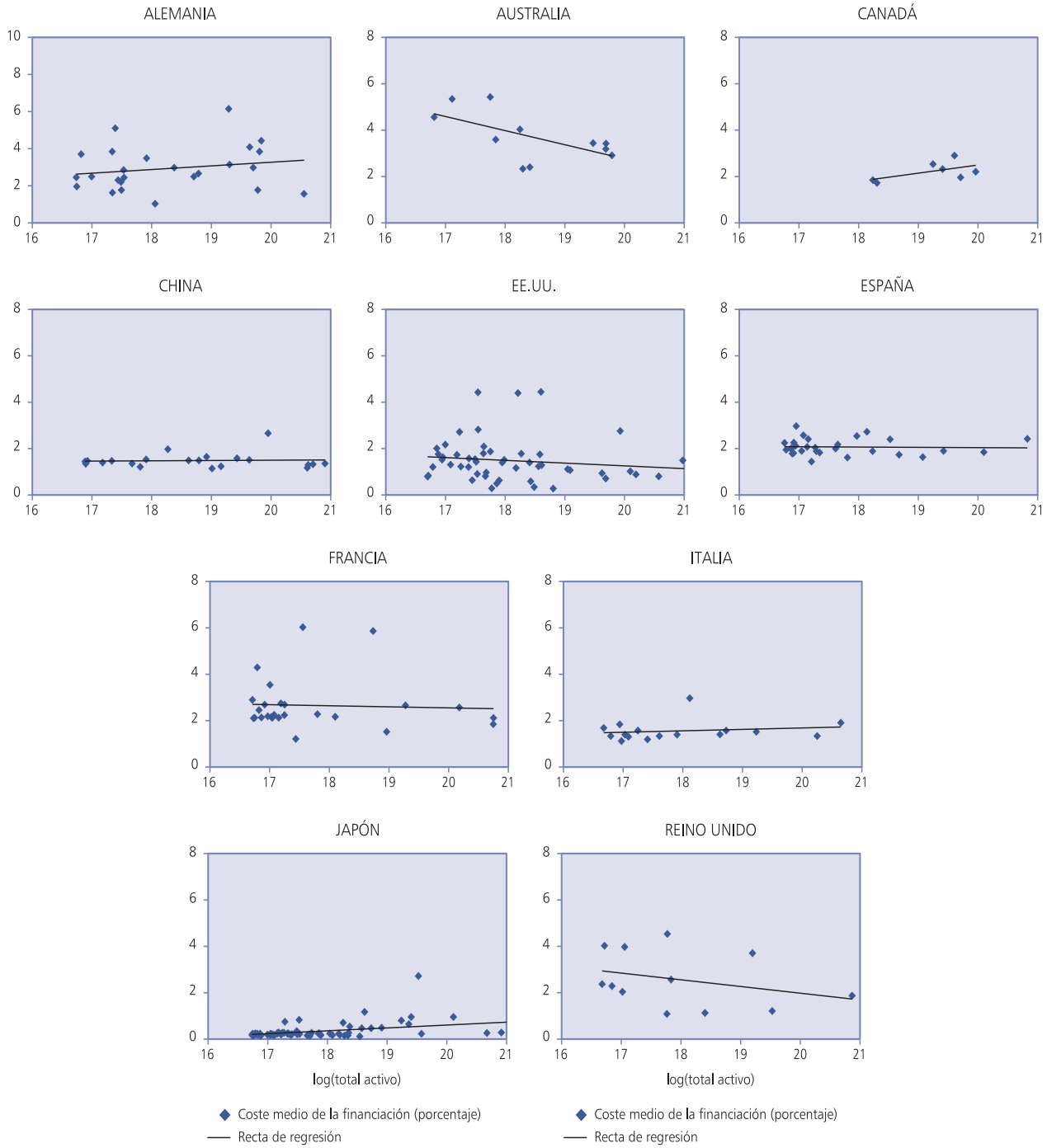
B) Diciembre de 2008



Fuente: BankScope.

GRÁFICO 2 *(continuación)*
COSTE MEDIO DE LA FINANCIACIÓN *VERSUS* TAMAÑO POR PAÍSES. BANCOS DE MÁS DE 25.000 MILLONES DE DÓLARES DE ACTIVO TOTAL

C) Diciembre de 2009



Fuente: BankScope.

fechas analizadas, muestra una clara relación negativa entre tamaño y coste medio, lo que supuestamente sería un indicador de ventaja competitiva para las entidades sistémicas, en el caso de Reino Unido, Alemania, Australia y, con menor intensidad, Francia y Estados Unidos. Para el resto de países, la relación es positiva o inexistente.

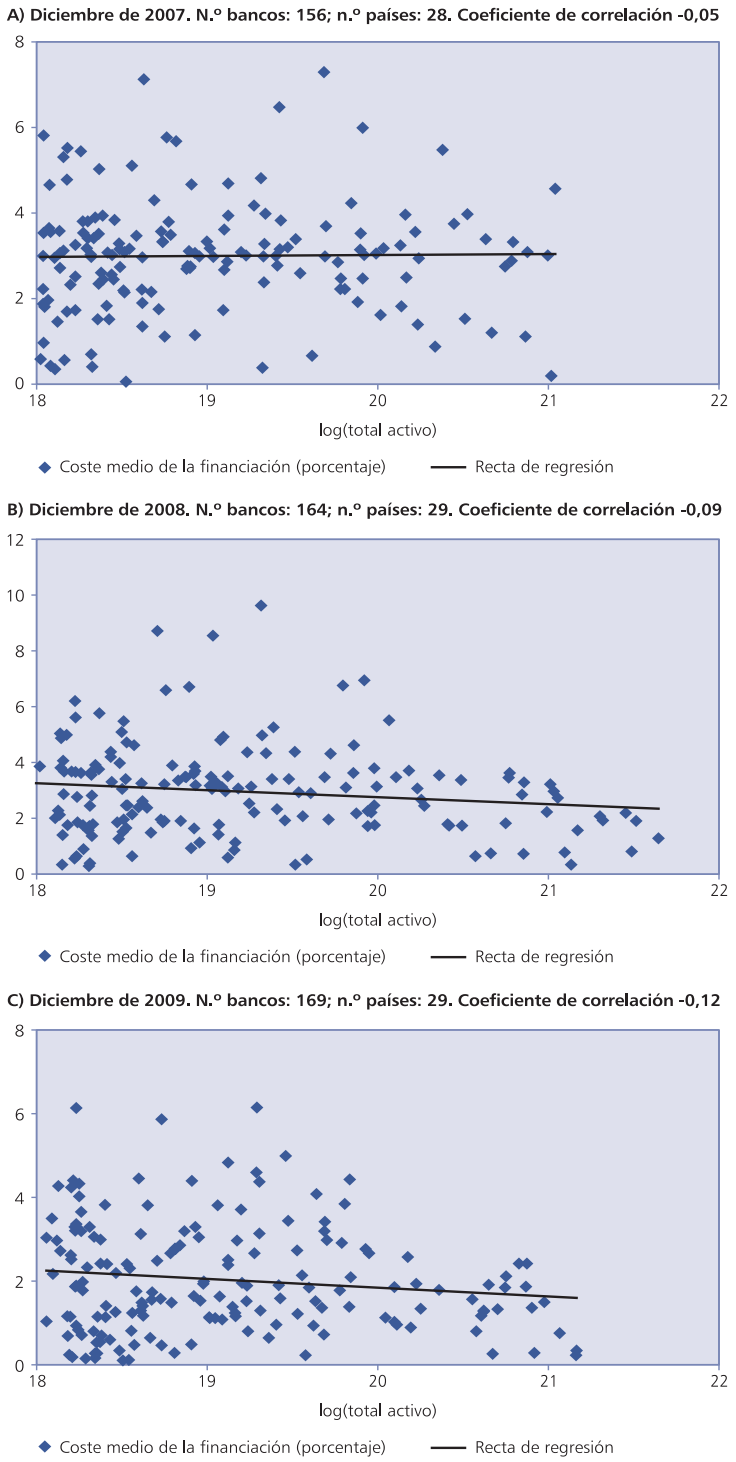
Resultados similares se obtienen si el análisis se circunscribe a las entidades con más de 100.000 millones de dólares de activo total (gráfico 3), un centenar de bancos en una veintena de países. En este caso, a la práctica falta de relación entre tamaño y coste medio de la financiación en 2007 y 2008 le ha seguido una clara relación negativa en 2009, aunque de nuevo la dispersión entre entidades del mismo tamaño es muy elevada, y la diferencia media en el coste de la financiación entre las entidades mayores y menores en este grupo tampoco parece muy grande.

Resulta llamativo observar (gráfico 4) que los dos grupos de entidades analizados, esto es, los mayores bancos del mundo, muestran una relación muy clara entre su tamaño, medido por su activo total, y su solvencia, medida por la ratio *tier* 1 (capital regulatorio de mayor calidad dividido por los activos ponderados por riesgo). Aquí la relación es mucho más clara que en el caso del coste de la financiación: a mayor tamaño menor ratio de solvencia. De nuevo existe una elevada dispersión que, no obstante, se reduce significativamente para los bancos de mayor tamaño. Por países, el comportamiento es muy similar, con una relación negativa en la mayor parte de ellos.

El análisis dentro de cada país permite una evaluación más cui-

GRÁFICO 3

COSTE MEDIO DE LA FINANCIACIÓN *VERSUS* TAMAÑO. BANCOS DE MÁS DE 100.000 MILLONES DE DÓLARES DE ACTIVO TOTAL

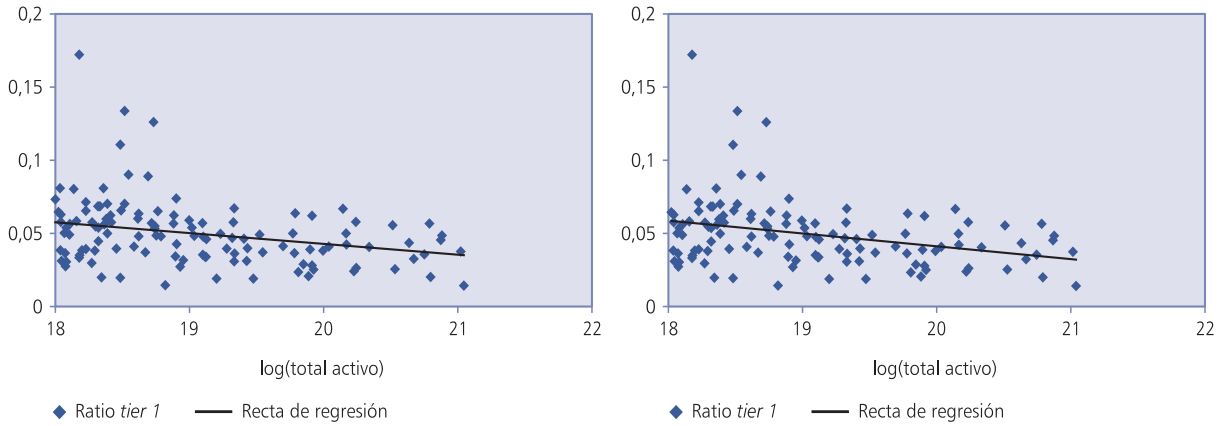


Fuente: BankScope y elaboración propia.

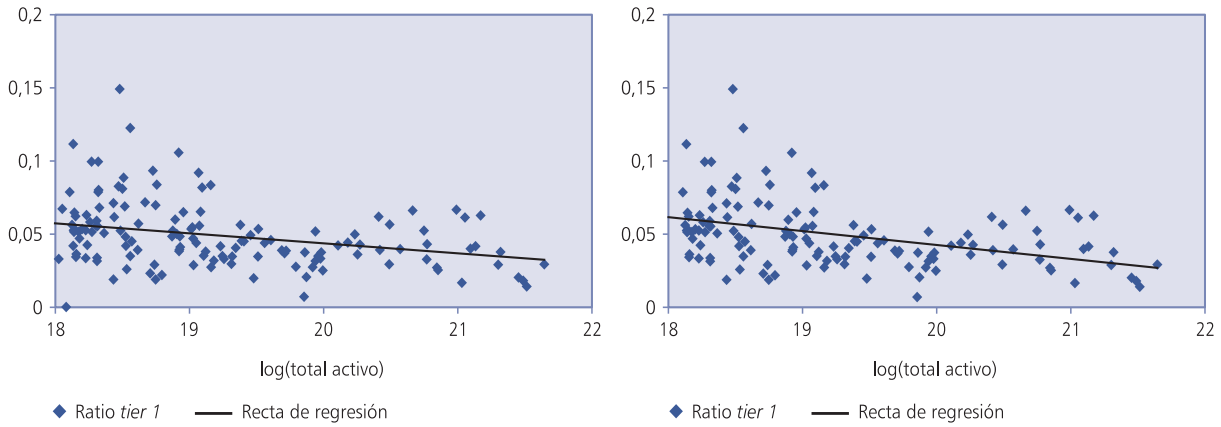
GRÁFICO 4

SOLVENCIA (RATIO *TIER 1*) *VERSUS* TAMAÑO. BANCOS DE MÁS DE 25.000 (100.000) MILLONES DE DÓLARES DE ACTIVO TOTAL A LA IZQUIERDA (DERECHA)

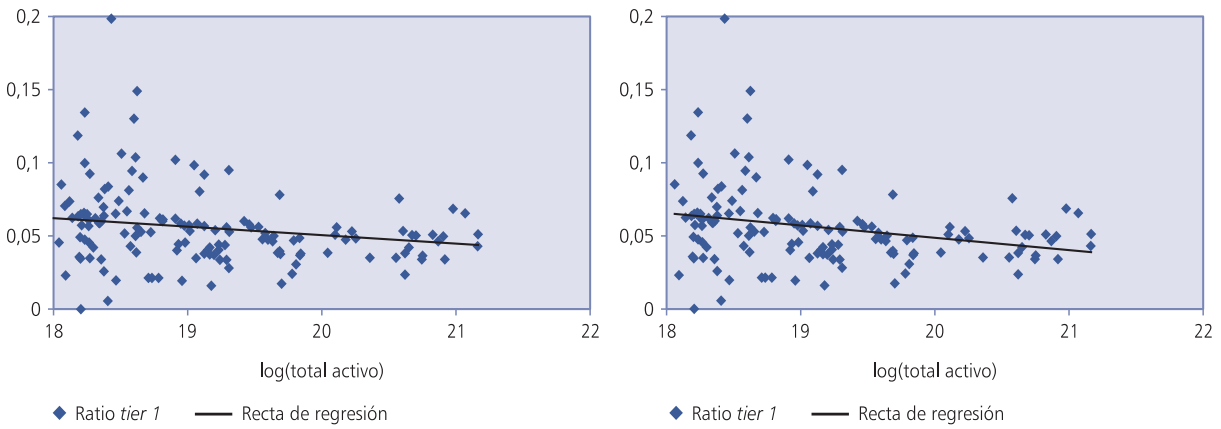
A) Diciembre de 2007. N.º bancos: 295 (119); n.º países: 48 (27); coeficiente de correlación -0,10 (-0,17)



B) Diciembre 2008. N.º bancos: 321 (137); n.º países: 47 (29); coeficiente de correlación -0,10 (-0,18)



C) Diciembre 2009. N.º bancos: 371 (141); n.º países: 49 (28); coeficiente de correlación -0,07 (-0,12)

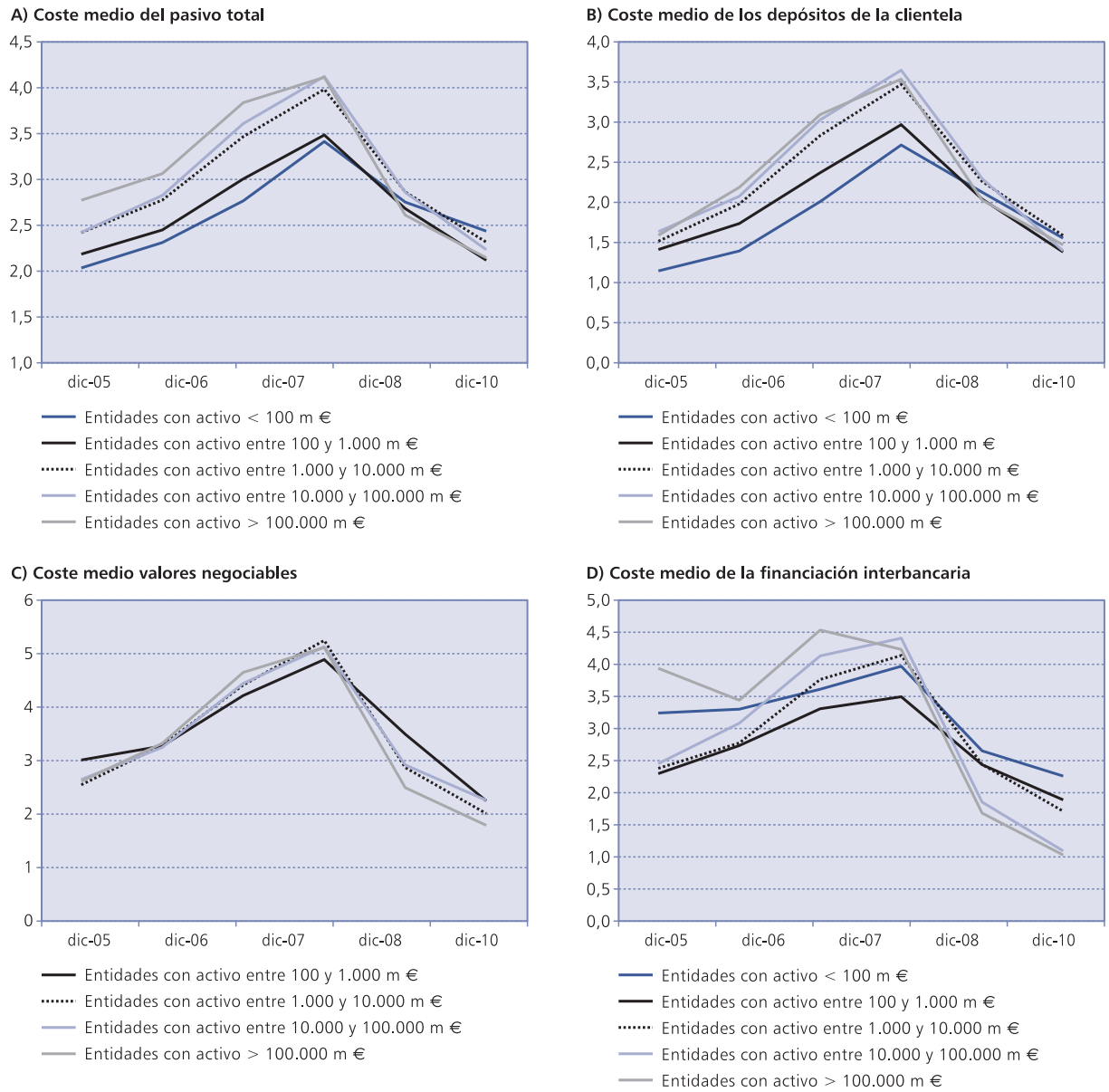


Fuente: BankScope y elaboración propia.

dadosa de la relación entre coste de la financiación y tamaño de las empresas. Si realizamos este estudio para el caso español, los resultados son llamativos. En primer lugar, en el gráfico 5A se observa que antes de la crisis existe una ordenación inversa a la que esperaríamos por el efecto demasiado grande para quebrar. Así, hasta 2008 existe una ordenación casi perfecta en el coste medio del pasivo y el tamaño de la entidad, de tal forma que las pocas entidades españolas que superan los 100.000 millones de euros de activo total tienen el mayor coste medio. Las entidades muy pequeñas, con activo inferior a los 100 millones de euros, cooperativas de crédito en su

GRÁFICO 5

COSTE MEDIO DEL PASIVO FINANCIERO SEGÚN EL TAMAÑO DE LAS ENTIDADES. ENTIDADES DE DEPÓSITO. DATOS INDIVIDUALES. SE EXCLUYEN ALGUNAS OBSERVACIONES CLARAMENTE ATÍPICAS (Porcentaje) MEDIA SIMPLE DE ENTIDADES.



mayoría, tienen un menor coste de la financiación. Los resultados son consistentes en todos los años anteriores a la crisis financiera internacional y para niveles de tipos de interés de referencia muy diferentes. Sin embargo, y ésta es la parte más interesante, una vez entramos en la fase recesiva y en el proceso de restructuración de las cajas de ahorros, las diferencias en el coste medio de la financiación prácticamente se invierten.

Es evidente que estos resultados responden a la evolución del coste medio de cada componente del pasivo bancario y a los pesos relativos de dichos componentes del pasivo entre grupos de entidades. En cualquier caso, no parece que pueda descartarse completamente a priori un impacto de la percepción de los acreedores bancarios respecto al carácter más o menos sistémico de las entidades (9).

Si descomponemos el análisis del gráfico 5A por productos, se observa que se ha producido una convergencia en el coste medio de los depósitos de clientes (gráfico 5B) a favor de las entidades de mayor tamaño, aunque éstas no presentan el menor coste aún. No obstante, en los depósitos a la vista y a plazo las entidades de mayor tamaño siguen pagando más que el resto de entidades. El cambio en la ordenación del coste de la financiación por tamaños de las entidades es más visible en la emisión de valores negociables (empréstitos, pagarés y financiación subordinada), donde las entidades de mayor tamaño consiguen un coste menor en 2010, mientras que en 2007 eran las que pagaban más (gráfico 5C), y sobre todo en la financiación interbancaria, donde los dos últimos años la ordenación por tamaño ha sido consistente (a mayor tamaño menor coste de la financiación, cuando ocurría lo contrario en 2006 y 2007 (gráfico 5D). Es probablemente en los mercados mayoristas (como el de empréstitos y el interbancario) donde se debería apreciar con mayor claridad la potencial existencia de un subsidio implícito a las entidades sistémicas (10). En los depósitos a la vista y a plazo, un número muy elevado de operaciones deben estar cubiertas por el fondo de garantía de depósitos, con lo que el coste de la financiación debería ser más insensible al tamaño de las entidades.

En definitiva, aun con las salvedades que todo análisis de este tipo comporta, parece que existe evidencia, tanto a escala internacional como en el caso español, que no permite rechazar a priori, sin un estudio más detallado, que las entidades de mayor tamaño, sobre todo desde que se agravara la crisis financiera, tienen un coste de financiación menor que sus competidoras de menor tamaño. El análisis realizado aquí no permite atribuir esta ventaja en costes exclusivamente al carácter o a la percepción sistémica que los acreedores puedan tener de estas entidades de mayor tamaño, pero tampoco se puede descartar.

IV. ¿CÓMO IDENTIFICAR ENTIDADES SISTÉMICAS?

Una pregunta fundamental para un regulador que quiere actuar sobre las entidades sistémicas es cómo identificarlas (11). Intuitivamente, parece que un elemento importante en dicha identificación debe ser el tamaño de la entidad. La quiebra de una entidad pequeña afectará probablemente a un número reducido de contrapartes y por un importe limitado. Sin embargo, la quiebra de una entidad con un volumen muy elevado de negocio puede tener un impacto mucho mayor sobre el resto del sistema y, por tanto, dar lugar a riesgo sistémico en la medida en que su insolvencia puede arrastrar a otras entidades y afectar a la confianza sobre el conjunto del sistema. Sin embargo, también parece claro que el tamaño no puede ser el único criterio, ni quizá tampoco el más importante, para identificar a un banco sistémico. No obstante, dada la facilidad con la que se mide esta variable en comparación con otras, siempre se suele utilizar, y a veces como único indicador.

Un elemento adicional en la identificación de una entidad sistémica es su grado de interconexión con otras entidades. Esta interconexión se produce en los mercados de financiación mayorista tales como el interbancario y el mercado de *repos,* pero puede producirse también en los mercados de bonos (garantizados o no) y, por supuesto, en los mercados de derivados, en particular, de crédito. Los grandes bancos internacionales compran y venden protección en estos mercados a otros grandes bancos. Las dificultades de uno de ellos se pueden extender al resto a través de estas relaciones estrechas y voluminosas (12).

Además de las interconexiones entre entidades, está la capacidad para sustituir a algunas de estas entidades en determinados mercados. Una forma de cortar el contagio es sustituir a una entidad por otra como contrapartida de determinadas transacciones. Sin embargo, esto no siempre es posible en mercados opacos, de productos financieros relativamente novedosos y donde unas pocas entidades representan un

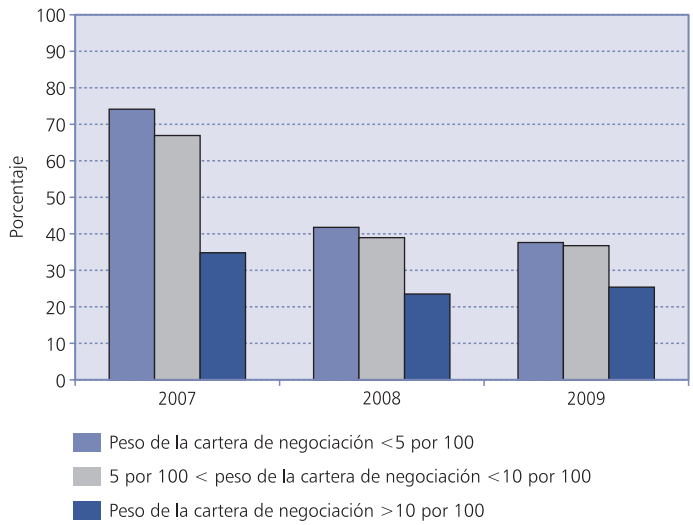
porcentaje muy elevado de las transacciones. De nuevo, los mercados de derivados de crédito son un ejemplo de mercado opaco donde unos pocos operadores, normalmente bancos internacionales muy grandes y complejos, realizan transacciones de productos a veces muy complejos y que se expanden rápidamente. La mayor o menor sustituibilidad tiene que ver también con la participación, por ejemplo, en determinados servicios bancarios. No es lo mismo que quiebre una entidad que provee un conjunto amplio de servicios financieros o que lo haga una entidad especializada, por ejemplo, en servicios de pagos o de custodia de valores.

Otro elemento a tener en cuenta explícitamente en la identificación de entidades sistémicas es su complejidad. No parece que vaya a tener las mismas consecuencias sistémicas la quiebra de una entidad compleja, con presencia en numerosas jurisdicciones y con una estructura societaria muy interpenetrada que la de un banco grande, pero estructurado en torno a filiales que operan en países de forma autónoma, tanto en términos de capital como de liquidez. Aunque nunca es una decisión fácil cerrar una filial en un país, en caso de necesidad un grupo bancario con una estructura de filiales puede aislar del resto de la entidad los problemas en un país de su filial allí. Si la presencia es a través de sucursales, es decir, entidades que jurídicamente siguen perteneciendo al país de origen de la entidad, la protección frente a las dificultades en un país es más difícil de instrumentar sin recurrir al *ring fencing* (protección de los activos de la matriz ante reclamaciones provenientes de la sucursal en dificultades que opera en un país distinto del de la matriz).

La complejidad puede entenderse también en función del tipo de negocio desarrollado. La banca de inversión es un tipo de negocio bancario más arriesgado, más complejo, más volátil, opaco en no pocas ocasiones y muy interrelacionado, con conexiones entre entidades con modelos de negocio similares a través de mercados mayoristas, de un tamaño muy grande. La crisis ha mostrado que este tipo de negocio tiene una mayor probabilidad de quiebra, sin que haya ido acompañado de mayores niveles de capital. De forma consistente, a lo largo de los últimos años, el *z-score* (una medida de la fortaleza en recursos propios y beneficios de una entidad que tiene en cuenta el riesgo de la entidad) de los grandes bancos (más de 25.000 millones de dólares de activo) es sustancialmente mayor (menos probabilidad de quiebra) para aquellos bancos con un porcentaje de activos en la cartera de negociación elevado (más del 10 por 100). La mayor volatilidad del negocio (el mayor riesgo) explica en buena medida el resultado anterior (gráfico 6) (13).

Las entidades sistémicas lo pueden ser a escala nacional pero también a escala internacional. En este último caso, se suele hablar de *G-SIFIs,* o entidades sistémicas globales. El riesgo sistémico en este caso se ve acrecentado por la existencia de conexiones entre bancos internacionales grandes y complejos. La medida de globalidad no puede ser sólo el tamaño o la composición de los activos internacionales de la entidad, sino que debe incluir también la composición y el peso de su pasivo captado internacionalmente. La quiebra de una entidad puede generar contagio a través de los valores que dicha entidad ha emitido en los merca-

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DEL *Z-SCORE.* BANCOS DE MÁS DE 25.000 MILLONES DE DÓLARES DE ACTIVO TOTAL



Nota: A nivel de entidad, el *z-score* se define como la ratio media de solvencia de la entidad (recursos propios sobre activo) más la rentabilidad media del activo (ROA), ambas en los últimos cinco años, entre la volatilidad de dicha ROA en el mismo período. En el gráfico se representan las medias simples del *z-score* individual para todas las entidades de la muestra en cada fecha.
Fuente: BankScope y elaboración propia.

dos internacionales para financiarse (vía bonos, pagarés, titulizaciones, etc.), y que, a su vez, serán el activo de otras entidades o instituciones.

Como se ha mencionado en la introducción, algunas entidades pueden llegar a ser sistémicas porque no sea posible rescatarlas (*too big to save)*. No es evidente que haya un tamaño óptimo del sistema financiero (o de una entidad concreta) y, sobre todo, no es fácil saber dónde se encuentra dicho tamaño óptimo. Podría ocurrir que una entidad sea tan compleja e interconectada que su quiebra genere potencialmente un elevado contagio. En estas circunstancias, puede ser necesario rescatarla. Sin embargo, el tamaño de la entidad puede ser tal que el supervisor local no pueda movilizar fondos suficientes para proceder a dicho rescate. Estamos en presencia de una entidad demasiado grande para ser rescatada.

Normalmente, se mide la importancia de un sistema financiero respecto a la economía de un país mediante la ratio del activo total del sistema financiero sobre el producto interior bruto. Esta medida tiene poco sentido cuando se estudian entidades sistémicas concretas, porque es muy poco informativa. Parece más útil una medida que vincule directamente las necesidades de fondos a inyectar en la entidad para evitar su quiebra (capital necesario para que siga en funcionamiento) con las disponibilidades de recursos públicos para proceder a dicha operación de salvamento. Esta medida tiene la ventaja adicional de que permite poner de manifiesto la viabilidad efectiva de la medida de rescate, y su coste de oportunidad, de una forma más transparente. Así, es posible medir cuánto costaría recapitalizar a las mayores entidades de un país en términos del volumen total de impuestos recaudados por dicho país en un año, o incluso por tipología impositiva. Esta ratio sencilla da una idea de la viabilidad económica y política del rescate y, por tanto, del grado de sistemicidad que puede tener la entidad, lo que puede constituir un punto de referencia para establecer la necesidad, o no, de la adopción de normativa regulatoria adicional sobre la entidad en cuestión.

La determinación de qué entidades son sistémicas no es fácil. Se ha publicado recientemente un documento consultivo (BCBS, 2011) donde se presenta una metodología para la identificación de *G-SIFIs,* o entidades sistémicas globales. Tamaño, interconexiones, falta de sustituibilidad, complejidad y actividad transnacional son variables claves de dicha determinación. Una vez identificadas las entidades sistémicas, es posible plantearse tomar medidas regulatorias/supervisoras.

V. ¿QUÉ HACER CON LAS ENTIDADES SISTÉMICAS?

La respuesta a esta pregunta no es independiente del análisis realizado en los apartados anteriores. Si se considera que una entidad es demasiado grande para ser rescatada, es posible que se desee reducir su tamaño. Si se considera que las entidades sistémicas tienen una ventaja en los costes de financiación, es posible que se desee neutralizar dicha ventaja exigiendo fuentes de financiación más caras (recursos propios). Pero también es posible que se desee minimizar la utilización de recursos de los contribuyentes para rescatar bancos privados muy grandes y complejos. Para ello, se puede implicar a algunos acreedores (aquellos con mayor capacidad para ejercer disciplina) en el proceso de reestructuración de la entidad, mediante una quita de una parte de la deuda. Dado que la crisis financiera internacional que se inició en 2007 nos ha mostrado cómo acaban solucionándose los problemas de las entidades sistémicas, es posible que haya reguladores y/o políticos que quieran imponer un impuesto *ex ante* a estas entidades que permita construir un fondo para evitar la siguiente oleada de crisis bancarias a cargo del contribuyente. Dichos fondos pueden recaudarse también con finalidad *ex post*, para resarcir a los contribuyentes de los costes incurridos en el último rescate. Es evidente que cada una de estas propuestas tiene muy diferentes implicaciones en términos de eficiencia, y también de equidad, y que los incentivos que ponen en marcha pueden tener implicaciones muy diversas de estabilidad financiera. El objetivo de este apartado es repasar someramente los argumentos a favor de algunas de estas medidas potenciales para enfrentar el riesgo sistémico de sección cruzada.

En primer lugar, puede pensarse que la forma de evitar tener entidades sistémicas es limitando su tamaño, su estructura y el alcance de sus actividades. La idea que subyace a esta aproximación es que si una entidad es demasiado grande (y/o compleja para ser rescatada) para quebrar es que, simplemente, es demasiado grande (y/o compleja). Se postula la separación entre banca de inversión y banca minorista, la primera más arriesgada que la segunda, estando ésta destinada a satisfacer las necesidades básicas de intermediación financiera de familias, empresas y gobiernos.

La separación entre ambas actividades, suponiendo que sea factible, es, por así decirlo, una vuelta a la regulación estadounidense de separación de ambos tipos de negocios decretada mediante la denominada Glass-Steagal Act de 1933, justo después de la gran depresión y la quiebra de una parte sustancial del sistema bancario estadounidense. Los desarrollos normativos recientes en EE.UU., a través de lo que se conoce como la *Volker's rule,* son mucho menos ambiciosos, puesto que sólo prohíben la actividad por cuenta propia de los bancos en determinadas operaciones, sin llegar a prohibir cualquier tipo de conexión bancaria con los fondos de alto riesgo (*hedge funds*) e intermediarios similares. La separación de ambos tipos de negocio reduciría significativamente el tamaño de algunos bancos universales con un importante negocio de banca de inversión.

No es evidente que esta medida se acabe aplicando en algún país porque, por ejemplo, la comisión británica que estudia esta cuestión (Independent Commission on Banking, 2011) ha emitido un informe intermedio en el cual las propuestas de separación radical están matizadas, probablemente porque la industria bancaria británica ha puesto de manifiesto la desventaja competitiva que para ellos significaría este nuevo paradigma regulatorio. No obstante, no existe demasiada evidencia empírica que justifique las sinergias entre banca minorista y de inversión. Una de las propuestas que considera la mencionada comisión es proteger (*ring fence*) el negocio de banca minorista de una entidad (prestación de servicios bancarios básicos) del negocio mayorista que dicha entidad puede estar desarrollando también. No sabemos aún cuál va a ser el desenlace final de esta discusión en un país, Reino Unido, que ha sufrido de forma muy directa la crisis financiera internacional, y donde algunos de sus mayores bancos tuvieron que ser nacionalizados parcialmente para evitar su quiebra. Como ya se ha señalado anteriormente, tampoco resulta fácil señalar cuál es el tamaño máximo que puede alcanzar una entidad bancaria o financiera.

Otro grupo de medidas regulatorias/supervisoras se dirigiría a disminuir la probabilidad de quiebra de una entidad sistémica mediante la petición de requerimientos adicionales o especiales para estas entidades. Se trata de medidas microprudenciales aplicadas con un objetivo de carácter macroprudencial, porque se destinarían a las entidades sistémicas exclusivamente. De forma complementaria, otro grupo de medidas busca disminuir la pérdida en caso de impago de estas entidades, facilitando su recuperación en caso de problemas, o su liquidación ordenada si dichos problemas son insalvables. En definitiva, se trata de minimizar las pérdidas esperadas que estas entidades puedan causar en caso de quiebra.

Entre las medidas propuestas, destaca en primer lugar la intensificación de las labores supervisoras en estas entidades sistémicas. La idea es vigilar mucho más estrechamente a las entidades sistémicas que al resto, precisamente por las mayores externalidades negativas que generan. Dicha mayor vigilancia puede realizarse, por ejemplo, a través de un mayor número e intensidad de visitas *in situ* y de inspecciones de las fuentes de riesgo de las entidades sistémicas, sus mecanismos de control de dichos riesgos, sus incentivos y la implicación de los accionistas y bonistas de mayor tamaño en el proceso de control de los riesgos de la entidad.

En segundo lugar, se trataría de exigir niveles de recursos propios mayores para las entidades sistémicas. A esto se podrían añadir requerimientos de liquidez también mayores. Los requisitos de recursos propios más exigentes sirven para disminuir tanto la probabilidad de impago de una de estas entidades como su impacto en los acreedores una vez que haya quebrado y hubiera que proceder a su liquidación. Se pide además que dichos recursos propios tengan verdadera capacidad de absorción de pérdidas, es decir, que sean en términos de capital y reservas de la entidad. El aumento de los requerimientos mínimos de capital para entidades sistémicas ha sido fuertemente rechazado por la industria bancaria y sus grupos de presión (IIF, 2011). Por otro lado, las posiciones de algunos académicos se sitúan en el extremo opuesto (14). Entre los argumentos expuestos en general contra el aumento de recursos propios está el encarecimiento del coste de la financiación y su traslado al activo, lo que encarecería la financiación a empresas y familias. Un ejemplo numérico sencillo pone de manifiesto que los argumentos de la industria son muy débiles también en este punto (15).

La solución de reforzar el capital de las entidades parece difícil de batir. En primer lugar, porque contribuye a disminuir la probabilidad de quiebra del banco. Si además los requerimientos tienen en cuenta que existen diferentes grados de entidades sistémicas y se ajustan proporcionalmente a ellos, la protección parece todavía mejor: cuanto más sistémica la entidad, más requisitos de capital se exi-

gen. Además, más capital debería contribuir a alinear mejor los incentivos de los accionistas con los supervisores. A medida que aumenta el compromiso del accionista, sus incentivos a controlar el riesgo también crecen. En caso de quiebra final de la entidad, un nivel mayor de capital protege al resto de acreedores, lo que debería reducir la repercusión sistémica de dicha quiebra. Por añadidura, el recargo de capital contribuye a neutralizar la ventaja competitiva que pueden tener las entidades sistémicas al financiarse a un coste menor, precisamente por su carácter o percepción de ser sistémicas. Por otro lado, el recargo de capital parece mejor que otras soluciones impositivas (*ex ante* o *ex post*), porque lo recaudado con éstas no está a disposición de la entidad para hacer frente a *shocks* inesperados y, por lo tanto, se protege peor la solvencia de la entidad. Los recargos de liquidez también parecen una solución peor que los de capital, porque no es inmediata la relación entre ratios de liquidez e impacto esperado de las dificultades de una entidad sistémica.

Una parte del potencial requerimiento de capital adicional para las entidades sistémicas podría cubrirse con instrumentos híbridos, aunque éste es un tema fuertemente debatido entre reguladores bancarios a escala internacional. Así, el regulador suizo quiere tener un nivel muy elevado de ratio de solvencia, aunque no le importa que una parte importante de dicho requerimiento se cubra con capital contingente —*coco´s* en la jerga regulatoria (véase FINMA, 2010). Se trata en este caso de bonos adquiridos por terceros distintos de los accionistas de la entidad, que, en caso de deterioro de la solvencia de la entidad, se convierten en capital. El problema con el capital contingente es que, sobre el papel, da la impresión de que puede funcionar muy bien. Sin embargo, en la realidad no es evidente cómo va a comportarse. Por ejemplo, cuando se acerca el nivel de capital del banco al punto de referencia para la conversión de estos instrumentos es posible que los accionistas corrientes reaccionen de forma diferente a como lo harían si no hay *coco´s*. Esta reacción puede debilitar adicionalmente a la entidad, empeorando su situación y acelerando su deterioro. En general, los instrumentos híbridos que poblaban el capital regulatorio de numerosas entidades que han tenido problemas durante la crisis no parece que hayan servido para prevenir las dificultades de dichas entidades. El capital contingente corre el riesgo de experimentar el mismo proceso.

Además del reforzamiento de la normativa prudencial, la existencia de un plan de recuperación y, en su caso, de liquidación ordenada de la entidad creíble y factible puede ser una forma adicional de solucionar el problema de las entidades sistémicas. Es lo que se conoce popularmente como los *living wills* o, más formalmente, como los *recovery and resolution plans*. La idea es tener preparado un plan de contingencia mediante el cual, si aparece un problema en la entidad sistémica, se pueda neutralizar o gestionar adecuadamente. Por ejemplo, si una entidad sistémica, diversificada internacionalmente, con filiales en numerosos países, llegara a tener un problema de solvencia en un país, se trataría de tener preparado un manual de procedimiento para aislar el problema del resto de la entidad, minimizando su impacto en el conjunto de la entidad. Obviamente, la estructura organizativa de la entidad es muy importante para facilitar la resolución de estos problemas. Así, a priori parece mucho más fácil resolver una entidad organizada a través de filiales autónomas financieramente que otra entidad organizada mediante sucursales, sin autonomía financiera y con centralización de todo tipo de decisiones —sobre liquidez, solvencia, control de riesgo, etcétera (véase Fiechter *et al.,* 2011).

Finalmente, cargar una parte del coste de resolución de una entidad a una parte de los acreedores a través de lo que se conoce como *bail-in-able debt* tiene su lógica desde el punto de vista de la protección del contribuyente, pero abre aspectos complejos de difícil solución. Por ejemplo, ¿qué deuda estaría sujeta a quita?: ¿todos los recursos ajenos no cubiertos por el fondo de garantía de depósitos o sólo determinados instrumentos con una cláusula especial?, ¿cómo se comportarían los poseedores de estos instrumentos si se percibe que la entidad se aproxima a su utilización?, ¿cómo se determina dicha utilización? Son numerosas e importantes preguntas que ponen de manifiesto la incertidumbre a la que pueden enfrentarse los poseedores de esta deuda en un momento en el que a la entidad no le conviene que existan dudas por parte de de sus acreedores, lo que iría en detrimento de su capacidad de renovar la financiación en los mercados mayoristas, agravando sus problemas.

En definitiva, los límites cuantitativos al tamaño o al tipo de negocio no parecen fáciles de implementar ni que exista demasiado consenso internacional para perseguir esa línea de trabajo. El reforzamiento de la intensidad supervisora parece de sentido co-

mún, aunque es de esperar que se haya producido en la mayor parte de países. El aumento de los recursos propios, en particular si son de la máxima calidad, parece la solución a un número importante de cuestiones que plantean las entidades sistémicas (disminuye la probabilidad de quiebra, así como su impacto en caso de materializarse) y, además, proporciona los incentivos adecuados para corregir el *moral hazard* en el que pueden incurrir estas entidades, dada la existencia de problemas de agencia entre accionistas y gestores, y contribuye a limitar la ventaja competitiva de la que pueden disfrutar estas entidades por el lado del coste del pasivo, sin que aparentemente aumente significativamente el coste de la financiación otorgada por estas entidades a empresas y familias. Las mejoras en el régimen de resolución de entidades sistémicas, ya sea formalmente a través de regímenes legales de liquidación de entidades, ya a través de planes, o manuales de cierre o liquidación ordenada, también son instrumentos que permiten complementar a los mayores requisitos de capital. En cualquier caso, no hay nada que sustituya completamente a una gestión prudente de los riesgos por parte de las entidades sistémicas, lo cual está relacionado con el gobierno corporativo de estas entidades y con su necesidad de supervisar y controlar los riesgos, así como los incentivos que tengan los gestores, en todos los niveles de la entidad.

Recientemente, el Comité de Basilea (BCBS, 2011) ha concretado todas estas discusiones de instrumentos potenciales para acotar el riesgo de las entidades globalmente sistémicas en un documento consultivo. En él se establece, en primer lugar, una metodología para identificar a los bancos sistémicamente importantes a escala global. Existen cinco grupos de variables, equiproporcionales, que a su vez, aunque no en todos los casos, utilizan varios indicadores, también equiproporcionales. Así, los bancos globalmente sistémicos se identificarían teniendo en cuenta su exposición internacional, tanto por el lado del activo como del pasivo, su tamaño, su interconexión, la facilidad con que pueden ser sustituidos y su complejidad. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea reconoce que el tamaño es relevante, pero no es la única variable explicativa del riesgo sistémico originado por una entidad. Una vez identificadas y ordenadas las entidades sistémicas con una metodología común, se les exigiría un recargo de capital proporcional a su grado de sistemicidad. Se propone que dicho recargo oscile entre el 1 por 100 y el 2,5 por 100 en cuatro grupos de entidades, con un recargo adicional del 3,5 por 100 para un último grupo que, en estos momentos, estaría vacío. La idea es generar un desincentivo, en términos de recargo de capital adicional, a que las entidades sigan aumentando su importancia sistémica y acaben entrando en el grupo del recargo máximo previsto. El capital adicional para los bancos sistémicos debería ser de la máxima calidad, no permitiéndose la utilización de instrumentos híbridos o convertibles. Por lo tanto, el Comité de Basilea ha optado en este documento consultivo por aumentar los requisitos de capital de las entidades sistémicas de forma progresiva y exigente en términos de calidad (16).

VI. CONCLUSIONES

En este trabajo, se han analizado las preocupaciones que suscitan las entidades sistémicas desde un punto de vista macroprudencial, las repercusiones que su existencia tiene para los sistemas financieros y cómo identificarlas en la práctica, y finalmente se han discutido las diferentes opciones que existen para regularlas específicamente. No se pretende cerrar el debate sobre estas cuestiones, debate, por otro lado, muy intenso, y en el que participan los políticos (G20), los reguladores (BCBS), los académicos y las propias entidades y las asociaciones que las representan, sino, al contrario, abrirlo todo lo posible para estar seguros de que se han tenido en cuenta todos los elementos relevantes para la solución de un problema, el de las entidades *too big to fail* (o *too complex to fail* o *too big to save*), que es fundamental para la disminución del riesgo sistémico.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este trabajo son de mi exclusiva responsabilidad, y no son representativas de las del Banco de España o del Eurosistema. Quiero agradecer la ayuda de S. Ruano y J. Cebrián en la elaboración de los gráficos de este trabajo, así como los comentarios detallados de C. Trucharte. Cualquier error que subsista es de mi entera responsabilidad.

(1) Una explicación del enfoque macroprudencial y una revisión de la literatura puede verse en HANSON, KASHYAP y STEIN (2011) y en GALATTI y MOESSNER (2011).

(2) La definición de riesgo sistémico no es fácil tampoco. Véase, por ejemplo, la amplia discusión en DE BANDT y HARTMANN (2000), donde se revisa la literatura teórica y empírica al respecto centrándose en la noción de contagio entre entidades y mercados. TRICHAT (2009) lo define como la amenaza de que el sistema financiero se colapse y provoque daños masivos en la economía real. En general, existe un creciente consenso en definir el riesgo sistémico como la posibilidad de que ocurra un evento que interrumpa el funcionamiento normal del sistema financiero, con consecuencias adversas para la economía real.

(3) Un análisis de la importancia sistémica de las entidades financieras puede verse en LÓPEZ *et al.* (2010) y ZHOU (2010), así como en las referencias incluidas en ambos trabajos.

(4) Un análisis detallado del funcionamiento de estas provisiones y de su impacto efectivo puede verse en SAURINA (2009a y b). La transparencia se contrasta detalladamente en PÉREZ, SALAS y SAURINA (2010).

(5) JIMÉNEZ *et al.* (2011) muestran la conexión existente entre la política monetaria, la oferta de crédito bancario y la posición de solvencia y de liquidez de los bancos individuales.

(6) Al parecer, la primera vez que se utilizó el término *too big to fail* fue en relación con el rescate del banco estadounidense Continental Illinois, en mayo de 1984. Se trataba entonces del séptimo banco estadounidense por tamaño, con depósitos elevados de muchos bancos más pequeños del Medio Oeste. Se rescató a los depositantes y también a los accionistas y bonistas (MORGAN y STIROH, 2005).

(7) Un ejemplo de esto es la adquisición por parte de JP Morgan del banco de inversión estadounidense Bear Stearns con un esquema de protección de activos otorgado por la Reserva Federal, en lo que más periodísticamente se conoce como *a Jamie deal* (ROSS SORKIN, 2010).

(8) Un ejemplo paradigmático es el caso islandés, donde los votantes se resisten a indemnizar a los depositantes extranjeros de los bancos islandeses quebrados.

(9) Los datos del gráfico 5A son medias simples de las entidades que componen cada grupo. Los resultados utilizando medias ponderadas son muy similares, tanto en términos cuantitativos como cualitativos.

(10) HALDANE (2010) se centra precisamente en dichos mercados mayoristas. Cuando el análisis se hace en términos de medias ponderadas, de nuevo los resultados son bastante parecidos.

(11) Una discusión cuidadosa de esta cuestión puede verse en IMF/BIS/FSB (2009) donde se concluye que hay tres factores clave para identificar la importancia sistémica de entidades financieras y/o mercados: tamaño, posibilidad de sustitución e interconexiones.

(12) DUFFIE (2010) explica cómo es el proceso de deterioro que lleva a la quiebra o a la necesidad de intervención de los bancos de inversión o de los bancos donde esta actividad tiene un peso muy elevado.

(13) Es evidente que el tamaño de la cartera de negociación es una aproximación burda al negocio de banca de inversión de una entidad, pero es una de las pocas aproximaciones que pueden realizarse con los datos de BankScope. Una separación más fina de entidades produciría probablemente unos resultados más claros que los que aparecen en el gráfico 6.

(14) Una oposición frontal, y muy bien fundamentada, a los argumentos de la industria aparece en HELLWIG (2010) y en ADMATI *et al.* (2010).

(15) Véase, SAURINA (2009), resumido aquí por conveniencia. Supongamos un banco con un 5 por 100 de capital y un 95 por 100 de deuda, siendo el coste del capital de un 8 por 100 y el coste medio de la deuda en torno al 3 por 100. El coste medio del conjunto de fondos captado por el banco es el 3,25 por 100. Si suponemos que aplica un margen del 2 por 100 sobre dicho coste para cubrir el riesgo de crédito y los costes de estructura, y para obtener una rentabilidad normal para el capital invertido, tenemos un coste del crédito bancario para el prestatario del 5,25 por 100. Si el nivel de recursos propios aumentara al 10 por 100, bajando la deuda al 90 por 100, y manteniendo el coste de ambos elementos, supuesto extremo porque ambos costes deberían reducirse al disminuir el riesgo de quiebra del banco, así como el margen aplicado, el coste medio del crédito bancario para los prestatarios pasaría a ser del 5,5 por 100, una magnitud que parece que no debería tener efectos demasiado importantes en la demanda de crédito y que, en cualquier caso, es una cota superior.

(16) Nótese que, en un caso extremo, con una entidad sistémica en el tramo actualmente vacío, y suponiendo que deba cumplir con todos los otros requisitos en su nivel máximo (incluyendo el colchón de capital contracíclico), podría llegar a un nivel mínimo de capital de la máxima calidad del 13 por 100 (4,5 por 100 mínimo, más 2,5 por 100 del colchón de conservación, otro 2,5 por 100 del colchón contracíclico y, finalmente, un 3,5 por 100 por el máximo grado de sistemicidad.

BIBLIOGRAFÍA

ADMATI, A.; P. DEMARZO; M. HELLWIG, y P. PLEIDERER (2010), «Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is not expensive». *Standford GSB Research Paper n.º 2063.*

BAIR, Sheila C. (2011), «We must resolve to end too big to fail», Remarks before the *47th Annual Conference on Bank Structure and Competition,* sponsored by the Federal Reserve Bank of Chicago, mayo.

BAKER, D., y MCARTHUR, T. (2009), *The Value of the «Too Big to Fail» Bank Subsidy,* Center for Economic and Policy Research.

BCBS (2011), «Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement», *Consultative Document,* julio.

BORIO, Claudio (2003), «Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?», *BIS Working Paper 128.*

DE BANDT, O., y HARTMANN, P. (2000), «Systemic risk: a survey», European Central Bank, *Working Paper n.º 35.*

DUFFIE, Darrell (2010), *How Big Banks Fail and What to Do About It,* Princeton University Press.

FIECHTER, J.; ÖTKER-ROBE, I.; ILYINA, A.; HSU, M.; SANTOS, A., y SURTI, J. (2011), «Subsidiaries or brances: Does one size fit all?», International Monetary Fund, *SDN/11/04,* marzo.

FINMA (2010), *Addressing «Too Big to Fail». The Swiss SIFI Policy,* octubre.

FSB (2010), «Reduding the moral hazard posed by systemically important financial institutions», *FSB Recommendations and Time Lines,* octubre.

GALATTI, G., y R. MOESSNER (2011), «Macroprudential policy-a literature review», *BIS Working Paper 337.*

HALDANE, A. G. (2010), «The $100 billion question», *Speech to Institute of Regulation and Risk,* Hong Kong, marzo.

HANSON, S.; KASHYAP, A., y STEIN, J. C. (2011), «A macroprudential approach to financial regulation», *Journal of Economic Perspectives,* vol. 25, n.º 1, Invierno: 3-28.

HELLWIG, M. (2010), «Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual?», *Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods,* Bonn 2010/31.

IIF (2011), *SIFI Surcharges: Fundamental Issues and Empirical Estimates.*

IMF/BIS/FSB (2009), «Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: Initial considerations», Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, octubre.

INDEPENDENT COMMISSION ON BANKING (2011), *Interim Report. Consultation on Reform Options,* abril.

JIMÉNEZ, G.; S. ONGENA; J. L. PEYDRÓ, y J. SAURINA (2011), «Credit supply and monetary policy: Identifying the bank balance-sheet channel with loan applications», de próxima publicación en *American Economic Review*.

JIMÉNEZ, G., y J. SAURINA (2006), «Credit cycles, credit risk, and prudential regulation,» *International Journal of Central Banking*, 2: 65-98.

LÓPEZ, G.; A. MORENO; F. PÉREZ DE GRACIA; A. RUBIA, y L. VALDERRAMA (2010), «Measuring international systemic rysk. An application of CoVaR to the global banking industry», Center for Banking Studies (CBS), Universidad de Navarra, *Working Paper 01,* septiembre.

MORGAN, D., y STIROH, K. J. (2005), «Too big to fail after all these years», *Federal Reserve Bank of New York,* n.º 220, septiembre.

PÉREZ, D; V. SALAS, y J. SAURINA (2010), «Do dynamic provisions reduce income smoothing using loan loss provisions?», *Moneda y Crédito*, 230: 167-197.

REPULLO, R., y J. SAURINA (2011), «The countercyclical capital buffer of Basel III. A critical assessment», mimeo.

REPULLO, R.; J. SAURINA, y C. TRUCHARTE (2010), «Mitigating the pro-cyclicality of Basel II», *Economic Policy*, 64: 659-702.

ROSS SORKIN, A. (2010), *Too Big to Fail,* Penguin Books.

SAURINA, J. (2009), «Reflexiones sobre regulación bancaria a raíz de la crisis financiera internacional», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, 122: 193-205.

— (2009a), «Dynamic provisioning. The experience of Spain», *Crisis Response. Public Policy for the Private Sector,* Note n.º 7, The World Bank.

— (2009b), «Loan loss provisions in Spain. A working macroprudential tool», *Estabilidad Financiera,* n.º 17, Banco de España: 11-26.

TRICHAT, J. C. (2009), «Systemic Risk», *Clare Distinguished Lecture in Economics and Public Policy,* Clare College, University of Cambridge, 10 de diciembre.

UEDA, K., y DI MAURO, B. W. (2010), «The value of the too-big-to fail subsidy to financial institutions», en *Financial in Financial sector taxation: the IMF's report to the G-20 and background material,* CLAESSENS, S.; KEEN, M., y PAZARBASIOGLU, C. (eds.), septiembre.

ZHOU, Chen (2010), «Are banks too big to fail? Measuring systemic importance of financial institutions», *International Journal of Central Banking,* vol. 6, n.º 4, diciembre: 205-250.

CRISIS DE LA DEUDA EUROPEA: ¿CRISIS DE EMERGENTES O DE SUMERGIDOS?

José Carlos DÍEZ

Intermoney y Universidad de Alcalá

Resumen

En este trabajo se analiza la actual crisis financiera con el objetivo de plantear una propuesta para solucionarla. Para ello, se revisa la literatura de las crisis de deuda de la historia con el fin de extraer el marco conceptual necesario para analizar la crisis europea. En los países desarrollados no hay referentes de este tipo de crisis que tengan esta magnitud y este carácter sistémico y global, por lo que se ha elegido la crisis de deuda de países emergentes en los años ochenta como principal referencia para extraer conclusiones prácticas de las causas de la crisis, de su gestión y de su resolución.

Palabras clave: crisis de la deuda, restricción de crédito, deflación, Eurozona, Grecia.

Abstract

In this paper we analyze the current financial crisis in order to make a proposal for settlement. To do this, we will revise the literature of the debt crisis in history in order to extract the necessary conceptual framework for analyzing the European crisis. In developed countries there are no benchmarks for this type of crisis with this magnitude and global and systemic nature. So the debt crisis in emerging countries in the eighties has been chosen as the main reference to draw practical conclusions on the causes, management and resolution of the crisis.

Key words: debt crisis, credit crunch, deflation, Eurozone, Greece.

JEL classification: G00, H63.

Al final de cada siete años, deberás cancelar tus deudas… el séptimo año está al llegar. Del extranjero demandarás el reintegro: mas lo que tu hermano hebreo tuviere tuyo, lo perdonará tu mano. Deuteronomio 15:1-9

I. INTRODUCCIÓN

EN este trabajo se analizará la actual crisis financiera con el objetivo de plantear una propuesta para solucionarla. Para ello, se hará una revisión a la literatura de las crisis de deuda de la historia con el fin de extraer el marco conceptual necesario para analizar la crisis europea. En los países desarrollados no hay referentes de este tipo de crisis que tengan esta magnitud y este carácter sistémico y global, por lo que se ha elegido la crisis de deuda de países emergentes en los años ochenta como principal referencia para extraer conclusiones prácticas de las causas de la crisis, de su gestión y de su resolución.

En el apartado II se realiza una revisión de la literatura con el fin de establecer unos hechos estilizados de esta tipología de crisis. En el apartado III se estudia la crisis de la deuda en los países emergentes que comenzó en 1982, y llevó a lo que se denominó «una década perdida de crecimiento». Se estudia el origen y las causas de la crisis, la dinámica de ajuste y resolución, y finalmente se extraen las principales lecciones para la crisis de la deuda europea. En el apartado IV se analiza la crisis de la deuda europea y sus causas particulares, al tratarse de una unión monetaria en un área no óptima y con falta de desarrollo institucional. Se hace una mención especial a la crisis griega y al efecto contagio de ésta sobre otras economías del área. En el apartado V se realiza una propuesta con medidas concretas para la resolución de la crisis. La crisis está en plan dinámica caótica y es aventurado sacar conclusiones sobre ella antes de conocer su resolución. No obstante, la urgencia de medidas para resolverla y la ausencia de evidencia empírica en la que basar los análisis obligan a este ejercicio. Para finalizar, en el apartado VI se resumen las principales conclusiones del trabajo.

II. GRANDES DEPRESIONES Y CRISIS DE DEUDA: HECHOS ESTILIZADOS

Irving Fisher compaginaba su cátedra en la Universidad de Yale con una empresa que se dedicaba al asesoramiento de inversiones. Unos días antes del 29 de Octubre de 1929, conocido como el Lunes Negro en Wall Street, publicó un informe en el que justificaba que la Bolsa estaba bien valorada por fundamentales. Al año siguiente, el índice Dow Jones había caído un 10 por 100, y Fischer consideró

que la Bolsa estaba barata e invirtió todo su patrimonio y el de su familia política. En los dos años siguientes la Bolsa cayó un 65 por 100 adicional y Fischer se arruinó. En Fisher (1933) reconoce su error y publica el estudio seminal de la teoría de la deflación de deuda y las grandes depresiones. Posteriormente, Torrero (2006) y Reinhart y Rogoff (2011) han profundizado en su tesis.

Hechos estilizados de las crisis de deuda

1) *Sobreendeudamiento*. Las crisis de deuda vienen siempre precedidas por periodos de exuberancia irracional (Shiller, 2003) en los que hay expectativas de que los precios de los activos seguirán subiendo indefinidamente, y el efecto riqueza es, por lo tanto, percibido como permanente, lo que favorece un aumento intenso del endeudamiento. En la gran recesión que comenzó en 2008 también se cumple esta regla. Estas expectativas suelen ir asociadas a mejoras tecnológicas y eventos que al principio justifican el crecimiento de los activos. Pero, en determinado momento, se activa el multiplicador financiero (Bernanke, 2007), y el sistema financiero acaba generando expectativas autorrealizables sustentadas por una burbuja de crédito. Minsky (1992), en su hipótesis de inestabilidad financiera, explica los incentivos del sistema financiero para provocar las crisis de crédito, y no es casual que el sobreendeudamiento suela coincidir con procesos de desregulación financiera.

2) *Deflación de activos*. En algún momento la situación se convierte en insostenible y cualquier evento activa la deflación de deuda. La dinámica es caótica, determinista, pero cuando se activa el atractor, el caos pasa a ser no determinista. Dentro de una dinámica no determinista existe un orden, como nos enseñó Albert Einstein, pero el ser humano no es capaz de descifrarlo con las herramientas matemáticas de las que disponemos. No sabemos, cuándo se va a producir, cuál será el evento que lo provoque, cuál será la trayectoria que siga tras el evento y cuándo retornará a una senda de caos determinista en la que recobre cierta estabilidad y regularidad en su comportamiento. Hay también un hecho sociológico que se repite regularmente en las crisis de deuda. Antes del evento, siempre hay argumentos para justificar el caos, y todo el mundo afirma reconocer los desequilibrios y el sobreendeudamiento que causaron la crisis.

Cuando se activa la deflación de deuda y los precios de los activos comienzan a caer, el balance de las familias, las empresas o las instituciones financieras empieza a desequilibrarse. La deuda es nominal y normalmente mediante préstamo o emisiones de bonos; por lo tanto, es fija. Sin embargo, el activo del balance empieza a mermar y en el pasivo disminuye el capital. En este escenario, los agentes que financiaron la mayor parte de la compra del activo con deuda ven cómo su capital desaparece rápidamente, y enseguida entran en situación de quiebra y aumenta el riesgo de que incumplan sus compromisos de deuda. Por está razón, a este tipo de crisis se las ha denominado crisis de balance (Koo, 2008)

El caso de países y crisis de deuda soberana, que es el que vamos a analizar aquí, es particular y mucho más complejo. En primer lugar, no hay una ley internacional de quiebras de países, por lo que ningún juez lo puede confirmar, ni hay procedimientos jurídicos para gestionarla, lo cual complica en exceso su resolución. Desde su creación en 1944, el Fondo Monetario Internacional (FMI) actúa como mediador, y aunque sus actuaciones han sido muy criticadas, han supuesto un gran avance, ya que anteriormente el conflicto acaba en una guerra. Los países también tienen un balance, pero nadie ha medido nunca el valor de su activo, que incluye el capital físico, humano e institucional acumulado. No obstante, no es aventurado pensar que el nivel de deuda pública y privada nunca llegue a suponer un elevado porcentaje del valor de su activo. Por lo tanto, conceptualmente, podemos afirmar que es poco probable que un país quiebre. El problema es que los países altamente endeudados suelen concentrar un alto porcentaje de su recaudación fiscal en financiación a corto plazo, y cuando se activa el evento y los inversores reducen su financiación, el país se ve obligado a suspender pagos y reestructurar su deuda.

3) *Crisis bancaria y restricción de crédito*. Cuando se activa la deflación de activos y los balances de los agentes o países entran en situación de insostenibilidad, aumenta la morosidad, y el sistema bancario también se ve afectado. La crisis erosiona la solvencia de las entidades y les genera problemas de liquidez, y ambos se acaban traduciendo en restricción de crédito.

En la crisis actual, el contagio ha sido más fulminante que en crisis anteriores. Ésta es la primera crisis de crédito que se ha formalizado en activos, principal-

mente mediante el mecanismo de la titulización. Además, tras un intenso proceso de globalización y desintermediación, los activos estaban en manos de millones de inversores. Antes, las crisis de crédito se resolvían en una sala privada entre banqueros y supervisores. Ahora se resuelven por Internet, con información en tiempo real.

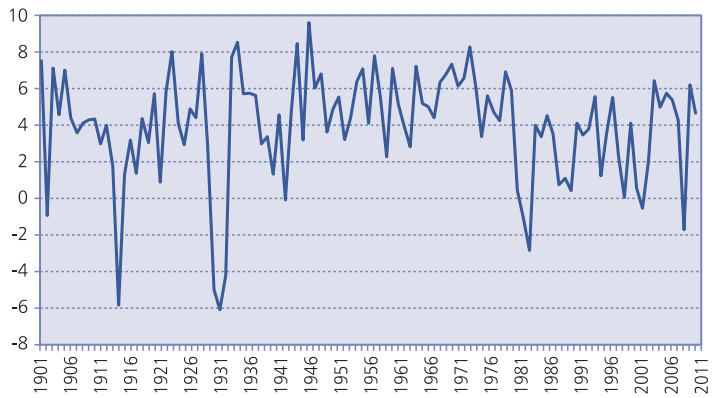
4) *La restricción de crédito provoca depresión y deflación*. El colapso del canal crediticio dificulta el proceso de acumulación de capital, y frena en seco la inversión empresarial y el consumo de bienes duraderos por parte de las familias, lo cual supone aproximadamente el 25 por 100 del PIB de los países desarrollados. La economía entra en recesión y aumenta la morosidad, lo cual descapitaliza aún más a la banca, que además se ve forzada a vender activos, lo cual profundiza la deflación de la deuda. En esta dinámica, las economías entran en un círculo vicioso que deriva en depresión y en deflación por la intensa contracción de la demanda efectiva.

III. LA CRISIS DE LA DEUDA EMERGENTE EN LOS OCHENTA

1. Origen y gestión de la crisis

En el gráfico 1 se puede observar cómo los países de Iberoamérica también sufrieron los efectos de la gran depresión, pero con mucha menor intensidad que en EE.UU. y en los países europeos. No obstante, tras la Segunda Guerra Mundial vivieron un periodo de esplendor económico, con crecimientos promedios del 6 por 100 del PIB, pero en 1982 aterrizaron bruscamente. En 1973, la crisis del petróleo

GRÁFICO 1.
IBEROAMÉRICA: PRODUCTO INTERIOR BRUTO
(Tasa de variación anual, en porcentaje)



Fuente: Groningen Growth and Development Center.

se expandió al resto de materias primas, lo cual benefició mucho a los países emergentes, ya que eran exportadores de éstas. La crisis generó el antecedente de los actuales desequilibrios globales. Los países productores de materias primas, principalmente Oriente Medio, comenzaron a acumular elevados superávits por cuenta corriente que necesitaban invertir. Japón y Alemania, dos países muy exitosos en su proceso de industrialización e internacionalización, también acumularon superávits por cuenta corriente crónicos que también necesitaban invertir. Los países emergentes partían de bajos niveles de capital físico, humano y social, y tenían grandes necesidades de inversión, por lo que el maridaje era perfecto. La desregulación financiera y la eliminación progresiva, desde los años sesenta, de los controles a los movimientos de capital favorecieron enormemente el proceso de canalización del ahorro a proyectos de inversión. Los ahorradores demandaban inversiones seguras, y la banca internacional, principalmente la estadounidense, fue el intermediario entre los ahorradores y los gobiernos de países emergentes que tomaron una posición activa en el desarrollo de sus países.

En 1979, la segunda crisis del petróleo provocó una profunda recesión en los países desarrollados y bajó su demanda de fondos prestables internacionales, desviando esos flujos hacia países emergentes. Brasil, Méjico y Argentina fueron los mayores demandantes de crédito. En diciembre de 1979, la banca internacional tenía concedidos créditos a estos tres países por valor de 56.600 millones de dólares, y en diciembre de 1981 eran ya 104.500 millones, casi el doble en tan sólo dos años (Sachs, 1989). El paradigma ideológico favoreció el proceso. Dos citas ayudarán a contextualizarlo. Milton Friedman, premio Nobel de economía, ante la pregunta de un periodista sobre los excesivos riesgos que la banca americana estaba concentrando con gobiernos de países emergentes respondió «esa no es ninguna preocupación, es un problema

puramente privado». Y Walter Wriston, presidente de Citicorp en 1981, «los países nunca quiebran».

La recesión comenzó en EE.UU. en enero de 1980. La Fed bajó los tipos desde el 14 por 100 en enero hasta el 9 por 100 en julio, y ese mes la economía comenzó a crecer de nuevo. La recesión tan sólo duró seis meses, convirtiéndose en la más corta desde 1857. El problema fue que la fase de recuperación se iniciaba con tasa de inflación de dos dígitos, algo inédito en la historia de EE.UU. Paul Volcker se apoyó en las propuestas monetaristas y pasó a fijar un objetivo cuantitativo de crecimiento de la cantidad de dinero, dejando que el tipo de interés fuera la variable de ajuste. Cómo se observa en el gráfico 2, los tipos pasaron del 9 por 100 en julio de 1980 al 19 por 100 en enero de 1981, y se mantuvieron próximos al 20 por 100 hasta el verano, provocando la recesión más profunda y más larga desde la Gran Depresión. Estos tres países (Brasil, Méjico y Argentina) tenían buena parte de sus pasivos exteriores denominados en dólares y eran extremadamente sensibles a las condiciones monetarias en EE.UU. En palabras de un alto responsable de política económica de América Latina: «Volcker mató la inflación, pero también mató a América Latina». Los tipos de interés se situaron muy por encima del crecimiento de las exportaciones y la deuda entró en insostenibilidad.

En agosto de 1982, Méjico anunció que incumpliría pagos de su deuda externa y, a continuación, le siguieron la mayoría de países emergentes altamente endeudados de América Latina, África y Asia. Ángel Gurría, actual director de la OCDE, era el representante de Méjico en las negociaciones. La primera reacción fue concentrar todos los análisis y las culpas en los países deudores y en sus desequilibrios macroeconómicos, especialmente de sus finanzas públicas, y refinanciarles la deuda a cambio de condicionalidad y profundos planes de ajuste liderados por el FMI. La financiación la seguía facilitando la banca acreedora, pero fue necesaria la apertura de líneas extraordinarias en la Fed. La realidad era que si la banca americana declaraba los créditos en mora y tenía que provisionarlos entraba en quiebra técnica, y eso fue lo que forzó la reacción de la Fed. En 1985, los países seguían en crisis y la ratio de deuda externa sobre exportaciones había aumentado. En EE.UU., la Fed presionaba al Gobierno para que le diese una solución al problema, ya que las líneas de liquidez reducían el margen de su política económica dirigida a contener la inflación. La reacción fue el Plan Brady, que consistía en créditos que el Gobierno de EE.UU. concedía a los países deudores con la condición de que fueran destinados para atender el servicio de la deuda con los bancos americanos. Por lo tanto, el tratamiento seguía siendo dotar de liquidez al deudor y refinanciar sus créditos para evitar declararlos en mora, reconocer la quiebra de los bancos y tener que recapitalizar éstos con dinero del contribuyente estadounidense. Recordemos que la crisis de la deuda fue coincidente con la de las cajas de ahorros en EE.UU., que tuvo un coste para los contribuyentes del 4 por 100 del PIB de la época. En 1987, Carlos Salinas de Gortari, candidato a la presidencia de Méjico, afirmó: «Si no crecemos, no pagamos». Aquello precipitó el proceso y dio lugar al Plan Brady. El Plan Brady afrontaba los problemas de solvencia con una reestructuración de la deuda para retornarla a la senda de sostenibilidad. Si los deudores aceptaban las condiciones de la reestructuración, los países endeudados canjearían préstamos por bonos que tendrían la garantía implícita del Tesoro de EE.UU. Las negociaciones fueron extremadamente complejas, ya que los acreedores tenían dudas sobre la capacidad de pago tras la reestructuración, en la que tenían que aceptar una quita.

GRÁFICO 2
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE LA FED

Fuente: Reserva Federal.

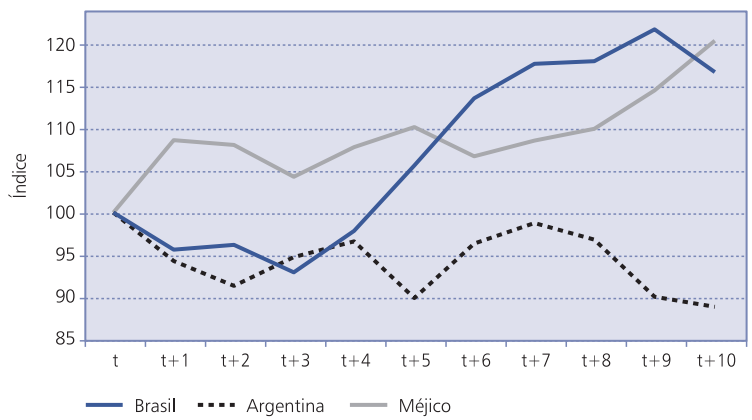
Se ofrecieron tres tipos de bonos en los que se alargaban los plazos de devolución, se recortaban significativamente los tipos de interés, se ofrecían cadencias de pago a corto plazo y se aplicaba una quita sobre el principal del préstamo. Todos estos cambios supusieron un descuento en valor presente de los bonos próximo al 35 por 100. Los bonos salieron a cotizar al mercado en 1989. Al principio no tuvieron mucha aceptación, pero en menos de seis meses registraron una fuerte demanda inversora atraída por la elevada rentabilidad y la garantía implícita del Tesoro de EE.UU. Una vez más, se demuestra que la codicia de los inversores es mayor que su memoria y que hay vida después de que un país incumple pagos (Borensztein y Panizza, 2008). La mayoría de los bonos se emitían a la par por el valor de la deuda y se permitían a la banca acreedora ventanas para materializar la pérdida de manera progresiva en los tres años siguientes, lo cual fue clave para acabar con el temor al efecto contagio de una crisis sistémica. Los países también tenían ventanas de amortización de deuda anticipada. Paralelamente a las negociaciones privadas, los estados acreedores crearon el Club de París, dirigido por Jean Claude Trichet, en el que negociaban de manera conjunta con los países deudores. En el caso de América Latina, EE.UU. era el principal acreedor a través de sus bancos, junto con Japón, y siguió una estrategia de negociación individual caso a caso. Hubo intentos de Brasil, Méjico y Argentina para crear un sindicato de deudores y tener más fuerza en las negociaciones, pero la diplomacia consiguió un acuerdo bilateral con Méjico y también se consiguió negociar bilateralmente con los otros dos países, aumentando su poder de negociación.

Los países se liberaron de la austeridad fiscal y las economías retornaron a una senda de crecimiento sostenido, lo cual mejoró su capacidad de pago. De nuevo, los precios de las materias primas volvieron a aumentar y los tipos de interés empezaron a caer en EE.UU. Ambas perturbaciones exógenas ayudaron a aumentar el valor de sus exportaciones y la deuda volvió a entrar en sostenibilidad. Las condiciones de los bonos Brady eran significativamente más favorables que las de los créditos originales refinanciados. No obstante, en 1992 los tipos de la Fed cayeron al 3 por 100, y los países pudieron acceder de nuevo a los mercados internacionales a financiarse a tipos de interés más favorables que los de los bonos Brady. Por esta razón, en 1996 Méjico amortizó el 100 por 100 de sus bonos Brady veinte años antes de su vencimiento.

2. Dinámica de ajuste y salida de la crisis

En 1982, los modelos anticipaban una recesión suave y una pronta recuperación. Con este escenario, la deuda era sostenible y el tratamiento era de mayor provisión de liquidez. La realidad fue una década perdida en América Latina. En el gráfico 3 se puede observar cómo la economía se frena en seco. Brasil tardó cuatro años en iniciar una fase de recuperación, Méjico estuvo ocho años estancado y Argentina tenía un PIB un 10 por 100 inferior al de 1981 una década después. El cierre de la financiación exterior forzaba al país a eliminar su déficit por cuenta corriente, y el camino era un aumento del ahorro y un desplome de la inversión. El frenazo provocó una crisis bancaria, y la restricción de crédito llevó a las economías a la depresión. Se produjo una intensa depreciación del tipo de cambio, que acentuaba el aumento de la deuda externa denominada en dólares. Las tres eran economías con mucha dependencia de las importaciones, y la depreciación del tipo de cambio acabó generando hiperinflación en Brasil y Argentina e inflación galopante en Méjico. La teoría es que la devaluación fa-

GRÁFICO 3
PRODUCTO INTERIOR BRUTO (t=1982)



Fuente: FMI.

vorece el traslado de capital y trabajo del sector de bienes no transables al de bienes transables y las economías salen de la crisis vía exportaciones. El problema es que al colapsar el sistema bancario, la falta de crédito limita la capacidad de trasvasar capital y de acometer nuevas inversiones, por esta razón, el ajuste es con fricciones, y las economías se mantienen durante muchos años alejadas de su senda de crecimiento potencial.

En esta dinámica tan extrema, la solución fisheriana de reflotar la deuda con inflación es condición necesaria, pero no suficiente. El elevado endeudamiento en moneda extranjera, junto con la fuga de capitales, limita la capacidad del banco central para utilizar la política monetaria para estabilizar la deflación de deuda y evitar la crisis bancaria. Cuando los inversores internacionales ven aumentar la cantidad de dinero en circulación, aumentan sus expectativas inflacionistas y deshacen posiciones en el país, incrementando la restricción de crédito y la depresión. Si el banco central prosigue en la financiación del Estado o del sistema bancario para evitar su quiebra, la dinámica acaba en hiperinflación. La hiperinflación aumenta significativamente la incertidumbre, frena la acumulación de capital y lleva al estancamiento. Además, la hiperinflación hace que la capacidad adquisitiva del ahorro acumulado desaparezca, y eso dificulta aún más la financiación de la inversión y favorece el colapso de las economías. Por esta razón, es necesaria la reestructuración de la deuda para retornar a la estabilidad y liberar al país de la restricción de crédito, que es la principal limitación del crecimiento (Reinhart y Rogoff, 2011).

3. Lecciones aprendidas

1) *La euforia financiera desborda al final*. Las dinámicas de endeudamiento comienzan siempre con fundamentos económicos que las justifican, pero en los momentos finales, previos al evento que las desencadena, las dinámicas se alejan de los fundamentos. Tanto deudores como acreedores pierden el sentido de la realidad y se incumple uno de los principales principios de prudencia bancaria: «nunca le debes dar un crédito a quien no va a poder pagar».

2) *Negación de la realidad*. Es determinante la detección precoz y la intervención quirúrgica urgente. El problema es que una reestructuración con quita de deuda supone reducir el pasivo, y alguien tiene que perder en el activo. Y luego, cuando se consigue equilibrar el balance, ha desaparecido el capital y alguien tiene que reponerlo. En último término, siempre se acaba socializando deuda y es al contribuyente de los países acreedores al que le toca pagar parte de los destrozos. Por esta razón, tanto los acreedores privados como sus gobiernos tienen incentivos para no cooperar al principio e imponer fuertes medidas de austeridad que hagan recaer toda la carga sobre el deudor. Si tiene éxito la estrategia, el coste para el contribuyente sería cero. El soporte técnico se apoya en que la economía deudora volverá a crecer pronto. La realidad es que la crisis de deuda y la restricción de crédito las impide crecer y, cuando se interviene, los activos del país se han devaluado significativamente y la quita es mucho mayor que si se hubiera intervenido rápidamente.

3) *Deudores* versus *acreedores*. Un problema de deuda siempre es dual, ya que los deudores son responsables por sobreendeudarse y los acreedores por financiarles cuando las dinámicas son insostenibles. Sin embargo, ambos culpan al otro de la crisis. Los deudores siempre culpan a perturbaciones exógenas y a la especulación financiera de la crisis, y los acreedores siempre culpan a las políticas económicas domésticas y a los desequilibrios de las economías endeudadas de la crisis. Existen incentivos perversos, tanto para acreedores como para deudores, a no cooperar, y el juego acaba en un dilema del prisionero en el que no cooperan, y los costes para los contribuyentes de ambas partes son significativamente mayores que en el escenario cooperativo.

4) *Hay vida tras una crisis de deuda*. Para no aceptar la realidad de la insostenibilidad de la deuda y la reestructuración, se apela al miedo, creando escenarios apocalípticos. La realidad es que la reestructuración de la deuda supone el repudio de los inversores internacionales y tiene costes sociales para el deudor, pero cuando la deuda retorna a la senda de estabilidad y la economía vuelve a crecer éste vuelve a acceder a la financiación internacional (Borensztein y Panizza, 2008). Si la reestructuración se produce con apoyo financiero del FMI y un plan de ajuste y de reformas, el plazo medio de retorno a la financiación internacional es de dos años.

IV. LA CRISIS DE LA DEUDA EUROPEA

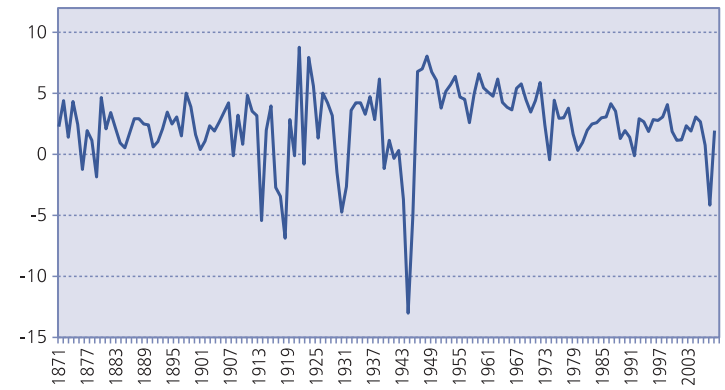
1. Causas y tipología de crisis

El origen de la crisis europea es la gran recesión y la crisis financiera que comenzó a dar sus

primeros síntomas en 2007. En Europa ha habido sobreinversión previa, y también ha habido deflación de deuda, que comenzó por la crisis *subprime* y acabó siendo generalizada tras la quiebra de Lehman. Para hacer frente a la gran recesión y para evitar la quiebra del sistema bancario, los países europeos aumentaron significativamente sus déficits y su deuda pública, por lo que también ha habido socialización de deuda privada, como sucedió en las crisis de los países emergentes. El tratamiento de la crisis ha sido como una crisis fiscal, pero realmente nos encontramos ante una crisis de deuda y con riesgo de degenerar en una depresión económica. Cómo se observa en el gráfico 4, hacía siete décadas que no se producía una crisis de esta magnitud, y se pensaba que ya era una patología de países emergentes.

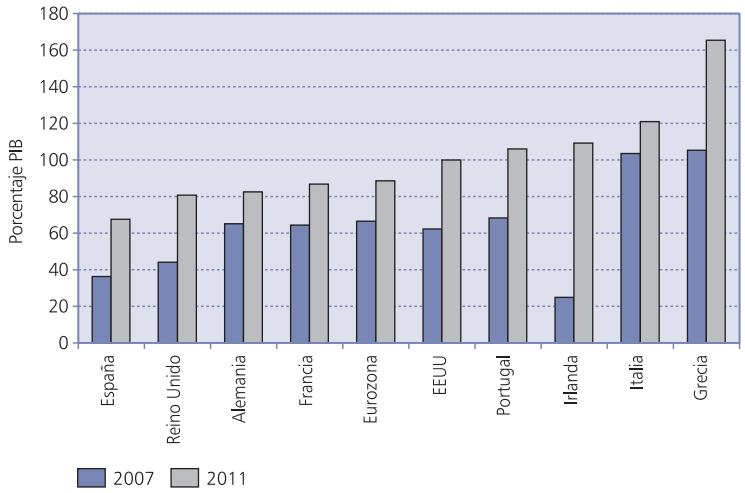
1) *Crisis fiscal*. En el gráfico 5 se puede observar cómo el conjunto de la Eurozona tiene una deuda pública inferior a la de EE.UU., y similar a la de Reino Unido, por lo que la crisis fiscal no es un hecho diferencial que ayude a explicar esta crisis. Es cierto que los países que han sido intervenidos, Grecia, Irlanda y Portugal, son países con altos niveles de deuda pública. Pero España es un país que se está viendo afectado a pesar de tener 21 puntos porcentuales (p.p.) de deuda pública inferior al promedio europeo, o 33 p.p. inferior a EE.UU. Se habla de que España tiene un elevado nivel de endeudamiento de empresas y familias y un alto déficit por cuenta corriente, pero ésas también son características coincidentes con EE.UU. y, sin embargo, los tipos de la deuda pública estadounidense están en mínimos históricos. Por lo tanto, es evidente que la crisis fiscal es un componente fundamental para entender la crisis europea, pero no es el único.

GRÁFICO 4
PRODUCTO INTERIOR BRUTO UE 15
(Tasa de variación anual, en porcentaje)



Fuente: Groningen Growth and Development Center.

GRÁFICO 5
DEUDA PÚBLICA BRUTA
(En porcentaje sobre el PIB)



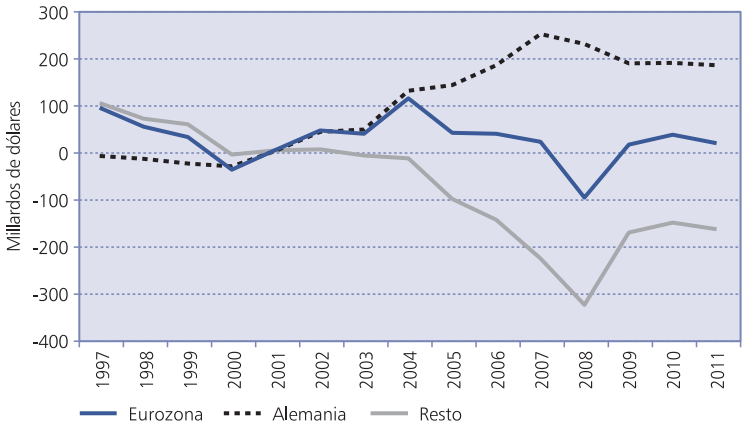
Fuente: FMI.

2) *Desequilibrios locales*. La Eurozona es una economía con un mercado de 328 millones de consumidores y con fuerte comercio interior, equilibrio en su balanza por cuenta corriente y bajo nivel de deuda externa; a diferencia de EE.UU., que tiene un déficit por cuenta corriente crónico, por su baja tasa de ahorro estructural, y es una economía

dependiente de la financiación externa. Sin embargo, la Eurozona es una economía con fuertes desequilibrios locales. En el gráfico 6 se puede comprobar cómo hay un país, Alemania, que tiene superávit estructural por cuenta corriente, mientras el resto tiene un déficit corriente casi equivalente. Antes del nacimiento del euro, Alemania tenía equilibrio externo y el resto de países superávit. En 1999, se inicia formalmente la unión monetaria, que coincide con una grave crisis de deuda en Alemania postunificación. Alemania hizo un enorme esfuerzo en su proceso de unificación, especialmente en las regiones del Este, donde, en 1989, la productividad y los salarios eran un 70 por 100 inferiores a los del Oeste. Alemania optó por la conversión de un marco del Este por uno del Oeste para los ahorros de las familias y por sacar de la contabilidad nacional las cuentas de las empresas. Aquella decisión no tuvo mucha incidencia sobre los déficits públicos ya que no retornaron las empresas a la contabilidad nacional hasta que acabó el proceso de reestructuración, pero el impacto sobre la deuda pública y sobre la inflación fue muy intenso. Aquel proceso acabó con una grave crisis de deuda y depresión económica, de la que Alemania pudo salir gracias a las exportaciones que realizaba dentro de la Eurozona, donde concentra dos terceras partes de su superávit exterior.

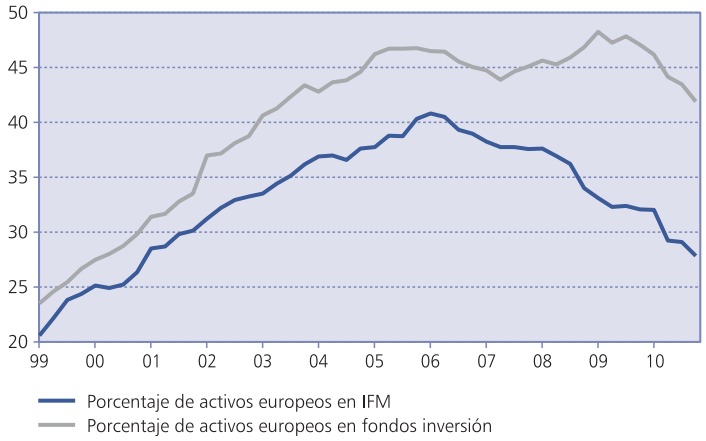
3) *Desintegración financiera*. Los superávits germanos tuvieron que invertirse en activos fuera de Alemania, como sucedió con el reciclaje de los petrodólares en la crisis de los ochenta, y fueron una de las causas principales de la burbuja de crédito de la última década. Este proceso coincidió con el problema de desequilibrios globales y explicó la mayor burbuja de crédito global desde los años veinte. En Europa coincidió con el proceso de unión monetaria, que fue acompañado de un intenso proceso de integración financiera. Al eliminar el riesgo cambiario y tener un banco central único, los inversores europeos aumentaron el porcentaje de activos de otros países del área en sus balances. En el gráfico 7 se puede observar cómo las entidades financieras y los fondos de inversión pasaron de tener aproximadamente un 20 por 100 de sus activos invertidos en otros países al 45 por 100 y el 40 por 100, respectivamente. El inversor analiza la rentabilidad-riesgo de cada activo independientemente de la nacionalidad de su emisor. Los graves problemas de solven-

GRÁFICO 6
SALDO POR CUENTA CORRIENTE



Fuente: FMI.

GRÁFICO 7
INTEGRACIÓN FINANCIERA

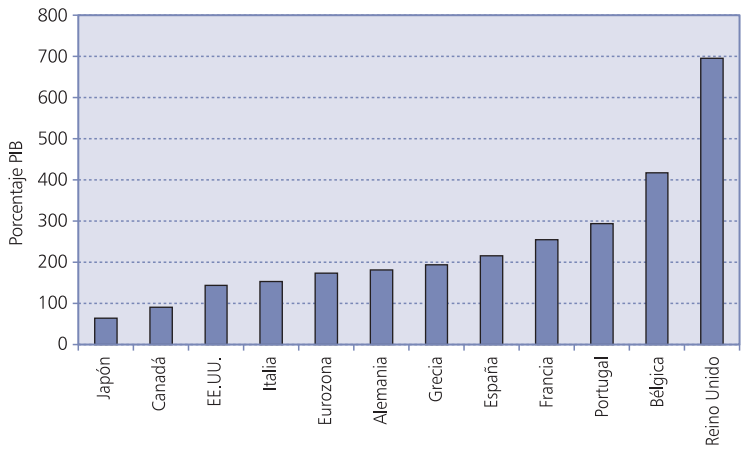


Fuente: BCE.

cia de la banca alemana y los déficits públicos crónicos germanos en la década anterior favorecieron el proceso de integración financiera.

La crisis financiera que comenzó en 2007 frenó el proceso de integración, y la crisis de la deuda que comenzó en 2009 ha iniciado un proceso de desintengración financiera. Detrás del proceso subyace la pérdida de confianza de los inversores en la garantía implícita del euro y la posibilidad de una ruptura del proceso de unión monetaria que traería asociado, de nuevo, riesgo cambiario. Esto justifica que haya un exceso de demanda de fondos prestables alemanes, la moneda que registraría una apreciación, por la repatriación del ahorro de sus ciudadanos, y un déficit de fondos prestables de países que aumentaron significativamente su endeudamiento en la última década. Pero el principal problema no es la financiación de los flujos y los desequilibrios locales; más problemático es refinanciar los vencimientos del *stock* de deuda externa de los países de la Eurozona. En el gráfico 8 se puede observar cómo los pasivos exteriores de la Eurozona superan a los de EE.UU. Sin embargo, la mayor parte de los pasivos europeos están denominados en euros y en manos de inversores europeos, mientras en EE.UU. los pasivos están denominados en dólares, pero en manos de inversores internacionales. En EE.UU. los inversores tienen sus balances en otras divisas diferentes al dólar y, por lo tanto, tienen que asumir riesgo cambiario en sus inversiones en deuda americana. En el caso europeo, un inversor alemán que ha comprado bonos italianos no asume riesgo cambiario, siempre que el proyecto de integración monetaria europea no esté en cuestión. Si algún país abandona la moneda única, introduce una nueva moneda en circulación y mantiene su deuda denominada en euros, ésta aumentaría en la misma proporción que la depreciación de su divisa. En esas situaciones, como sucede en los países emergentes, la deuda entra en insostenibilidad, y el país acaba reestructurando su deuda. Este riesgo es clave para entender la crisis de la deuda europea. La falta de compromiso y los problemas de gobernanza que ha demostrado Europa desde 2009 son un foco que genera gran incertidumbre. El proceso de desintegración hace que el endeudamiento sea insostenible y fuerza un desapalancamiento acelerado que activa la deflación de deuda, la crisis bancaria y, si no se le pone freno, acabará en depresión y en deflación.

GRÁFICO 8
DEUDA EXTERNA BRUTA
(En porcentaje sobre el PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

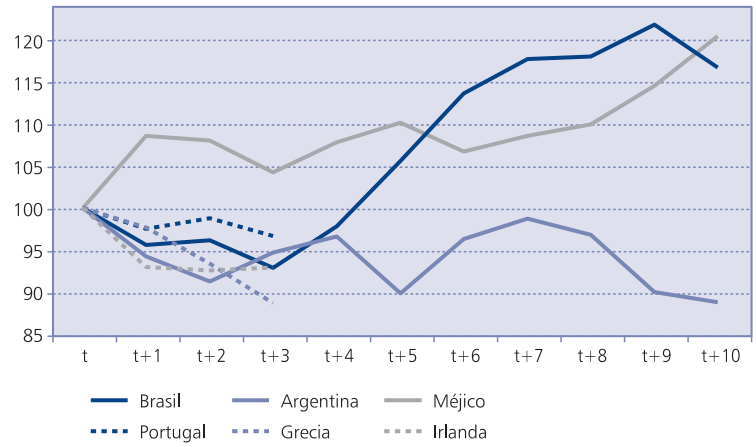
2. La crisis griega

En el otoño de 2009 el nuevo Gobierno de Georgios Papandreu accede al poder y aflora déficit público oculto. Grecia tiene una renta por habitante muy superior a la de los países de Iberoamérica en 1982, por lo que, aunque es una crisis de la misma tipología, es necesario ser cuidadosos con el análisis comparado. Los griegos tienen tradición de gestión imprudente de sus finanzas públicas, y no es casual que tuvieran que incorporarse al euro en 2001, dos años después del resto de socios. El país heleno no ha cumplido ningún año el compromiso de tener un déficit inferior al 3 por 100. Pero desde 2005 hasta 2010 la ocultación fiscal supuso 25 puntos de PIB de mayor déficit acumulado que el declarado. El proceso de transparencia del nuevo Gobierno hizo aumentar significativamente la deuda pública, creó dudas razonables sobre la capacidad del país para reducir un déficit público de dos dígitos, provocó una fuga de capitales, un fuerte aumento de los diferenciales de tipos de interés de la deuda griega sobre los bonos alemanes y serios problemas de financiación.

En Mayo de 2010, Grecia solicitó formalmente un plan de ayuda a sus socios europeos. Los tratados europeos no contemplaban este tipo de planes, y no había mecanismos institucionales establecidos, por lo que hubo que improvisar. Los préstamos se formalizaron bilateralmente por los países socios y se decidió que el FMI también participara. Los préstamos estaban condicionados a un programa típico del FMI, pero en esta ocasión con la participación de la Comisión y del BCE. El programa cometió el error típico de infraestimar la contracción de la actividad y se articuló inicialmente para atacar una crisis de liquidez, pero no de solvencia. Al igual que en la crisis de los ochenta, primero el BCE prestó a la banca para refinanciar a los deudores, luego el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF, por sus siglas en inglés) prestó a los deudores para que siguiesen pagando a los bancos, principalmente alemanes y franceses, y en el verano de 2011 hemos entrado en la fase de reestructuración de deuda, pero aún no ha finalizado.

En el gráfico 9 se puede observar cómo la caída acumulada del PIB griego desde 2008 supera el 10 por 100, con una senda similar a la de Argentina en 1982; por lo tanto, podemos hablar de una depresión económica en toda regla. La economía tenía en 2007 una brecha de producción sobre el crecimiento potencial de ocho puntos, y en 2011 acabará con una brecha negativa próxima a tres puntos. Por lo tanto, ha pasado de una dinámica muy inflacionista previa a la crisis a una deflacionista en la actualidad. Los duros programas de ajuste han permitido reducir el déficit público primario, antes del pago de intereses, del 10 por 100 del PIB en 2009 a niveles próximos al 2 por 100 en 2011. No obstante, el crecimiento exponencial de la deuda y los elevados tipos de interés explican que el servicio de intereses de la deuda pública esté próximo al 7 por 100 del PIB. Grecia está renovando su deuda con los créditos de sus socios a tipos próximos al 5 por 100. Los tipos de su deuda en el mercado están próximos al 25 por 100 en los vencimientos a diez años y próximos al 100 por 100 en los vencimientos a dos años. Los inversores descuentan una probabilidad de impago de la deuda próximo superior al 80 por 100. Por lo tanto, su servicio de la deuda es claramente insostenible, pero está subvencionado. En este escenario, la reestructuración es inevitable, y tras las lecciones aprendidas de las crisis anteriores, ya se debería haber acometido. Es determinante no prolongar más la agonía de la sociedad griega, ya que sólo se conseguirá deteriorar aún más el valor de sus activos y su capacidad de pago, lo cual acabará aumentando el coste para los acreedores, principalmente alemanes y franceses.

GRÁFICO 9
PRODUCTO INTERIOR BRUTO



Fuente: FMI.

Ante la depresión de su demanda interna, las empresas griegas han buscado en la demanda externa su negocio. Las exportaciones acabarán 2011 con un crecimiento con respecto a 2010 próximo al 7 por 100, pero sigue sin recuperar los niveles de 2008. Las importaciones acumulan una caída del 30 por 100 con respecto a 2008, pero aún así el país sigue teniendo un déficit por cuenta corriente próximo al 8 por 100, uno de los más elevados del mundo. El servicio de la deuda externa es un 4 por 100 del PIB; por lo tanto, Grecia sigue invirtiendo por encima de su tasa de ahorro. La tasa de ahorro privada es del 14 por 100 del PIB, inferior al promedio europeo, pero su elevado déficit público es el que explica los déficits gemelos: el exterior y el fiscal. La reestructuración debe suponer una rebaja considerable del servicio de la deuda pública para poder corregir estos desequilibrios. Pero, incluso después de la reestructuración, no será sencillo retornar la deuda a la senda de sostenibilidad. Grecia tiene una

productividad por hora trabajada un 35 por 100 inferior al promedio de la Eurozona. Los griegos están invirtiendo una tasa agregada del 12 por 100 del PIB, casi la mitad que la Eurozona; por lo tanto, la convergencia en productividad y las mejoras de competitividad con tasas tan bajas de inversión no serán posibles. Dentro del Euro, y sin poder devaluar la moneda, Grecia tiene muy complicado recuperar la competitividad perdida desde su entrada en el euro.

Desde diciembre de 2009, cuando comienza la tensión en los mercados de deuda pública griega y su contagio, los europeos han cometido todos los errores de crisis anteriores. Se ha negado la realidad, especialmente en Alemania. El Gobierno alemán comenzó la crisis en 2009 culpando a los griegos de haber implementado políticas fiscales irresponsables y con una postura dura, argumentando que los tratados no contemplaban ayuda financiera a países miembros. Dos años después, su Parlamento ya ha aprobado cuatro planes de ayuda, dos para Grecia. Para evitar la inevitable socialización de la deuda por parte de los contribuyentes, el Gobierno alemán propuso en noviembre de 2010 la participación privada en las reestructuraciones de deuda, pero hasta julio de 2011 no se ha aprobado un Plan. El Plan proponía que fueran los bancos y las aseguradoras los que asumieran el coste privado. El problema es que la reestructuración era voluntaria, sólo afectaba al 30 por 100 de la deuda pública griega y sólo suponía una quita en valor presente de los bonos del 21 por 100. El Plan fue mal recibido por los mercados, y en los siguientes meses la tensión financiera amenazó con otra crisis sistémica global similar, o incluso peor, que la que provocó la quiebra de Lehman. En octubre, en otra cumbre extraordinaria, los líderes europeos aumentaron el porcentaje de la deuda en reestructuración al 50 por 100, y subieron la quita en valor presente al 50 por 100. El problema es que la reestructuración seguía siendo voluntaria y se hacía sin tener el acuerdo previo de la banca y las aseguradoras, como en julio.

En el momento de entregar este trabajo, se ha producido una crisis política ante la imposibilidad del Gobierno griego de conseguir apoyos en el Congreso para aprobar el compromiso de nuevos planes de ajuste asumido por Papandreu en la cumbre extraordinaria de Bruselas. Todo apunta a que un nuevo Gobierno pueda declarar el impago de la deuda para no asumir el coste político de más medidas de austeridad, ya que parece evidente que la sociedad griega ha traspasado la línea roja de su capacidad de sacrificio. Ante este nivel de tensión, cualquier escenario es posible, hasta una salida del euro y el impago del 100 por 100 de su deuda externa, como ha hecho Islandia en 2010. Como en crisis anteriores, la cooperación reduciría los costes para acreedores y deudores, pero es altamente probable que la opción sea no cooperativa y caótica. Buena parte de la deuda griega está en manos del BCE, bancos, aseguradoras y fondos de pensiones alemanes, y el Gobierno germano no parece dispuesto a reconocer la realidad y explicarles a sus contribuyentes el coste que tendrá la crisis para su déficit y su deuda pública. Una salida del euro no sería apocalíptica, pero sí tendría grandes costes para todos.

Grecia, incluso incumpliendo el 100 por 100 de su deuda externa, tendría un déficit por cuenta corriente y sufriría otro frenazo brusco, por lo que profundizaría su depresión. Si la opción es la salida del euro, tendrían que renegociar un nuevo tratado con los países de la Unión, incluyendo la política aduanera. Por lo tanto, los beneficios de la devaluación podrían verse mermados por el aumento de aranceles y cuotas de sus exportaciones a los países de la Unión Europea. La banca griega ya ha sufrido una salida de depósitos desde 2009 superior al 20 por 100, y lo ha cubierto con una apelación al BCE que equivale al 50 por 100 de su PIB. Si los bancos griegos pierden su acceso al banco central abruptamente, serían necesarios intensos controles de capital para evitar el colapso financiero. En el mejor de los casos, los griegos se han gastado ya el 6 por 100 de su PIB en sanear su sistema bancario y triplicarían esas ayudas. Hay una visión romántica sobre el caso islandés, ya que el país, tras declarar el impago, ha conseguido volver a crecer, pero después de haber registrado una caída del consumo privado del 25 por 100 y un aumento de su deuda pública hasta el 100 por 100 del PIB, la mayoría para evitar la quiebra del sistema bancario.

3. El efecto contagio

Grecia es tan sólo el 2 por 100 del PIB y de la población europea, por lo que su crisis en ningún momento debería haber supuesto una amenaza para el conjunto de la Eurozona, si no fuera por el contagio a otros países. El primero que tuvo que pedir un plan de ayuda después de Grecia fue Irlanda, en octubre de 2010. El llamado tigre Celta fue un icono de reformas y flexibilización de su economía antes de la crisis. El principal problema irlandés fue

que su sistema bancario alcanzó un tamaño de nueve veces su PIB, con una elevada exposición a la burbuja inmobiliaria doméstica y, además, con una fuerte exposición en banca de activos. El Estado irlandés siguió el manual de saneamiento bancario con un banco malo, y se ha gastado el 35 por 100 de su PIB en sanear su sistema bancario, el doble que los japoneses tras el pinchazo de su burbuja en los noventa. Pero, además de problemas de solvencia, Irlanda tenía serios problemas de liquidez, y su plan ahuyentó a los inversores, lo cual les forzó a pedir un plan de ayuda a sus socios. Irlanda también es el 2 por 100 del PIB, por lo que Europa ya tenía intervenido el 4 por 100 del PIB de la zona. Irlanda ha registrado una caída del PIB del 15 por 100 y ha despertado la ilusión de los defensores de la austeridad como medicina para solucionar la crisis, ya que ha comenzado a crecer. El error es ignorar el pasivo de la economía celta. La banca irlandesa tiene financiado contra el BCE el 70 por 100 de su PIB. Esta financiación no puede ser permanente, y en el futuro tendrá que reducirse, por lo que a la economía irlandesa le espera un largo periodo de desapalancamiento y seguramente de bajo crecimiento, como suele ser habitual en este tipo de crisis. La ventaja con respecto a Grecia es que su productividad y su competitividad están aún próximas al promedio europeo, por lo que podrá hacer este proceso de desapalancamiento dentro del euro y disfrutando de los bajos tipos de interés que ofrece la moneda única europea. No obstante, es altamente probable que los tenedores de deuda senior bancaria irlandesa vean en el futuro cómo se les aplica una quita.

El siguiente país en solicitar ayuda financiera fue Portugal, en abril de 2011. Portugal no tenía un problema de deuda pública tan grave como los griegos, ni bancario como los irlandeses, pero su deuda pública en 2011 ya ha superado la barrera del 100 por 100 del PIB. Además, la economía portuguesa tiene una productividad por ocupado aún inferior a la de Grecia, y lleva una década con débil crecimiento y sin ser capaces de reducir su elevado déficit por cuenta corriente, que sigue en el 8,5 por 100 en 2011. Las deudas pública y privada portuguesas están en el filo de la navaja, pero la clave estará en su capacidad para implementar el plan de reformas que le ha impuesto la Troika. Si aumenta su potencial de crecimiento y dentro del euro con tipos bajos, la deuda volvería a la sostenibilidad, aunque no será un camino fácil y estará plagado de baches. Portugal es otro 2 por 100 del PIB.

El problema es que el contagio continuó hasta España, luego Italia y Bélgica. En el verano de 2011 el bono francés superó la barrera de los 100 puntos básicos contra el bono alemán, y ya está en cuestión su máxima calificación crediticia AAA. Para frenar el contagio, y tras la improvisación de la intervención de Grecia, se creó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). El Fondo comenzó con un límite de 220.000 millones de euros; posteriormente, en la cumbre extraordinaria de julio de 2011, se amplió a 440.000 millones, y en la Cumbre de octubre, hasta un billón de euros. Sin duda, estamos ante la futura agencia de la deuda europea que se encargará de emitir los eurobonos, pero a corto plazo tan sólo ha conseguido emitir tres bonos por valor de 13.000 millones de euros. Esos bonos salieron a cotizar con un diferencial de 50 puntos básicos con respecto a su homólogo alemán y ya cotizan a 165.

Tras la intervención de Portugal, todas las miradas se concentraron en España. España es una economía con uno de los niveles de deuda pública más bajos de la OCDE, pero en la que aumentó mucho el endeudamiento privado desde su incorporación al euro. No obstante, como se puede comprobar en el gráfico 5, los pasivos exteriores españoles siguen próximos al promedio europeo. También registró una burbuja inmobiliaria, y su sistema bancario tenía una elevada exposición a la misma. Pasados cuatro años de crisis, España ha soportado ayudas para el saneamiento de su sistema bancario del 2 por 100 del PIB y se especula que podrían llegar hasta el 5 por 100. Esto supondría menos de la mitad de lo que se han gastado los alemanes, siete veces menos que los irlandeses, y en ningún momento pondría en cuestión la sostenibilidad de su deuda pública. España ha cometido reformas importantes desde 2010, como el retraso de la edad de jubilación a 67 años, el mercado de trabajo, liberalización de mercados de servicios, reordenación de su sector de cajas de ahorros y, recientemente, la introducción de una regla de estabilidad presupuestaria en la Constitución. Su productividad por ocupado está próxima al promedio de la Eurozona y sus exportaciones han sido las que más han crecido desde 2009 y las que mejor han defendido su cuota de exportación mundial, junto con las alemanas desde 1999. España ha tenido un diferencial positivo de inflación desde 1999 que ha deteriorado su competitividad precio, pero entró en el euro con un tipo de cambio infravalorado tras las cuatro devaluaciones de los noventa y un período prolongado de estabilidad salarial. En diciembre de 2010, el bono español a diez años tenía una rentabilidad 80 puntos bási-

cos por encima de su homólogo italiano y en noviembre de 2011 el bono italiano paga 80 puntos por encima del español. Es evidente que España ya no es el siguiente país en la lista, pero sus diferenciales de tipos con el bono alemán siguen en niveles muy elevados, por lo tanto, aún no ha salido de la zona de riesgo. España explica el 10 por 100 del PIB de la Eurozona.

El país con más problemas de financiación en la actualidad es Italia. Italia tiene un nivel de deuda pública sobre el PIB del 120 por 100 y lleva muchos años por encima de la barrera del 100 por 100. Además, su productividad por ocupado lleva una década casi estancada y tiene un bajo nivel de crecimiento potencial. Esto, junto a su elevado nivel de deuda pública, ha puesto en cuestión la sostenibilidad de su deuda. No obstante, esto no es problema nuevo y las tensiones en Italia se han producido, al igual que en el resto de países, cuando en las cumbres, por la presión alemana, han sido estigmatizados, exigiéndoles más medidas de austeridad y reformas. Desde el mes de agosto de 2011, el BCE interviene en el mercado secundario de deuda comprando bonos italianos y españoles para evitar el colapso. No se conocen los datos, pero se especula que el 80 por 100 de las intervenciones se concentra en bonos italianos. Aún así, el BCE no puede financiar directamente al tesoro transalpino, que tiene que afrontar 200.000 millones de euros en vencimientos y pago de cupones de bonos hasta marzo de 2012; por lo tanto, el riesgo de colapso sigue siendo elevado. Italia es el 15 por 100 del PIB de la Eurozona y tiene 1,8 billones de deuda pública. Cuando colapsa la deuda pública de un país también lo hace su sistema bancario, y el italiano tiene 4 billones de pasivos. Estamos hablando de un evento financiero equivalente al 60 por 100 del PIB de la Eurozona y quince veces superior a la deuda de Lehman Brothers, lo que ayuda a explicar las dudas razonables de los inversores sobre la viabilidad del proyecto de moneda única y la pérdida de confianza de la garantía implícita del Euro.

V. UNA PROPUESTA DE SOLUCIÓN PARA LA CRISIS DE LA DEUDA EUROPEA

Tras el análisis del apartado anterior, es evidente que la estabilidad financiera mundial está en grave peligro y urge tomar medidas. La crisis sería sistémica y global, por lo que debería ir acompañada de medidas en el resto de países, como acaba de acordar el G20 en su reunión de Cannes en noviembre de 2011. No obstante, en este trabajo se propondrán acciones a tomar por los países europeos.

1. Reestructurar la deuda griega

Tras dos años negando la realidad, es el momento de decir la verdad a los ciudadanos de los países acreedores. Hace un año se podrían haber tomado medidas menos drásticas, pero ahora los inversores han sentenciado a Grecia a la insostenibilidad, por lo que ya sólo serán efectivas medidas de solvencia, no de liquidez. Grecia es el origen del caos, y hasta que no haya una solución creíble no será posible conseguir la estabilidad financiera global. La hoja de ruta aprobada en la Cumbre extraordinaria de julio y reforzada en la Cumbre de septiembre es la correcta, pero las medidas propuestas serán insuficientes para que la deuda pública griega retorne a la sostenibilidad. Por lo tanto, hay que concretar las medidas, aprobarlas e implementarlas con la mayor celeridad y eficacia.

La prioridad es que la solución sea cooperativa y evitar que Grecia abandone el euro, lo cual requerirá compromisos y cesiones por parte de deudores y acreedores. La clave es reducir a corto plazo el pago de intereses de la deuda. En 2012 Grecia pagaría más del 7 por 100 de su PIB y el 20 por 100 de sus ingresos fiscales. Debe reducirse esa cantidad hasta el 3 por 100 del PIB. Para ello, la reestructuración debe ser forzosa y debe afectar al 100 por 100 de la deuda pública, incluyendo los préstamos de los socios europeos, el FMI y los bonos griegos que el BCE ha comprado desde mayo de 2010. En la reestructuración, al igual que en el caso del Plan Brady de 1987, deben ampliarse los vencimientos de los bonos, debe reducirse el tipo de interés, debe concederse una cadencia de intereses en los primeros años y debe aceptarse una quita del principal. El problema ahora es que la magnitud de la deuda es significativamente superior, y la quita también tendrá que serlo. El conjunto de medidas propuestas debe suponer una quita en valor presente de los actuales bonos del 65 por 100, *versus* el 35 por 100 de la crisis de la deuda de los ochenta. Los nuevos bonos deberán llevar una garantía implícita del FEEF, que sería el equivalente a la que concedió el Tesoro de EE.UU. en 1987. Los bonos griegos ya cotizan quitas mayores en el mercado, por lo que si el Plan es creíble habrá muchos incentivos para que Grecia retorne a financiarse en los mercados en un plazo de uno o dos años. Las deudas con

el resto de socios no necesariamente tienen que tener quita, pero sí deben ampliarse los plazos, darles cadencia de pagos a corto plazo y rebajas de los tipos de interés.

La siguiente premisa es sacar al país de la depresión. Como dijo Salinas de Gortari en 1987, «si no crecemos, no pagamos». La reducción de la deuda situaría a Grecia próxima al equilibrio en el saldo primario, por lo que podría reducir significativamente los planes de austeridad. No obstante, su baja tasa de inversión es un hándicap, por eso es urgente concretar el Plan Marshall aprobado en julio para que los inversores puedan evaluar su impacto sobre la actividad y revisar las previsiones de crecimiento futuras. A cambio, los griegos deben demostrar mayor compromiso en las reformas exigidas por la Troika, profundizar en la lucha contra el fraude fiscal y mantener una gestión prudente de sus finanzas públicas en el futuro. La quita supondrá la quiebra del sistema bancario griego, por lo que las ayudas deben priorizar su pronta recapitalización.

2. Frenar el contagio

Tanto si se opta por la reestructuración coordinada dentro del euro como por la salida de Grecia de la moneda única, el evento provocará un terremoto financiero. Por esta razón, es urgente tener preparado el cortafuegos. La propuesta europea es que sea el FEEF el que actúe de cortafuegos, bien comprando bonos en el mercado primario o secundario, o bien otorgando garantías y avales a emisiones de bonos de los países con más problemas de liquidez. Conceptualmente es un plan correcto, y hace meses habría sido una propuesta viable, pero en la actualidad no es operativa. El FEEF no tiene capacidad a corto plazo para conseguir la financiación necesaria para una empresa de esta envergadura.

La crisis ha alcanzado tal magnitud que ya no hay otra posibilidad que la de que sea el BCE el que frene la deflación de activos y la crisis bancaria monetizando deuda. La autoridad monetaria ya lo ha hecho desde 2010, pero tan sólo tiene en su balance bonos por valor del 6 por 100 del PIB de la Eurozona *versus* el 13 por 100 de la Fed y el 18 por 100 del Banco de Inglaterra. En 2008 había dudas de las medidas heterodoxas y de expansión cuantitativa del balance, especialmente sobre la inflación. Hoy podemos decir que su impacto sobre la inflación es limitado. Es cierto que el dinero está embalsado en el sistema y el riesgo inflacionista existe, pero hasta que no se resuelva la trampa de la liquidez bancaria y el crédito fluya con normalidad a empresas y familias no habrá inflación, siempre por supuesto que el euro continúe en una senda de estabilidad cambiaria. Por eso es necesario que se anuncien programas explícitos de compras de deuda pública con un plazo determinado, y la cantidad no debe ser inferior a los 200.000 millones de dólares, lo cual supondría un 2 por 100 del PIB de la Eurozona.

Adicionalmente, el BCE debe abandonar el criterio de las agencias de *rating* y asumir los suyos propios. Los bancos centrales se crearon para ser prestadores de última instancia y asumir riesgo de crédito. El BCE cuenta con mejor información y mejores equipos de economistas para evaluar la solvencia de los países y debe evaluar directamente su riesgo de crédito. También debería ampliar su programa de compras de cédulas hipotecarias de 40.000 millones, que comenzará a implementarse en noviembre de 2011. En 2009, con tan sólo 60.000 millones, un 3 por 100 de su base monetaria y el 0,6 por 100 del PIB de la Eurozona, consiguió abrir este mercado clave para la financiación del sistema bancario europeo. La tasa de impago de las cédulas en Europa ha sido del 0 por 100, por lo que el BCE ha obtenido enormes plusvalías y ha suavizado los efectos de restricción de crédito sobre la tasa de paro, el cierre de empresas, y por lo tanto, sobre las finanzas públicas. La tensión actual en los mercados dificultará el acceso a los mercados de financiación mayorista de la banca europea en septiembre, y esta medida sería extremadamente eficaz, ya que el BCE, en este caso, sí puede comprar directamente en los mercados primarios y ayudaría a abrir de nuevo la ventana de emisiones. La clave para estabilizar los mercados secundarios de bonos corporativos es que los mercados primarios comiencen a funcionar. La reducción de los diferenciales de deuda corporativa tendrá un reflejo inmediato en las bolsas, aumentando la valoración de los bancos, por lo que es la más eficaz para poner un suelo a la deflación de activos.

El principal problema que explica las reticencias del BCE a monetizar deuda es la fobia de la sociedad alemana a la inflación, que se refleja en su Constitución. En los años veinte, las reparaciones pactadas en el Tratado de Versalles tras la primera Guerra Mundial metieron al país en la insostenibilidad de la deuda, y se optó por aumentar el dinero en circulación para financiar los pagos. Aquello provocó una fuga de capitales y una hiperinflación

como en los países de América Latina en los ochenta. Ahora el principal problema es de endeudamiento privado, y el desapalancamiento provoca contracción de la demanda efectiva, con lo que el riesgo es la deflación y la japonización. Una opción indirecta de monetización sería dar al FEEF licencia bancaria y permitirle acceder a las subastas del BCE para financiar sus operaciones (Gros y Mayer, 2010). Esta opción es una buena propuesta para que sea el FEEF y no el FMI el que ofrezca líneas de financiación flexibles a los países con tensiones de liquidez para evitar el colapso de su deuda pública. El caso de Italia es prioritario, y sus vencimientos son una losa sobre la estabilidad financiera mundial.

3. Cambiar el sesgo contractivo de la política fiscal

La Eurozona hizo un menor esfuerzo de estímulo fiscal en 2008 para salir de la gran recesión, y ha sido la primera en retirar los estímulos. La evidencia demuestra que la retirada de estímulos fue prematura y que ha contribuido a profundizar la crisis de la deuda. La demanda privada europea sigue muy débil y el consumo privado mundial también, por lo que la estrategia europea de salida vía exportaciones no es viable. Los indicadores anticipan una elevada probabilidad de recesión. Por esta razón, resolver la crisis griega y evitar el contagio son condiciones necesarias, pero no suficientes, para evitar una nueva recesión en Europa. La recesión amplificará la restricción de crédito.

Los países que están sometidos a más tensión en los mercados no tienen margen de estímulo fiscal, pero se deben suavizar sus sendas de consolidación y retrasar el cumplimiento del objetivo del 3 por 100 de déficit del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Los países que se están beneficiando de la recepción de flujos, principalmente Alemania, deben implementar urgentemente el plan de estímulo al que se han comprometido en el G20 de Cannes. El Gobierno alemán ya ha anunciado una rebaja de impuestos en 2013, pero es demasiado tarde. Sería necesario un plan de inversiones públicas y volver a poner un plan de estímulo para la compra de automóviles que se implementó en 2009 y que fue tan eficaz para reactivar las ventas de coches y evitar la quiebra de buena parte del sector del automóvil europeo. Francia no tiene tanto margen como Alemania, pero está preparando un presupuesto restrictivo para 2012, y sería un error. Ese presupuesto metería a Francia en recesión y sería un acicate más para que sus bonos perdieran el AAA y para aumentar la especulación, su diferencial contra Alemania y sus problemas de financiación, amplificando los efectos recesivos sobre el resto de la Eurozona. Estos dos países suponen más del 50 por 100 del PIB de la Eurozona y, junto a España e Italia, el 80 por 100, por lo que sus políticas fiscales serán las que determinan las del conjunto del área.

4. Corregir los desequilibrios locales

Como se explicaba en el apartado IV, el superávit crónico por cuenta corriente alemán y los déficits de otros países fueron una de las causas del sobreendeudamiento, y siguen siendo una amenaza para la estabilidad financiera de la Eurozona en el futuro. Los países con déficits deben acometer políticas que incentiven el aumento de sus tasas de ahorro y adecuar sus tasas de inversión. España es el ejemplo a seguir, ya que ha pasado de un déficit por cuenta corriente en 2007 del 10 por 100 del PIB a un 2 por 100 previsto para 2012. España tenía una tasa de ahorro similar al promedio europeo, y ahora el problema es el desahorro público por lo que la consolidación fiscal conseguirá solucionar el problema (FMI, 2011). El problema de España era de sobreinversión, especialmente en vivienda, y el frenazo del *boom* residencial ha resuelto el problema, aunque a costa de una profunda recesión y de una digestión prolongada y costosa de los excesos. Los casos más problemáticos, y cuya corrección de los déficits llevará más tiempo, son Grecia y Portugal, que necesitan elevadas tasas de inversión para aumentar su productividad y su competitividad, pero parten de unas tasas de ahorro ínfimas, asociadas a sus elevados déficits públicos.

Pero, sin duda, el caso más complejo de resolver es el superávit crónico alemán. En el caso de los desequilibrios globales, cabe el uso de los tipos de cambio para favorecer la corrección de desequilibrios, pero dentro de la Eurozona no existe esta posibilidad. El problema es similar al que provocó el enfrentamiento entre John M. Keynes, asesor del Gobierno británico, y Harry D. White, Secretario del Tesoro de EE.UU., en Bretton Woods en 1944. EE.UU. tenía entonces un superávit por cuenta corriente crónico, y exigió que se estableciesen sanciones y mecanismos de ajuste forzosos para los países que incurrieran en déficits estructurales por cuenta corriente. Keynes exigió introducir la «cláusula de la nación más favorecida» para tomar medidas para corregir el superávit americano, ya que conceptualmente es

imposible corregir sólo los déficits en la medida en que el superávit también refleja desequilibrios. El resultado fue que convocaron la firma del acuerdo una hora antes de que llegara Keynes, y la cláusula no se incluyó. Luego el problema se resolvió con el *boom* de consumo de EE.UU. y con sus déficits públicos crónicos para financiar las guerras de los años sesenta. En Alemania, el consumo está estancado desde 2000, y no tiene fácil explicación. Cómo Japón, Alemania cuenta con un eficiente sector exportador, pero su consumo privado, su sistema bancario, la productividad en el sector servicios y el envejecimiento de su población también recuerdan al caso japonés.

5. Recapitalizar al sistema bancario

El evento supondrá una erosión de la capitalización del sistema bancario europeo, y ya se ha diseñado el FEEF para intervenir, pero, de nuevo, está sin concretar el procedimiento y no tiene financiación, por lo que no es operativo. En la crisis de los ochenta se dio tres años de margen a las entidades para sanear sus pérdidas tras la aprobación del Plan Brady. En la actualidad, la crisis de la deuda se junta con las pérdidas derivadas de la crisis financiera, y los inversores dudan sobre la solvencia de las entidades y temen la infraestimación de dotaciones. Exigir de manera generalizada un 9 por 100 de capital principal no es la solución. Habría que hacer tratamientos caso a caso, expediente por expediente y bono a bono para identificar las entidades con capitalización débil y dar una solución integral. Al final, el invento de los test de estrés sólo está sirviendo para eliminar el estrés de los supervisores financieros.

6. Reforzar la agenda de reformas

Conceptualmente, una economía puede generar más actividad con más empleo, con más capital por trabajador, con más innovación y, lo normal, con una combinación de las tres. La historia nos enseña que, incluso con una política económica óptima, la crisis tras el sobreendeudamiento colapsa el canal crediticio y la digestión es lenta, y se tardan varios años en retornar a la normalidad en los mercados de crédito. La limitación del sistema bancario para atender con normalidad la demanda de crédito limita la acumulación de capital de las empresas y el potencial de crecimiento de la renta por habitante. La reacción natural es que las empresas se desafecten del crédito y autofinancien sus inversiones, pero la solución óptima es una mayor innovación y un uso más eficiente de los recursos. Por esta razón, es prioritario que los países europeos, a la vez que ponen en marcha las medidas anteriormente analizadas, retomen la Agenda de Lisboa. La Agenda lleva años viviendo el sueño de los justos, por lo que el compromiso político debe ser firme. Si es creíble y se concreta la hoja de ruta a medio plazo para aplicar los planes de reformas, aumentará la previsión de potencial de crecimiento y ayudará a resolver las dudas sobre la sostenibilidad fiscal.

También son necesarias reformas institucionales para reforzar los puntos débiles del proyecto europeo. La principal es el desarrollo de una política fiscal que complemente la unión monetaria. La crisis ha evidenciado que el proyecto no será el de los Estados Unidos de Europa, pero es necesario ceder soberanía fiscal al centro para que pueda resolver problemas como los que se han planteado en esta crisis. En 2010 era impensable, pero el FEEF ya tiene un límite de deuda de un billón, el 10 por 100 del PIB de la Eurozona, por lo que de nuevo Europa vuelve a avanzar en una crisis. No obstante, para seguir avanzando es necesario el compromiso de los gobiernos y reducir la tendencia al nacionalismo que ha surgido desde 2008.

VI. CONCLUSIONES

1. *Esta vez no es diferente*. Europa se enfrenta a una crisis de deflación de deuda y, de conseguir estabilizarla, acabará en depresión y con riesgo de deflación. Siempre, en estas crisis, se inventan excusas para no asumir la realidad, tales como que es una crisis fiscal, que la moneda única complica pero favorece su solución, pero siempre para diferir la toma de decisiones con mayor coste político.

2. *Escasas referencias históricas*. La ausencia de una crisis de esta magnitud desde la Gran Depresión, y las grandes diferencias con las economías actuales, complica la existencia de evidencia y medidas para resolver la crisis. El análisis de la crisis de la deuda de los países emergentes en los ochenta también fue muy diferente, pero su resolución en el Plan Brady es un buen referente metodológico de cómo elaborar un plan europeo que acabe con la crisis.

3. *Incentivos para no cooperar*. Es determinante la detección precoz, la intervención urgente y la cooperación entre deudores y acreedores para minimizar los costes de este tipo de crisis. El problema es que en la realidad hay incentivos para no cooperar. El juego es un dilema del prisionero, ya que si uno no coopera y el otro sí casi elimina los costes.

El problema es que los dos no cooperan, y el resultado del juego es que las pérdidas se multiplican para ambos.

4. *Particularidades europeas*. Dentro de la tipología de crisis de deflación de deuda, la pertenencia a una moneda única, con elevados desequilibrios locales y distintos patrones de crecimiento, y el proceso de desintegración financiera que comenzó en 2010 aumentan la complejidad del tratamiento en la crisis europea.

5. *Grecia y el efecto contagio.* Grecia fue el origen del caos, y no habrá orden hasta que se resuelva su crisis. Grecia supone el 2 por 100 del PIB y los tres países intervenidos el 6 por 100; por lo tanto, el mayor problema es el contagio. Italia tiene una posición de liquidez vulnerable y es el principal riesgo sistémico. No obstante, la metástasis ya ha llegado a Francia y a los propios bonos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

6. *Mucho margen para actuar.* Lo más peligroso es la sensación de que las medidas de 2008 no funcionaron, y ya no hay margen para evitar la crisis financiera. En la propuesta se enumeran varias medidas para implantar de inmediato. La clave es implementar un Plan integral que ataque con contundencia a todas las aristas del problema, lo cual exige un mayor grado de cooperación de las políticas económicas, especialmente de la monetaria y de la fiscal. Conviene no olvidar la sentencia de Keynes, «cuando piensas que va a pasar lo inevitable, sucede lo imprevisto».

BIBLIOGRAFÍA

BERNANKE, B. (2007), «The financial accelerator and the credit channel», Discurso en la Reserva Federal, 15 de junio.

BORENSZTEIN. E., y U. PANIZZA (2008), «The costs of sovereign default», *Documento de trabajo 08/238,* Fondo Monetario Internacional, Washington.

CALVO, G. (2005), «Crises in emerging market economies: A global perspective», *NBER Working Paper n.º 11305*.

EICHENGREEN, B.; R. HAUSMANN, y U. PANIZZA (2003), «Currency mismatches, debt intolerance, and original sin: Why they are not the same and why it matters», *NBER Working Paper n.º 10036.*

FELDSTEIN, M. (2008), «Resolving the global imbalance: The dollar and the U.S. saving rate», *Journal of Economic Perspectives*, 22 (3): 113-25.

FISHER, I. (1933), «The debt-deflation theory of great depressions», *Econometrica,* 1(4): 337-357.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, FMI (2011), «¿Gemelos separados al nacer? El balance presupuestario y la balanza comercial», *Informe de Perspectivas de la Economía Mundial*, capítulo 4, octubre, Washington.

GROS, D., y T. MAYER (2010), «Financial stability beyond Greece: Making the most out of the European stabilization mechanism», *Vox economic blog*, 11 de mayo.

KOO, R. (2008), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley & Sons, Singapur.

MINSKY, H. (1992), «The financial instability hypothesis», *Documento de trabajo n.º 74,* The Levy Economics Institute, Nueva York.

REINHART, C., y K. ROGOFF (2011), *Esta vez es distinto: Ocho siglos de necedad financiera*, Fondo de Cultura Económica, Madrid.

SACHS, J. (1989), *Developing Country Debt and Economic Performance*, vol. 1, NBER, Cambridge (Mass.).

SHILLER, R. (2003), *Exuberancia irracional*, Turner, Madrid.

TORRERO, A. (2006), *Crisis financieras: Enseñanzas de cinco episodios*, Marcial Pons, Madrid.

LA INNOVACIÓN FINANCIERA Y LA CRISIS FINANCIERA DE 2007-2008

Gerald P. DWYER (*)

Federal Reserve Bank of Atlanta

Universidad Carlos III de Madrid

Resumen

Este artículo analiza el papel de la innovación financiera en los acontecimientos que dieron lugar al estallido de la crisis financiera de 2007-2008, relacionándola con caídas sustanciales en los valores de los títulos y la alteración de la actividad económica y financiera. En numerosas ocasiones, se ha señalado que la crisis financiera tuvo lugar, en parte, por la titulización de préstamos, la titulización con diferentes derechos a flujos de caja y calificaciones de crédito, y los *swaps* de créditos impagados. Entender qué se critica en estos títulos aparece como principal objetivo de este estudio. Si bien la responsabilidad de las hipotecas *subprime* o de las innovaciones financieras como causa de la crisis financiera es, en sí misma, dudosa, la innovación financiera, aunque generalmente es positiva, tiene sin duda algo de esa culpa. Muchas de las innovaciones financieras estaban tan extendidas al inicio de la crisis financiera que las dificultades financieras estaban abocadas a tocarlas, y a generar efectos adicionales a causa de ellas.

Palabras clave: innovación financiera, crisis financiera, titulización de activos.

Abstract

This article focuses on the analyzes of the role of financial innovation in the events that led to the outbreak of the 2007-2008 financial crisis, relating it to substantial declines in the values of securities and the alteration of the economic and financial activity. It has been stated on numerous occasions that the financial crisis came about partly due to loan securitization, securitization with different rights to cash flow and credit ratings and credit default swaps. The main objective of this study is to understand the critical element of these securities. While the role of subprime mortgages or financial innovations as the cause of the financial crisis is in itself questionable, financial innovation, while generally positive, certainly takes some of the blame. Many financial innovations were so widespread at the beginning of the financial crisis, that financial difficulties were bound to reach them and to generate additional effects because of them.

Key words: financial innovation, financial crisis, asset securitization.

JEL classification: G12, G21, G32.

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera de 2007-2008 se ha asociado a tres innovaciones financieras de carácter sustancial. Los bancos incrementaron de manera significativa la titulización de los préstamos, pasando de «ser generadores y tenedores de préstamos» a «ser generadores de préstamos y distribuidores de éstos». En vez de emitir títulos básicos, o *plain-vanilla*, basados en los flujos de caja de los préstamos, algunos de los títulos creados eran títulos estructurados en otros títulos con diferentes derechos a flujos de caja y calificaciones de crédito (1). Además, los *swaps* de créditos impagados se convirtieron en importantes valores derivados para transferir el riesgo de crédito. Mientras estos títulos pueden transferir el riesgo existente por otras razones, tales como un préstamo subyacente, los *swaps* por créditos impagados también pueden ser usados para eliminar o asumir un riesgo de crédito que no ha surgido en el curso de otras actividades.

Muchos señalaron que la crisis financiera tuvo lugar en parte por estos títulos (National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, 2011; Permanent Subcommittee on Investigations, U.S. Senate, 2011). Aunque eran atractivos en cierto sentido, es importante entender qué es lo que se critica. La reclamación más fuerte es la de que la crisis financiera no habría ocurrido si no hubieran existido estos títulos. Antes de examinar esta queja concreta, es necesario decidir sobre lo contrario. ¿Cómo habría sido el mundo sin crisis financiera?

Al igual que otros muchos conceptos en economía y finanzas —como la hiperinflación, una recesión o la mera Bolsa—, no parece haber una definición generalmente aceptada de una crisis financiera. Muchas definiciones de crisis financiera no son verificables empíricamente porque no hay un criterio claro para determinar si existe una crisis o no. Otras definiciones son amplias, tales como abruptas caídas del precio de los activos, e incluirían muchas caídas normales de los precios de los *stocks*. Otras son bastante más limitadas, incluyendo solamente el funcionamiento de los sistemas bancarios. A efectos de este trabajo, es razonable aseverar que los acontecimientos de 2007 y 2008 fueron crisis financiera, y que la *crisis* estuvo relacionada con caídas sustanciales en los valores de los títulos y con la alteración de la actividad económica y financiera.

Desde este punto de vista, la crisis financiera de 2007-2008 en los Estados Unidos fue causada por un conjunto de acontecimientos que se extendieron en cadena.

Las hipotecas *subprime* y las innovaciones financieras relacionadas han recibido mucha de la culpa de la crisis financiera de 2007-2008. La innovación financiera, aunque generalmente es positiva, tiene algo de culpa. Por otra parte, la responsabilidad de las hipotecas *subprime* o de las innovaciones financieras como causa de la crisis financiera es, en sí misma, dudosa. Desafortunadamente, todavía queda mucha culpa por repartir.

Es difícil resumir los acontecimientos de la crisis financiera en los Estados Unidos. Las hipotecas *subprime*, conocidas como hipotecas basura, fueron ciertamente el catalizador de esa crisis (Wallison, 2011; Acharya *et al*., 2011). Los títulos basados en dichas hipotecas jugaron un papel central en la expansión de las dificultades durante la crisis financiera de 2007-2008. Las deficiencias de los modelos para poner precio a estos títulos se pusieron de manifiesto cuando los precios de los inmuebles empezaron a caer y las hipotecas se hicieron impagables. Las dificultades para valorar estos títulos condujeron a grandes problemas para su comercialización y crearon dificultades en la gestión normal del negocio (Brunnermeier, 2009; Dwyer y Tkac, 2009 y 2010). Las dificultades financieras para financiar los mercados y la caída del precio de la vivienda en Estados Unidos llevaron a caídas, tanto transitorias como más duraderas, del precio de los títulos (Dungey *et al*., 2011).

¿Qué papel tuvo la innovación financiera en esos acontecimientos? Los títulos constituidos sobre hipotecas basura se repartieron por todo el mundo, y esos títulos fueron difíciles de valorar cuando había una elevada probabilidad de que los pagos no se realizaran. Los *swaps* de créditos impagados fueron un modo importante de comercialización de estos títulos. La importancia de fijar un precio a través de los *swaps* de créditos impagados puede que no haya contribuido mucho a la crisis financiera, aunque esta conclusión podría cambiar si se investigase el asunto.

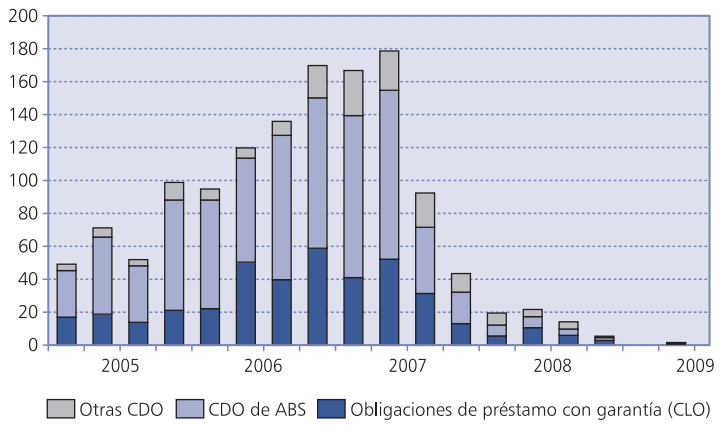
Hasta cierto punto, antes de la crisis financiera, y más después de ella, la titulización de préstamos estuvo cargada de peligros. De hecho, la ley Dodd-Frank en Estados Unidos lo vislumbró, al requerir a los creadores de tales títulos que retuvieran una participación en los valores.

II. LA CAUSA DE LA CRISIS FINANCIERA

El periodo previo a la crisis se caracterizó por un crecimiento drástico de las titulizaciones respaldadas por activos y de los productos financieros estructurados. El gráfico 1 muestra el nivel de creación de obligaciones de deuda colateralizadas (CDO) desde el primer trimestre de 2005 hasta el tercer trimestre de 2009, última fecha disponible para mí. Las CDO (2) son valores estructurados basados en otros activos. Productos estructurados que pueden estar basados en préstamos, en cuyo caso, son obligaciones de préstamo con garantía (CLO), o pueden basarse en bonos de titulización de activos (ABS) o en otros activos que generen flujos de caja. Tres cosas destacan en el gráfico 1. La primera es que las CDO y las CLO aumentaron notoriamente hasta la mitad de 2007. La segunda, que este incremento reflejó un aumento de las CDO y ABS. Los valores respaldados por activos incluyen hipotecas *subprime.* Tercero, las CDO y las CLO disminuyeron hasta cantidades bastante pequeñas a finales de 2008.

La conexión temporal entre la crisis financiera y las CDO y CLO es obvia, aunque un gráfico como este no pueda presuponer

GRÁFICO 1
CREACIÓN GLOBAL DE OBLIGACIONES DE LA DEUDA COLATERALIZADAS
Del primer trimestre de 2005 al tercer trimestre de 2009



Fuente: SIFMA.

siquiera la dirección de causalidad. Sólo dice que tales valores crecieron antes de la crisis y cayeron con ella.

La conclusión de que estos títulos causaron la crisis cae en varias contradicciones. No hay que menospreciar la variada naturaleza de los problemas durante la crisis. Los bancos en Islandia fueron una víctima temprana de la crisis financiera. Las dificultades financieras de estos bancos se debieron a los préstamos sobre el *stock* islandés, y no tuvieron nada que ver con las hipotecas *subprime* en Estados Unidos o en Islandia (Special Investigation Commission, 2010, capítulo 21; Flannery, 2009). De modo parecido, las dificultades financieras en Irlanda se debieron a la expansión del crédito interno asociadas a un incremento de precios de la vivienda en Irlanda. Estos préstamos se financiaban con préstamos del exterior, que no con préstamos irlandeses especialmente malos; concretamente, con préstamos sobre propiedades estadounidenses (Honohan, 2010; Connor, Flavin y O'Kelly, 2011). Son pequeños países y, por consiguiente, podrían ser observaciones pequeñas y aisladas, pero no lo son. El banco británico Northern Rock fue también una víctima temprana de la crisis en septiembre de 2007, y sus dificultades estaban relacionadas con la preocupación sobre la habilidad que tenía este banco de titulizar hipotecas que había hecho en el Reino Unido (Milne y Wood, 2009). Los problemas de Northern Rock no estaban relacionados con la tenencia o la transacción de hipotecas *subprime* estadounidenses o las reclamaciones sobre ellas, tales como las CDO. Las dificultades de España al finalizar la crisis financiera tienen poco o nada que ver con las hipotecas basura de los Estados Unidos, y se las ha relacionado con los incrementos de precios de la vivienda española y la consiguiente caída de éstos (Carbó Valverde, 2009).

La causa primera de crisis financiera en Estados Unidos fue el significativo empuje dado por el Gobierno Federal estadounidense para que las familias de bajos ingresos adquirieran en propiedad sus hogares. Esto lo hicieron de varias formas, entre las más notables de ellas ser objetivos de tenencia de hipotecas *subprime* por Fannie Mae y Freddie Mac, dos empresas patrocinadas por el gobierno (Wallison, 2011; Pinto, 2010). Estas empresas cayeron cuando esos préstamos empezaron a resultar impagados, y lo más probable es que estas empresas sean el precio más alto pagado por los contribuyentes estadounidenses debido a la crisis. Además, el Gobierno Federal permitió un gran despliegue de transacciones de recompra de las hipotecas de vivienda, siendo el aval recuperable en las mismas condiciones que los valores del Tesoro (Gorton y Metrick, 2010; Acharya y Öncü, 2011). Ello incrementó la liquidez de tales títulos, pero creó dificultades a bancos como Bear Sterns, Lehman Brothers y Citi, ya que cuando cayeron los precios de la vivienda los préstamos empezaron a dejar de pagarse, y los activos subyacentes fueron cada vez más difíciles de valorar.

Los efectos de la titulización son controvertidos. Hay incertidumbre sobre los efectos básicos de estos títulos. Chiesa (2008) demuestra que la titulización de préstamos puede generar una transferencia de riesgo óptima. Por otra parte, la racionalidad de titulizar préstamos es la de conseguir una ventaja de información sobre el riesgo de los préstamos subyacente que disfrutan los vendedores (DeMarzo, 2005).

Mian y Sufi (2009) probaron que los incrementos en la titulización de hipotecas y en la oferta de hipotecas *subprime* tuvieron como consecuencia condiciones de préstamo menos exigentes, que contribuyeron al crecimiento de las hipotecas *subprime*. Aunque el crecimiento de las hipotecas *subprime* está positivamente correlacionado con el incremento de la titulización, esta correlación se puede explicar de diferentes maneras. La correlación es consistente con la titulización, que incrementa la oferta de hipotecas *subprime* a causa de una distribución más amplia de las hipotecas que la existente con anterioridad. También concuerda con un incremento de la demanda de hipotecas *subprime* titulizadas por Fannie Mae y Freddie Mac, que aumentó el número de hipotecas basura.

Las acciones del sector privado también tuvieron su parte en los problemas financieros. Por ejemplo, en un claro caso de arbitraje regulatorio, los bancos comerciales crearon filiales que compraron activos a largo plazo y los financiaron con la emisión de papel comercial respaldado por activos. Las filiales pagaban menores intereses por su papel comercial porque estos activos se quitaron de los balances bancarios, pero los términos contractuales lógicos rebajaron el interés del papel comercial porque no se transfería el riesgo de crédito (Acharya *et al.,* 2011a).

Una dificultad común a todos los países precisa de una explicación general. Las dos décadas previas con pocas y relativamente pequeñas recesiones, son una posible causa común: la así llamada Gran Moderación en los

Estados Unidos en las décadas de 1990 y 2000, o la caracterización como Tigre Celta del extraordinario crecimiento de Irlanda son un ejemplo. Si esta explicación es correcta, debe también dar respuesta a la ausencia de crisis financieras en muchos países, incluyendo Australia y Canadá. Las diferencias en la regulación financiera de estos países, y otras diferencias, pueden explicar por qué ellos no experimentaron la crisis (3).

Las pérdidas de las CDO se extendieron ampliamente dentro y fuera de Estados Unidos. Los dos bancos estatales alemanes sufrieron pérdidas debido a la tenencia de CDO, y cuatro pequeños bancos urbanos noruegos sufrieron pérdidas similares (Dwyer y Tkac, 2009). Muchas instituciones financieras sufrieron pérdidas por las CDO. Verdaderamente, esas pérdidas fueron una canal importante para que las CDO contribuyeran a la crisis financiera.

III. LA ESTRUCTURA DE LAS OBLIGACIONES DE DEUDA COLATERALIZADAS

Las CDO se pueden crear a partir de títulos respaldados por hipotecas (RMBS), y su estructura es la más apropiada para entender el papel de las CDO en la crisis financiera.

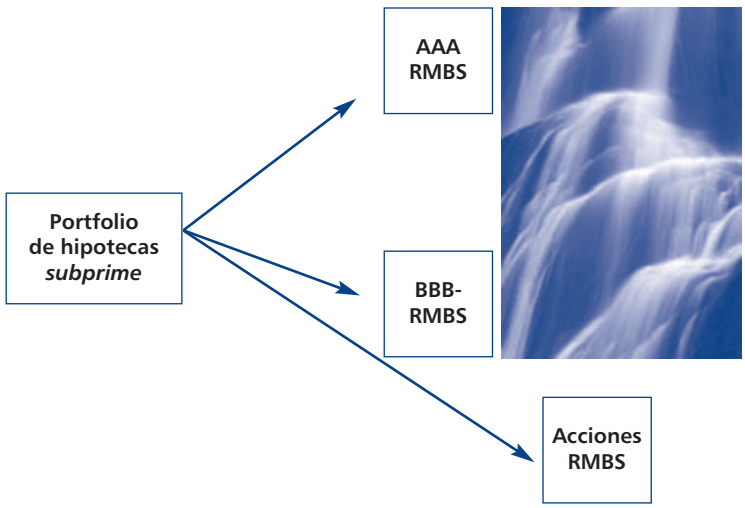
Se titulizan las hipotecas juntando muchas para formar un RMBS, y partes de ellas son vendidas a inversores deseosos de tener valores inmobiliarios en su cartera. Aunque los acuerdos financieros y legales pueden ser complicados, la característica más notoria de los RBMS es el flujo de pagos de las hipotecas de los hogares hacia los inversores que poseen esos títulos.

Algunos títulos están atrapados en un «entramado», y eso es importante para entender la crisis. En los bonos típicos, como los de la empresa AT&T, todos los tenedores de éstos sufren la misma pérdida proporcional si AT&T deja de pagar y, por tanto, todos ellos tienen el mismo riesgo. Esto no es así en el caso de muchos RMBS. Algunos tenedores de RMBS tienen más riesgo que otros. Ello se consigue por el «entramado» del título RMBS generando una «cascada» de pagos.

El gráfico 2 muestra la cascada de pagos sobre un RMBS. Hay tres tramos en el gráfico, el AAA, el BBB y uno de acciones. Los RMBS tienen en realidad más tramos, pero tres son suficientes para ilustrar cómo funciona este proceso. La cascada trabaja con los pagos de las hipotecas que fluyen desde arriba. Los pagos de hipotecas van primero al tramo mejor calificado, el AAA. Como en cualquier bono, los términos contractuales incluyen los pagos prometidos a los tenedores de los bonos. Los pagos prometidos van generalmente primero a los tenedores del tramo AAA. Cuando ya se han satisfecho todos los pagos prometidos a los tenedores del tramo AAA, y si quedan fondos, los pagos restantes representados por el flujo de agua caen al siguiente tramo, que es el BBB. Si se satisfacen todos los pagos a los tenedores del tramo BBB y quedan todavía fondos, irán al tramo de las acciones. A los accionistas se les llama «peticionarios residuales», y esta caracterización sirve aquí. El tramo de las acciones se lleva el resto.

Otra manera de ver el efecto de la división en tramos es al hablar de pérdidas, las cuales van desde abajo hacia arriba. El tramo accionarial es la posición de primeras pérdidas originadas por impagos hipotecarios. Los tramos mejor calificados no van a sufrir pérdidas hasta que haya habido tantos impagos como para que el tramo accionarial no reciba nada. Si las pérdidas son tan grandes

GRÁFICO 2
CREACIÓN DE UN MBS RESIDENCIAL POR TRAMOS DE UNA CARTERA DE HIPOTECAS *SUBPRIME*



que el tramo accionarial no recibe pagos, es entonces cuando el tramo BBB sufrirá las pérdidas. Y cuando las pérdidas serán tan grandes como para que el tramo BBB no reciba pagos, entonces el AAA también perderá.

Realmente los RBMS tienen más tramos que en este ejemplo, y surgen complicaciones en las reservas y la activación de pagos. Sin embargo, el principio general de que los tramos mejor calificados se enfrentan a menos riesgo de pérdidas todavía se mantiene. Los tramos reales cubren generalmente el rango entero que va desde el AAA hasta los tramos accionariales con grados intermedios incluidos (AAA, AA, A, BBB, BBB-, acciones) y, a menudo, más de un tramo AAA.

Las CDO núcleo de la crisis financiera se crean a partir de entramados de RMBS. El gráfico 3 ilustra cómo se hace esto. Es similar al gráfico 2, excepto en que la cartera que hay por debajo no es de hipotecas *subprime*. La cartera subyacente de estas CDO tiene tramos BBB de varias RMBS (4). La asignación del riesgo es similar, con una cascada de pagos parecida. El tramo AAA fue exactamente el 85 por 100 del valor de estas CDO (Griffin y Tang, 2011). Los tramos peor calificados suponían el 15 por 100 restante, y representan el grado de subordinación en la CDO. A mayor subordinación, menor riesgo de pérdida por el tramo AAA.

El gráfico 4 muestra el sendero de flujos de caja desde las hipotecas *subprime* subyacentes hacia cada uno de los tramos de las CDO. Este sendero es bastante complicado. La gente paga sus hipotecas, y los pagos se hacen en cascada en el RMBS. Algunos tramos sirven para crear CDO, y los pagos a estos tramos de RMBS inician la cascada de pagos a los tramos de las CDO. En la medida en que todo el mundo paga su hipoteca, la naturaleza compleja de este sendero no parece problemática o necesariamente evidente.

La estructura del gráfico 4 presenta una versión simplificada de la estructura real de las CDO basadas en hipotecas *subprime* (Lucas, *et al*., 2006; Goodman *et al*., 2008; Tavaloki, 2008). A menudo, las CDO dotan reservas para pagar a los tramos superio-

GRÁFICO 3
CREACIÓN DE UN CDO POR TRAMOS DE TRAMOS DE UN MBS RESIDENCIAL

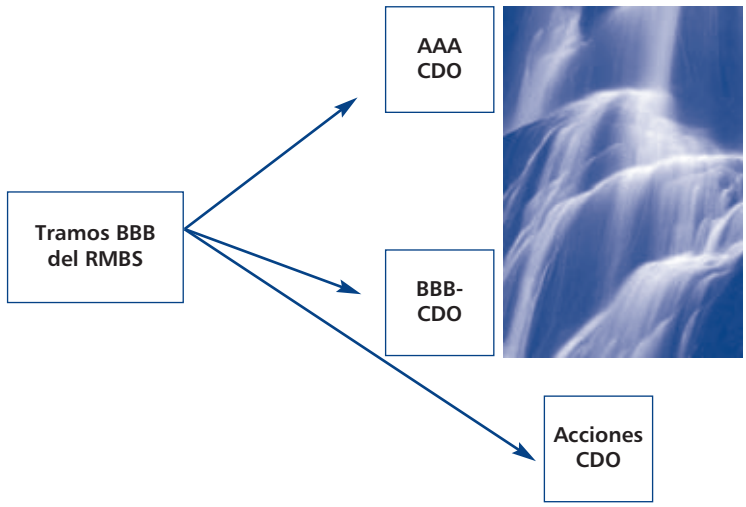
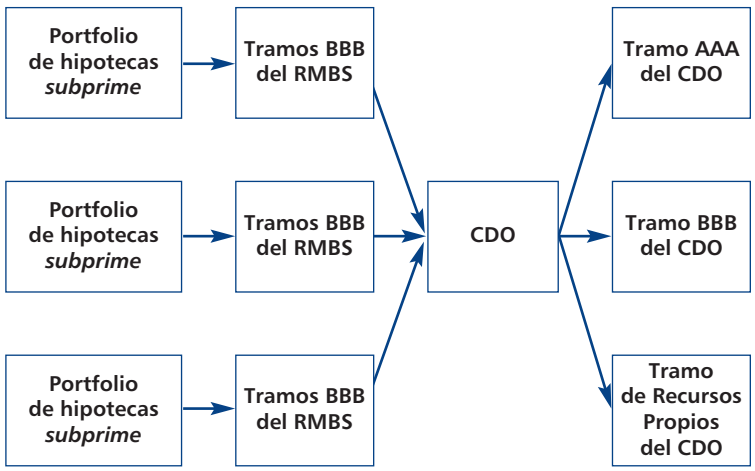


GRÁFICO 4
HIPOTECAS *SUBPRIME* A TRAMOS DE CDO



res en caso de insolvencia. También contienen activación de pagos a tramos (Goodman *et al*., 2008, capítulos 4 y 5).

Además, tenían lo que, en un primer vistazo, puede parecer una estructura rara de pagos principales. Para entender esta estructura, ayuda conocer el historial de dificultades financieras. En Estados Unidos, los tomadores de hipotecas generalmente pueden prepagar su hipoteca. El prepago puede ocurrir porque el hipotecado venda su casa o porque el hipotecado se meta en otra hipoteca y liquide la antigua. No es sorprendente que los hipotecados quieran deshacerse de una hipoteca y meterse en otra si el tipo de interés de la nueva es menor que el de la antigua. En consecuencia, los prepagos ocurren más frecuentemente cuando los tipos de interés son menores que el tipo de interés de la hipoteca. Sin prepagos, los RMBS se comercializarían con una prima cuando los tipos de interés de la hipoteca son menores porque los pagos se hacen a un tipo de interés mayor. Sobre el prepago, sin embargo, el valor capitalizado de los tipos de interés a un tipo mayor se pierde. Como resultado, el prepago se considera usualmente como un riesgo sustancial de los títulos respaldados por hipotecas. Por eso, las CDO de hipotecas *subprime* incluían a veces una provisión para que los prepagos del principal de los tres primeros años se hicieran a los tenedores de AAA.

Esta estructura de pagos tempranos del principal reflejaba el hecho de que los hipotecados *subprime* podrían refinanciar mejor si tenían menos riesgo, y los tenedores de AAA recibían estos pagos de principal con relativamente bajo riesgo reduciendo su exposición al conjunto restante de hipotecados de mayor riesgo (Goodman *et al*., 2008, capítulo 5). Los prestatarios restantes eran de mayor riesgo porque no mejoraban su calificación con pagos regulares de sus hipotecas, mientras que prestatarios con créditos de mayor valor obtenían préstamos a prima de dos o tres años después de obtener una hipoteca *subprime*. Cuando el precio de la vivienda cayó, incluso los de créditos más valiosos fueron incapaces de refinanciar sus préstamos. Dadas todas las complicaciones de la estructura financiera de las CDO, ¿cuánto valen los tramos de las CDO cuando hay impagos? Esto no es fácil de determinar (5).

Una respuesta inmediata podría ser mirar a los precios de mercado para determinar el valor de la CDO. Desafortunadamente, el valor de cada CDO depende de las hipotecas específicas que hay debajo de ella. Como consecuencia, las CDO son valores idiosincrásicos. Tratar de valorar los títulos de un acuerdo de CDO observando otro acuerdo sería como tratar de valorar los bonos de AT&T mirando a los de Sprint. Es posible conseguir de manera indicativa el valor de una CDO observando el precio de acuerdos similares, pero ello no nos mostrará todo lo necesario para valorar una CDO concreta.

Más aún, las CDO no tienen contratos estandarizados. Cada una de ellas tiene sus propios términos contractuales, y estos términos pueden diferir materialmente. Estas diferencias dificultan todavía más la comparación de las CDO.

Como resultado de su idiosincrasia, las CDO se negocian en mercados no organizados, y no en la Bolsa. No hay nada análogo a una CDO en la Bolsa de Nueva York con precios disponibles al momento, ni «precio de mercado» que sirva para todas.

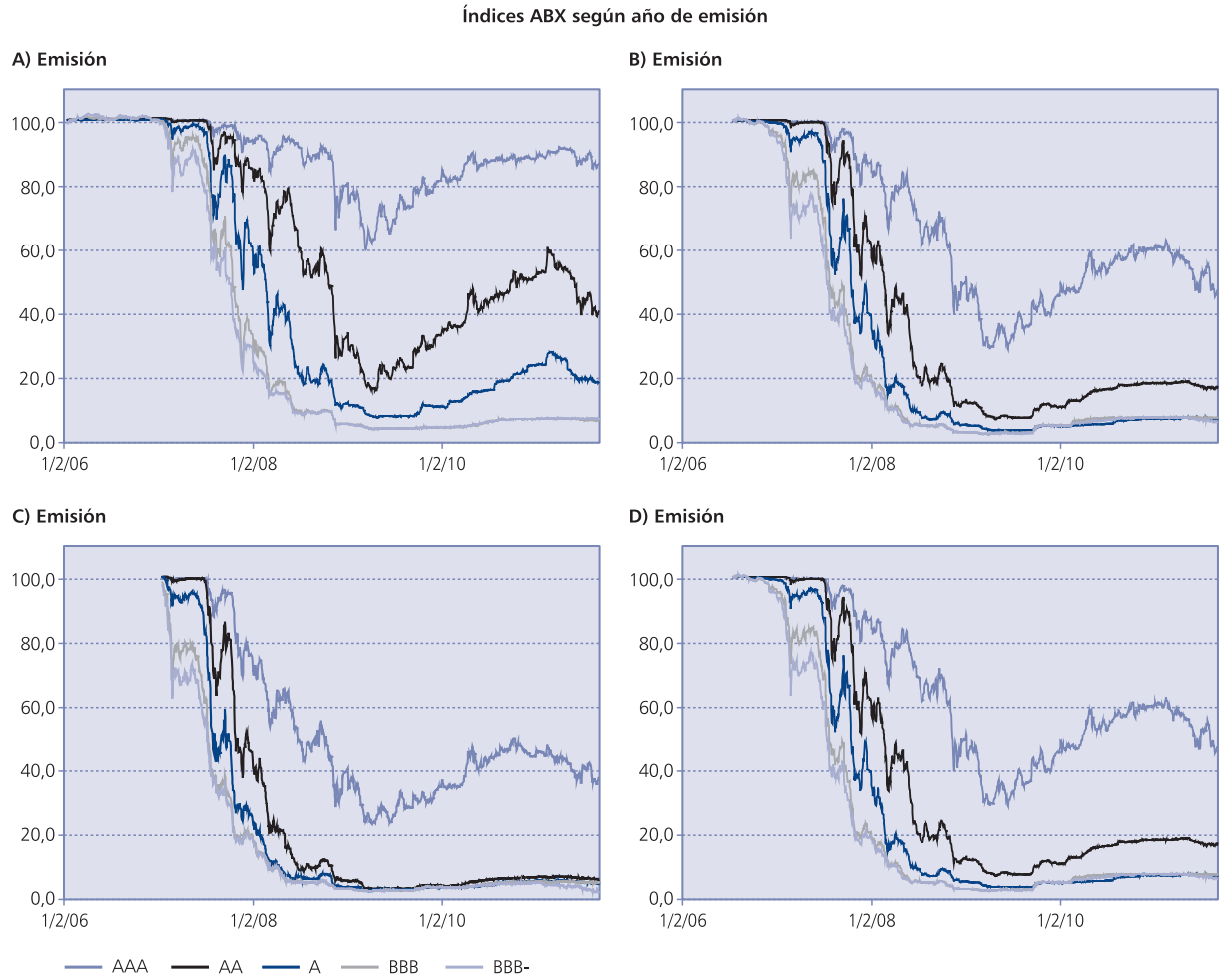
En todo el sistema financiero, el problema de las CDO es la complejidad de valorarlas cuando los prestatarios empiezan a dejar de pagar. Surgen dos problemas. El primero, comprar CDO cuando aparecen las insolvencias y los impagos generalizados implica un gasto de tiempo y una investigación exhaustiva de las hipotecas subyacentes para determinar qué pagos son probables y asignarles un precio razonable. Segundo, dado que las valoraciones son problemáticas incluso para los propietarios de las CDO, el valor de las CDO tenidas por otra institución puede ser prácticamente imposible de determinar. Ello, a su vez, dificulta que las instituciones puedan evaluar si sus socios comerciales han sufrido pérdidas y de qué magnitud.

IV. ABX

De hecho, Markit —una empresa de servicios financieros— creó índices de valor de las CDO basados en hipotecas *subprime*. El gráfico 5 muestra la evolución de los índices Markit, con el nombre ABX.HE o, de manera abreviada, ABX.

Los índices siguen los valores de las CDO constituidas desde la última mitad de 2005 hasta la primera mitad de 2007. Hay cuatro cosechas del índice: una que empezó a comercializarse el 19 de enero de 2006, otra el 19 de julio de 2006, otra el 19 de enero de 2007 y otra el 19 de julio de 2007. No se han creado nuevos índices desde entonces, dado el bajo volumen de acuerdos, evidentes en el gráfico 1. El índice que empieza en enero de 2006 se basa en CDO creadas en la última

GRÁFICO 5
ÍNDICES ABX
(19 de enero de 2006 a 31 de agosto de 2011)



Fuente: Markit Group Limited/Haver Analytics.

mitad de 2005 usando las hipotecas originadas en ese momento. Las cosechas subsiguientes de los ABX representan de manera similar las hipotecas hechas antes del comienzo de cada índice.

Cada cosecha se subdivide en cinco tramos, variando desde AAA a BBB-, donde las calificaciones son las menores de las emitidas por Moody's y S&P (6). Los valores del índice se obtienen de los *swaps* de créditos impagados subyacentes con el cupón de seguro fijado para la vida comercial. El cupón se establece para que el índice se comercialice a la par —100— en el comienzo, a menos que tal cupón exceda 500 puntos básicos, en cuyo caso, el cupón se fija a 500 puntos básicos. El cuadro n.º 1 muestra los cupones de los tramos de los índices de los ABX. Los índices ABX peor calificados a julio de 2007 se comercializaron bajo la par a su comienzo en julio de 2007, y tenían cupones de 500 puntos básicos.

Cada cosecha del índice se basa en 20 acuerdos de CDO respaldadas por hipotecas, llevados a cabo en los seis meses anteriores. Por ejemplo, el índice ABX. HE 06-1 se construye a partir de acuerdos creados en la segunda mitad de 2005. Se incluyen los mayores creadores (7).

Deben cumplirse estrictos requisitos en un acuerdo para evaluar su inclusión en el índice. El valor de cada acuerdo debe ser de, al menos, 500 millones de dó-

CUADRO N.º 1

CUPONES SOBRE LOS ABX

Fecha	*Calificación*	*Cupón (puntos básicos)*
Enero 2006	AAA	18
	AA	32
	A	54
	BBB	154
	BBB-	267
Julio 2006	AAA	11
	AA	17
	A	44
	BBB	133
	BBB-	242
Enero 2007	AAA	9
	AA	15
	A	64
	BBB	224
	BBB-	389
Julio 2007	AAA	76
	AA	192
	A	369
	BBB	500
	BBB-	500

Fuente: Markit Group Limited y Haver Analytics.

lares. Cada tramo debe tener una vida media de entre cuatro y seis años, y el tramo AAA debe tener una vida ponderada media de más de cinco años. Ningún creador del título puede tener más de cuatro acuerdos incluidos.

Se dice que el ABX se vende «al precio» porque los índices se comercializan basándose en el valor del índice. El contrato es un *swap* de impago de crédito (CDS), no un título de compra o venta. La protección al comprador de un CDS sobre un ABX paga una prima de seguro fija en protección al vendedor. Dado que se fija un pago periódico del seguro, los cambios en la tesorería al comienzo del contrato de CDS reflejan cualquier desviación del valor del seguro desde su valor a la par. Si el valor del índice es menor que 100 al comienzo de un contrato de CDS sobre un ABX, la protección del vendedor paga 100 menos el valor corriente del índice a la protección del comprador. Si el valor del índice supera 100, lo cual sucedió a veces en 2006 y a comienzos de 2007, la protección del comprador paga el índice corriente menos 100 a la protección del comprador (8). La protección del comprador hace entonces pagos periódicos a la protección del vendedor por razón del seguro. En caso de impago de la CDO, la protección de la CDO paga la protección del comprador.

Este índice es un indicador del valor de las CDO en general, aunque todavía no muestre el valor de un CDO en particular.

El gráfico 5 muestra que los valores de las CDO cayeron mucho durante la crisis financiera. Hay similitudes entre las caídas del precio entre cosechas. Los tramos peor calificados cayeron más, lo cual concuerda con la cascada de pagos dentro de estos tramos y los flujos de caja en periodos de impago sobre los pagos de la hipoteca subyacente. Los tramos peor calificados, el BBB y BBB-, eran finalmente menos valiosos a finales de 2008.

Aunque las primas fijas estaban aumentando para los CDS sobre los índices ABX, resulta claro que los últimos tramos cayeron más. Ello puede interpretarse como una variación en la calidad de los préstamos subyacentes y de la garantía a lo largo del tiempo. El análisis de Demyanyk y Van Hemert (2011) de los préstamos *subprime* indica un deterioro persistente y gradual de la calidad del préstamo entre 2001 y 2007. Y, por si fuera poco, los valores en descenso de los hogares, combinados con la incapacidad para refinanciar debido a la caída de los valores de los hogares, incrementaron el riesgo de los flujos de caja subyacentes (9).

Los tramos AAA de las cosechas caen en cantidades difíciles de cuadrar con títulos de bajo riesgo. El tramo AAA de la cosecha de 2006 cae cerca de un 40 por 100, de 100 a aproximadamente 60 a comienzos de 2009. El tramo AAA de 2007 cae un poco más, de 100 a alrededor de 25 a comienzos de 2009, un descenso de valor del 75 por 100. Sin duda, la caída inesperada de los precios de la vivienda explica esto en gran parte. Griffin y Tang (2011) demuestran, sin embargo, que el riesgo de los tramos mejor valorados estuvo infravalorado en el momento de crear las obligaciones de deuda colateralizadas.

Mian y Sufi (2009) parecen demostrar que el incremento de la oferta de hipotecas *subprime* relajó los criterios de préstamo y contribuyó a su crecimiento posterior. Aunque correlacionadas con un incremento en la tituliza-

ción, ello es consistente con una titulización que aumenta la oferta o con un incremento de la demanda de préstamos titulizados de alto riesgo, llevados a cabo por Fannie Mae y Freddie Mac, que generó un aumento de los préstamos realizados a prestatarios de alto riesgo.

V. EL PAPEL DE LAS CDO EN LA CRISIS FINANCIERA

La extensión de esta crisis desde un sector relativamente pequeño del sistema financiero a los mercados y a otros países se tradujo en tensiones financieras globales. Ello no refleja un gran valor de las hipotecas *subprime* en relación con otros activos. Dwyer y Tkac (2009) estiman que las hipotecas *subprime* son no más de un 1 por 100 del valor global de los bonos, valores de Bolsa y depósitos bancarios.

Los bancos de varios países sufrieron pérdidas sustanciosas, seguidas de serias limitaciones y reestructuraciones. La turbulencia, y la consiguiente falta de confianza, se extendieron a otros mercados de activos y a la economía real. Brunnermeier (2009), Dwyer y Tkac (2009) y otros registran la evolución y extensión de la crisis y el papel de las CDO en ella.

Las percepciones y evaluaciones erróneas del riesgo de estos productos financieros estructurados son básicas para muchas explicaciones sobre la crisis. La percepción errónea del riesgo puede haber surgido, en parte, por la incapacidad de algunos participantes en el mercado para diferenciar entre el riesgo de los tramos calificados con AAA de las CDO y los bonos corporativos calificados con AAA (Brennan *et al*., 2009). Una calificación no es un estadístico suficiente del riesgo y, aunque no se pretenda, la cantidad de equilibrio de riesgo no percibida por los compradores de productos estructurados puede ser mayor que la que los compradores perciben (Dwyer, 2009).

Además del posible error de precios, la valoración de los tramos de CDO es particularmente problemática si hay impagos generalizados (Smithson, 2009), algo que no era aparente antes de que los impagos comenzasen en 2007. Los modelos de valoración tienen cuatro insumos clave: las tasas de impago, el riesgo de prepago, las tasas de recuperación y las correlaciones de impagos. Los problemas de estimar todos estos factores se hicieron importantes cuando los precios de la vivienda empezaron a caer. Las correlaciones de impagos se basan en datos históricos, y fueron infraestimadas al basarse en un periodo de incremento de los precios de las viviendas y de expansión económica. Dado que la probabilidad de observar impagos a gran escala se incrementa, y que las correlaciones de impago aumentan, los precios de los tramos senior de las CDO caen con los precios de los tramos de mayor riesgo. Se infraestimó el valor del riesgo en los tramos de CDO, al menos, *ex post*. Coval *et al*., (2009) analizan el riesgo inherente al proceso de titulización y, en particular, a cómo el riesgo migra hacia tramos mejor calificados en caso de que adquiera importancia un *shock* común, como es el de la caída de los precios de la vivienda.

Los datos ABX ya han sido sujeto de varios estudios estadísticos. Fender y Scheicher (2009) usan dos cosechas para rastrear la crisis, y concluyen que el incremento del riesgo de liquidez y la disminución del apetito por el riesgo fueron factores importantes en los descensos del precio de los tramos mejor calificados. Longstaff (2010) usa los índices ABX para comprobar el contagio del mercado referenciado a los activos *subprime* hacia otras partes del sistema financiero, y halla una fuerte evidencia de contagio y de riesgo de liquidez con revisiones de la prima de riesgo, que identifica como el canal más probable de transmisión. Longstaff también prueba que los rendimientos de ABX llevan a ganancias en la Bolsa y el bono refleja cambios en hasta tres semanas, sugiriendo que se reflejaba bastante información en estos precios antes de que se hiciera en otros mercados. Gorton (2009) encuentra que las caídas en los índices ABX y el mercado de *repos* estaban fuertemente correlacionados por una cierta combinación de riesgo de contraparte y de falta de liquidez.

Dungey *et al*. (2011) demuestran que el valor de los ABX es significativamente menor debido a la crisis financiera, además de cualquier efecto de continuidad de los valores en descenso de la propiedad inmobiliaria. Mediante un análisis estadístico, estimamos un factor común en los índices ABX del gráfico 5. Usamos la *London Interbank Borrowing Rate* (LIBOR) menos la tasa *Overnight Index Swap* (OIS) como medida de la crisis financiera, reflejando las preocupaciones por el riesgo de contraparte y la liquidez durante la crisis financiera. Estimamos que el valor del ABX fue un 20 por 100 menor a finales de 2009 que el que habría alcanzado sin los valores temporalmente elevados del LIBOR menos la OIS durante la crisis financiera.

Más especulativamente, hay otras formas importantes en las que el ABX puede haber contri-

buido a la crisis financiera. El índice ABX se usó como base para el así llamado «arbitraje», en el que los corredores hacían apuestas sobre el mercado hipotecario En la medida en que los corredores incrementaban el riesgo de sus posiciones al hacerlo, estos contratos pueden haber contribuido a las ganancias y pérdidas debidas a la subyacente caída en los precios de la vivienda, la incertidumbre sobre las pérdidas de otros y las dificultades financieras. En sí mismas, y de sí mismas, tales ganancias y pérdidas son transferencias de suma fija después de que ocurran ganancias y pérdidas, pero tales contratos contribuyeron a las pérdidas de algunos agentes que pudieran haber incrementado muy bien la incertidumbre sobre la solvencia de otros. Entonces, de nuevo, este efecto habría sido despreciable. No me consta que haya estudios sobre este asunto hasta la fecha.

VI. QUIEBRAS, TITULIZACIÓN Y TRANSFERENCIA DE RIESGOS

Al menos una empresa (AIG) tomó posiciones considerables en CDO de hipotecas *subprime* al suscribir contratos CDS sobre ellas, y fracasó, al menos en parte, por dichos contratos (Kos, 2010). AIG recibió fondos de la Reserva Federal el 16 de septiembre de 2008, el día en que se registró la bancarrota de Lehman. Muchas de las contrapartes de AIG con contratos CDS eran bancos en Europa que compraron el seguro de contratos CDS porque reducía sus requisitos de capital. Si AIG se hubiera ido a la bancarrota usando los acuerdos legales estándar, algunos bancos en Europa habrían tenido que incrementar considerablemente el capital. AIG también aseguraba CDO, que generaron pérdidas sustanciosas e iniciaron la etapa de crisis de liquidez que llevó a la Reserva Federal a dar fondos a AIG.

Además de titulizar préstamos de hipotecas, los creadores de préstamos han estado titulizando préstamos sobre otros muchos activos, tales como tarjeras de crédito. El incremento de la titulización por parte de los bancos ha sido, y continúa siendo, controvertido. La crítica que normalmente se les hace a estos acuerdos es que los realizados sobre transferencia de riesgo de crédito reflejarán información asimétrica entre, por una parte, los creadores y los vendedores de los préstamos y, por otra, los compradores de éstos (DeMarzo, 2005; Chiesa, 2008).

De modo irónico, se ha llevado a cabo alguna titulización para crear la apariencia, pero no la realidad, de la transferencia de riesgo de crédito. Los bancos crearon entidades al margen del balance general, vehículos que adquirieron los títulos a medio y a largo plazo y financiaron las compras emitiendo papel comercial avalado por activos (10). Se suponía que estos acuerdos tenían que transferir el riesgo de crédito al vehículo y luego al tenedor del papel comercial, pero los términos de contratos efectivos no hacían ninguna transferencia de riesgo aparente (Acharya, Schnabl y Suárez, 2011).

VII. CONCLUSIÓN

¿Ha jugado la innovación financiera algún papel en la crisis de 2007-2008? No hay duda. Al comenzar la crisis, algunas innovaciones financieras estaban tan extendidas que las dificultades financieras estaban abocadas a tocarles y a generar efectos adicionales a causa de ellas.

Una cuestión más pertinente es si «la crisis financiera fue causada por ciertas innovaciones financieras» o, lo que es lo mismo, «si la crisis financiera no habría ocurrido sin ciertas innovaciones financieras». Una respuesta cuidadosa a esta cuestión exige precisión al definir crisis financiera, precisión que posibilitaría el análisis de si la crisis financiera así definida hubiera podido tener lugar sin las innovaciones. Es poco probable que la Gran Moderación y el empuje del Gobierno de los Estados Unidos a aumentar los préstamos a prestatarios de hipotecas de alto riesgo hayan estado muy afectados por la innovación financiera. Es plausible que la combinación de estos dos acontecimientos pudiera haber incrementado el riesgo de las hipotecas y los precios de las viviendas. Merece la pena recalcar que, en el contexto de la crisis de los Estados Unidos, la toma de Fannie Mae y de Freddie Mac el 7 de septiembre de 2008 fue el comienzo del punto álgido de la crisis (11). No está claro si el desenlace de precios más altos de la vivienda y de préstamos hipotecarios más arriesgados habría sido una crisis espectacular o un gradual desenmarañamiento de acuerdos insostenibles.

El asunto es similar en varios aspectos al análisis que hacen Friedman y Schwartz (1963) de la Gran Depresión de 1929 a 1933 y a su conclusión de que una desastrosa política monetaria contribuyó sustancialmente al derrumbe de la economía. Aunque su investigación no relacionó todos los aspectos, su detallado análisis de los acontecimientos en el contexto de una teoría económica acercó el debate a un nivel mucho más serio que en análisis

previos. Es probable que tal investigación sea necesaria en el análisis de la crisis financiera de 2007-2008, para que se pueda discutir la causa de tal crisis a un nivel similar. Mientras tanto, la respuesta de cualquiera sobre el papel de la innovación financiera en la crisis puede que probablemente esté reflejando sus creencias previas a ésta, y esté obviando, en mayor o menor medida, cualquier evidencia obtenida de la propia crisis.

NOTAS

(*) El Ministerio de Educación y Cultura español ha apoyado parcialmente esta investigación a través del proyecto SEJ2007-67448/ECON y ECO2010-17158. Ellyn Terry me ha sido de gran ayuda en la investigación. Cualquier error es de mi absoluta responsabilidad. Los comentarios expresados aquí son míos, y no necesariamente del Federal Reserve Bank of Atlanta o de la propia Reserva Federal.

El artículo «La innovación financiera y la crisis financiera de 2007-2008», titulado originalmente «Financial Innovation and the 2007-2008 financial crisis», ha sido traducido del inglés por M.ª Teresa Fernández Fernández.

(1) La creación de estos títulos y el significado de atrincheramiento se explica en este artículo.

(2) *Nota del traductor:* en el texto se mantienen las siglas correspondientes al inglés por ser ampliamente utilizadas en la literatura financiera.

(3) Fry (2009) resume los acontecimientos en Australia y concluye que se evitó una crisis financiera por un *boom* de los recursos y una regulación relativamente estricta de los bancos en Australia.

(4) Estas CDO de RMBS entramadas son similares a las *CDOs-Squared,* aunque los tramos de RMBS no son en sí mismas CDO. Whetten (2005) analiza el riesgo de las *CDOs-Squared*.

(5) Smithson (2009) resume bastante bien los asuntos de valoración.

(6) Un tramo particular incluido en el índice de una calificación concreta, digamos AA, se incluye en el tramo AA del índice ABX durante la vida del acuerdo, incluso si la calificación del tramo real se aparta de la AA.

(7) Los tratantes con licencia en los índices ABX.HE incluían ABN AMRO, Bank of America, Barclays Capital, Bear Stearns, BNP Paribas, Calyon, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JPMorgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, RBS Greenwich, UBS y Wachovia.

(8) Este pago inicial crea un riesgo de crédito para la parte que hace un pago inicial que podría ser bastante elevado cuando el valor del índice se aproxima a cero.

(9) La refinanciación generalmente es posible si (y solo si, el valor de la vivienda es mayor que el valor de la nueva hipoteca. Mientras que las hipotecas hechas por el 100 por 100 del valor de una casa fueron posibles antes de 2007, también es a menudo posible no tomar prestado más del 80 por 100 del valor de la vivienda. Dada la magnitud del descenso de los precios de la vivienda en los Estados Unidos, muchos propietarios de viviendas deben más del valor de sus casas.

Si el valor de la casa cae, es posible que el propietario deba más que el valor de la casa. En esta situación, si la hipoteca no tiene aval, que significa que la casa es la única garantía del préstamo, lo mejor financieramente para un prestatario es no pagar. A pesar de las opiniones en contra, las hipotecas son préstamos con aval en la mayor parte de los Estados (Ghent y Kudlyak, 2009). Las hipotecas no tienen aval en estados como Arizona, y puede ser difícil conseguir una sentencia que obligue a los prestatarios que han incurrido en impagos en otros estados.

(10) Algunos vehículos tenían sólo activos creados por su institución patrocinadora, algunos tenían sólo activos originados por otros, y algunos, ambos (Acharya, Schnabl y Suárez 2011: 7).

(11) Dwyer y Tkac (2009, apéndice) resumen detalladamente los acontecimientos entre enero de 2007 y marzo de 2009.

BIBLIOGRAFÍA

Acharya, V. V., y T. S. Öncü (2011), «The repurchase agreement (repo) market)», en *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance* (eds.): V. V. Acharya, T. F. Cooley, M. P. Richardson e I. Walter, 319-350, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.

Acharya, V. V.; M. Richardson; S. Van Nieuwerburgh, y L. J. White (2011), *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac and the Debacle of Mortgage Finance*, Princeton, Princeton University Press.

Acharya, V. V.; P. Schnabl, y G. Suárez (2011a), «Securitization without risk transfer», mimeo, New York University.

Benmelech, E., y J. Dlugosz (2009), «The alchemy of CDO credit ratings», *Journal of Monetary Economics* 56 (5): 617-634.

Bhansali, V.; R. Gingrich, y F. A. Longstaff (2008), *Systemic credit risk: What is the market telling us? Financial Analysts Journal*, 64 (4): 16-24.

Brennan, M. J.; J. Hein, y S. Poon (2009), «Tranching and rating», *European Financial Management*, 15 (5): 891-922.

Brunnermeier, M. K. (2009), «Deciphering the 2007-08, Liquidity and Credit Crunch», *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1): 77-100.

Carbó Valverde, S. (2009) «Financial stability, systemic risk and dynamic provisioning: The case of Spain». Presentación en la conferencia *Regulating Systemic Risk*, patrocinada por el Center for Financial Innovation and Stability, Federal Reserve Bank of Atlanta, octubre. Disponible en: http://www.frbatlanta.org/documents/news/conferences/09-regulating_systemic_risk_presentation_valverde.pdf.

Connor, G.; T. Flavin, y B. O'Kelly (2011), «The U.S. and Irish credit crises: Their distinctive differences and common features», *Journal of International Money and Finance,* próxima publicación.

Coval, J. D.; J. Jurek, y E. Stafford (2009), «The economics of structured finance», *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1): 3-25.

Chiesa, G. (2008), «Optimal credit risk transfer, monitored finance, and banks», *Journal of Financial Intermediation*, 17: 464-477.

DeMarzo, P. M. (2005), «The pooling and tranching of securities: A model of informed intermediation», *Review of Financial Studies*, 18 (1): 1-35.

Demyanyk, Y., y O. Van Hemert (2011), «Understanding the subprime mortgage crisis», *Review of Financial Studies,* 24 (6): 1848-1880.

Dungey, M.; G. P. Dwyer, y T. Flavin (2011), «Systematic and liquidity risk in subprime-mortgage backed securities», mimeo, CAMA, Australian National University.

Dwyer, G. P. (2009), «Credit ratings and derivatives», *Notes from the Vault* (agosto). Disponible en: http://www.frbatlanta.org/cenfis/pubscf/credit_ratings_and_derivatives.cfm.

Dwyer, G. P., y P. Tkac (2009), «The financial crisis of 2008 in fixed income markets», *Journal of International Money and Finance,* 28 (8): 1293-1316.

— (2010), «The financial crisis of 2008 and subprime securities», en *Financial Contagion: The Viral Threat to the Wealth of Nations*, R. W. Kolb (ed.): 229-236, Nueva York, John Wiley & Sons, Inc.

Fender, I., y M. Scheicher (2009), «The pricing of subprime mortgage risk in good times and bad: Evidence from the ABX.HE indices», *Applied Financial Economics*, 19: 1925-1945.

FLANNERY, M. J. (2009), «Stabilizing large financial institutions with contingent capital certificates», disponible en http://ssrn.com/abstract=1485689.

FRIEDMAN, M., y A. J. SCHWARTZ (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960,* Princeton, Princeton University Press for the National Bureau of Economic Research.

FRY, R. (2009), «Australia's resilience during the GFC». Presentación en la conferencia *Regulating Systemic Risk,* celebrada en el Center for Financial Innovation and Stability, Federal Reserve Bank of Atlanta, octubre. Disponible en: http://www.frbatlanta.org/documents/news/conferences/09-regulating_systemic_risk_presentation_fry.pdf.

GHENT, A. C., y M. KUDLYAK (2009), «Recourse and residential mortgage default: Theory and evidence from U.S. States», mimeo, Federal Reserve Bank of Richmond.

GOODMAN, L. S.; S. LI, D. J. LUCAS; T. A. ZIMMERMAN, y F. J. FABOZZI (2008), *Subprime Mortgage Credit Derivatives*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.

GORTON, G. B. (2009), «Information, liquidity and the (ongoing) panic of 2007», *American Economic Review,* 99 (2): 567-572.

GORTON, G. B., y A. METRICK (2010), «Securitized banking and run on repo», mimeo, Yale University.

GRIFFIN, J. M., y D. Y. TANG (2011), «Did subjectivity play a role in CDO credit ratings?», *Journal of Finance*, de próxima aparición.

HONOHAN, P. (2010), «The Irish banking crisis: Regulatory and financial stability policy, 2003-2008», A Report to the Minister of Finance by the Governor of the Central Bank.

KOS, D. (2010), «The AIG backdoor bailout», *International Economy*, Primavera: 50-64.

LONGSTAFF, F. A. (2010), «The subprime mortgage credit crisis and contagion in financial markets», *Journal of Financial Economics,* 97: 436-450.

LONGSTAFF, F. A., y A. RAJAN (2008), «An empirical analysis of the pricing of collateralized debt obligations», *Journal of Finance,* 63 (2): 529-563.

LUCAS, D. J.; L. S. Goodman, y F. J. Fabozzi (2006), *Collateralized Debt Obligations*, segunda edición. Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.

MIAN, A. R., y A. SUFI (2009), «The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the 2007 mortgage default crisis», *Quarterly Journal of Economics,* 124 (4): 1449 - 1496.

MILNE, A., y G. WOOD (2009), «Shattered on the rock? British financial stability from 1866 to 2007», *Journal of Banking Regulation*, 10 (2): 89-127.

NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS IN THE UNITED STATES (2011), *The Financial Crisis Inquiry Report*, Washington, Government Printing Office.

PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS, U.S. SENATE (2011), *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse.*

PINTO, E. J. (2010), «Government housing policies in the lead-up to the financial crisis: A forensic study», mimeo, American Enterprise Institute. Disponible en: http://www.aei.org/docLib/Pinto-Government-Housing-Policies-Crisis.pdf

SMITHSON, C. (2009), «Valuing "hard-to-value" assets and liabilities: Notes on valuing structured credit products», *Journal of Applied Finance,* 2 (1 y 2): 1-12.

SPECIAL INVESTIGATION COMMISSION (2010), *Report of the Special Investigation Commission,* capítulos seleccionados están disponibles en inglés en: http://sic.althingi.is/.

TAVALOKI, J. M. (2008), *Structured Finance and Collateralized Debt Obligations*, segunda edición, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.

WALLISON, P. J. (2011), «Dissenting statement», en *The Financial Crisis Inquiry Report*, realizado por la National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States: 441-544, Washington, Government Printing Office.

WHETTEN, M. (2005), *CDOs-Squared Demystified. Nomura Fixed Income Research.*

POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES Y REGÍMENES MONETARIOS: UN NUEVO MARCO PARA EL SISTEMA BANCARIO

Joaquín LÓPEZ PASCUAL
Joaquín ZAMORANO VALIÑA
CUNEF

Resumen

En este trabajo se advierte de la necesidad de revisar el régimen monetario vigente para que la inclusión de la estabilidad financiera, como objetivo que acompañe a la estabilidad monetaria y las políticas macroprudenciales, pueda definir un nuevo consenso de política monetaria. Los bancos son conscientes de que serán la clave de las propuestas de salida a esta crisis, pero también hay que advertir que sólo podrán serlo desde propuestas que realmente persigan la estabilidad macroeconómica, no desde aquellas que parecen incorporar un marcado ajuste de cuentas. Este protagonismo del sistema bancario es crucial en la zona euro, pues el mercado bancario no puede estar realmente integrado mientras que los bancos continúen estando implícitamente garantizados por los gobiernos nacionales fiscalmente soberanos.

Palabras clave: régimen monetario, estabilidad financiera, políticas macroprudenciales, intermediarios financieros, mercado bancario.

Abstract

This paper warns of the need to review the current monetary regime so that the inclusion of financial stability as a goal accompanying monetary stability and macroprudential policies could define a new consensus on monetary policy. Banks are aware that they will be the key to the proposed solutions to this crisis, but it should also be noted that it will only be done with those actually pursuing macroeconomic stability, not with those that appear to incorporate a strong reckoning. The prominent role of the banking system is crucial in the euro zone, as the banking market cannot be truly integrated while banks continue to be implicitly guaranteed by fiscally sovereign National Governments.

Key words: monetary regime, financial stability, macroprudential policies, financial intermediaries, banking market.

JEL classification: E42, E52, G21.

I. INTRODUCCIÓN

DESDE el punto de vista de los objetivos de una política monetaria, la crisis financiera iniciada a mediados del año 2007 ha proporcionado dos lecciones básicas: la primera, ya conocida, pero ignorada, es que la estabilidad macroeconómica no garantiza por sí misma la estabilidad financiera. La segunda, que incluso cuando una determinada estrategia monetaria alcanza el éxito en el logro de esa estabilidad macroeconómica a corto plazo, ello no implica que se esté garantizando la estabilidad a medio y largo plazo. Es más, la forma de alcanzar ese éxito a corto plazo puede constituir la semilla de futuros episodios de inestabilidad. Como corolario, se obtiene que ni la estabilidad monetaria ni la política de tipos de interés son suficientes para alcanzar la estabilidad financiera.

Con la finalidad de asumir estas lecciones, se está reclamando la necesidad de introducir la estabilidad financiera como un objetivo explícito y separado del de la estabilidad monetaria, así como dotarles de diferentes instrumentos, incluso en el caso de que estén bajo la misma autoridad. Los instrumentos considerados se engloban, básicamente, en las llamadas políticas macroprudenciales, definidas como el conjunto de políticas dirigidas a limitar el excesivo crecimiento del crédito y la aparición del riesgo sistémico dentro del sistema financiero, así como de prevenir y gestionar los posibles desequilibrios en los mercados de activos.

Sin embargo, estas iniciativas, aunque necesarias, no son suficientes para hacer frente a los problemas actuales ni mucho menos; definen, por sí mismas, un nuevo consenso de política monetaria. Además de tener que diferenciar conceptualmente la política monetaria y la política dirigida a la estabilidad financiera (Svensson, 2010), es necesario conocer cuál es el estado del régimen monetario en el que se insertan una vez hecha su aparición la actual crisis financiera y económica. O, más concretamente, es necesario conocer previamente hasta qué punto algunos de los principios, las reglas de comportamiento y el marco analítico utilizado en el régimen monetario —el de metas de inflación— hayan podido ser invalidados, o al menos rectificados, por la crisis financiera iniciada a mediados de 2007, bien por haber sido afectados directamente por ella, bien por haber exigido actuaciones contrarias a esos principios en aras del rescate de las respectivas economías. Sólo entonces se podrá conocer la eficacia de esas medidas y disponer de un nuevo consenso de política monetaria

acorde con las actuales circunstancias.

Un aspecto clave del régimen monetario de metas de inflación es la falta de protagonismo que otorga a los intermediarios financieros, con lo que este régimen monetario presenta dificultades muy serias para explicar el inicio y la propagación de la actual crisis financiera. Pero, al mismo tiempo, todas las salidas de la crisis presentan a la banca como el actor principal. Esta asimetría está permitiendo que, entre otras cosas, a la banca se le esté reclamando una serie de actuaciones múltiples, diversas y muchas de ellas incompatibles entre sí. Baste decir que se les requiere un grado de capitalización adecuado (Basilea III), que financien operaciones a largo plazo con fondos a largo plazo (Basilea III), que financien a las economías a los menores tipos de interés posibles, que proporcionen los servicios bancarios a precios reducidos, que asuman posiciones de riesgo sólo si el rendimiento tiene en cuenta la prima de riesgo requerida, que continúen financiando a los países, incluso si son muy vulnerables, y, en fin, que contribuyan a los costes de la crisis y al mantenimiento del sistema de pensiones con mayores dotaciones o, acaso, mayores impuestos. Como se analizará más adelante, muchas de estas exigencias parecen obedecer más a un ajuste de cuentas que a un intento de estabilizar las economías. En cualquier caso, esta situación es posible por la existencia de un régimen monetario de metas de inflación que necesita una revisión crítica, a costa de condicionar la eficacia de las políticas macroprudenciales.

En donde esta revisión parece más necesaria es en la Unión Monetaria Europea (UME), que, como se sabe, se encuentra en una situación especialmente delicada, pues no se trata sólo de que recupere los niveles de producción y empleo perdidos, sino que, además, debe encontrar el punto justo de solidaridad y disciplina: la solidaridad entre los países miembros que es necesaria si se quiere que la UME siga con sus objetivos fundacionales, y la disciplina en su acontecer económico, porque así lo exigen los mercados. Muchas de estas dificultades están asociadas a un mal entendimiento del funcionamiento de un área monetaria y de lo que realmente supone la adopción de un régimen monetario de metas de inflación, hasta el punto de que se puede concluir que éste régimen monetario es dramáticamente simple y permisivo para una zona tan compleja como es la zona euro (López Pascual y Zamorano Valiña, 2010).

El presente trabajo lleva a cabo una revisión inicial crítica del régimen monetario de metas de inflación desde un punto de vista muy concreto: el de las consecuencias que para una economía supone la adopción de un régimen monetario como el de las metas de inflación. Como se ha señalado, se trata de presentar los principios que lo sustentan y mostrar el papel jugado por el banco central, así como las características más importantes que definen al marco operativo que dicho régimen monetario ha venido ofreciendo a los bancos comerciales.

II. ALGUNAS CONSIDERACIONES INICIALES SOBRE EL RÉGIMEN MONETARIO DE METAS DE INFLACIÓN

Como se sabe, el régimen monetario de metas de inflación proporciona más un marco de referencia para la definición y conducción de la política monetaria que un conjunto de reglas rígidas a seguir. De hecho, en su instrumentación aparecen elementos que muy bien podían ser considerados como reglas, junto con otros que, por el contrario, incorporan una mayor discrecionalidad. De ahí que con frecuencia se le conozca como el régimen monetario de «discrecionalidad restringida». Esto significa que no es fácil realizarle una revisión sistemática. En cualquier caso, el éxito de este régimen monetario en alcanzar su objetivo básico de la estabilidad monetaria ha sido incuestionable. Todos los países que lo adoptaron experimentaron un proceso de reducción de la inflación muy importante. Y, lo que es más significativo, sin que ello supusiera, como en otras épocas, una restricción a su crecimiento económico, pues este régimen monetario ofrecía la posibilidad de reducir la inflación sin aumentar la llamada ratio de sacrifico (la suma de inflación y tasa de desempleo). Es el periodo de tiempo que se ha venido en llamar la «gran moderación», que transcurrió durante los últimos quince años anteriores a la aparición de la crisis financiera iniciada a mediados de 2007. Es más, ningún país ha tomado la decisión de abandonarlo.

Este éxito se basó en una nueva forma de gestionar la inflación, consistente en referenciar (anclar) las expectativas de inflación a la inflación objetivo propuesta por el banco central respectivo. Conforme la inflación fue disminuyendo y las expectativas inflacionistas se estabilizaron, los bancos centrales se vieron liberados de la obligación de adoptar políticas restrictivas cuando la actividad económica se aceleraba, lo que explica la

menor volatilidad macroeconómica mostrada a corto y medio plazo. Y, aunque los mercados financieros no acompañaron tal estabilización, las instituciones financieras, de forma gradual, comenzaron a creer que la presencia de la «gran moderación», junto con una mejor gestión del riesgo, llevaría a una reducción del riesgo crediticio y de mercado. De hecho, este periodo no sólo se caracterizó por una menor volatilidad macroeconómica, sino también por una reducción de la prima de riesgo en muchos activos financieros, lo cual es compatible con la noción de que los agentes económicos estuvieran realmente considerando el descenso de la volatilidad como una nueva característica de una dinámica macroeconómica permanentemente más estable y, consecuentemente, adoptar decisiones de inversión más arriesgadas. En resumen, el régimen monetario de metas de inflación se podía caracterizar por su flexibilidad, por estar centrado en el anclaje de las expectativas de inflación a la inflación establecida como objetivo por el banco central respectivo y en la gestión del ciclo económico a corto plazo a través de la manipulación de los tipos de interés.

Sin embargo, esto no significa que este régimen monetario esté exento de críticas. En primer lugar, porque la evaluación de un régimen monetario no debe realizarse fijándose exclusivamente en el éxito alcanzado, sino que, además, se deben tener en cuenta los costes en los que se han podido incurrir para el logro de esos objetivos. Desde esta perspectiva, hay que señalar que bajo su vigencia se gestaron y desarrollaron importantes desequilibrios macroeconómicos que, al fin y a la postre, dieron lugar a la actual crisis económica y financiera. Obviamente, han existido otros muchos factores que contribuyeron a esta crisis, pero el marco monetario existente no es baladí. En segundo lugar, porque se mantenía un supuesto que se ha visto desautorizado por la evidencia. Antes de la aparición de la crisis financiera, el régimen monetario de metas de inflación consideraba que las estabilidades monetaria y financiera eran, básicamente, complementarias. Se consideraba que el mantenimiento de la estabilidad de precios ayudaría a alcanzar unas condiciones macroeconómicas estables mediante el anclaje de las expectativas de inflación. La consiguiente reducción de la volatilidad macroeconómica disminuiría las probabilidades de que aparecieran episodios de inestabilidad financiera. Sólo hacía falta que los reguladores y supervisores bancarios obligasen a que las instituciones financieras individuales siguiesen políticas responsables en lo que respecta a sus decisiones de préstamo y que estuvieran suficientemente bien capitalizadas.

Está claro que los hechos han puesto de manifiesto lo equivocado de esta presunción, debilitando el consenso acerca de la conveniencia y la oportunidad de este régimen monetario; debilitamiento que es aún mayor si se tiene en cuenta que la disciplina que impone es muy reducida y que sus principios teóricos están ampliamente cuestionados, incapaces de explicar los recientes acontecimientos (Zamorano Valiña, 2010). Es ahora evidente que esta confianza estaba poco justificada. Lejos de fortalecer la estabilidad financiera, el periodo de la «gran moderación», facilitó una expansión muy fuerte del crédito y la adopción de posiciones más arriesgadas, al contribuir a que los inversores subestimasen los riesgos macroeconómicos potenciales y a propiciar la confusión de que largos periodos de relativa estabilidad macroeconómica equivalen a la presencia de seguridad absoluta.

III. LOS PRINCIPIOS Y REGLAS DE COMPORTAMIENTO LLEVADAS A CABO EN EL RÉGIMEN MONETARIO DE METAS DE INFLACIÓN

Las decisiones adoptadas en un régimen monetario son el resultado de sus supuestos y del marco analítico de base. Principios, reglas y marcos de análisis que no son invariables, sino que, por el contrario, son contingentes a las circunstancias económicas y, por tanto, objeto de supresión o, al menos, de rectificación cuando las circunstancias así lo aconsejen, como es el caso de la actual crisis financiera. De lo que se trata es de conocer hasta qué punto estos principios, reglas y modelos continúan siendo vigentes después de la aparición de la actual crisis financiera. En este sentido, los principios generales en los que se ha venido basando la estrategia monetaria de las metas de inflación en los últimos veinte años se pueden englobar en los seis siguientes (Noyer, 2011):

1) Ausencia de un *trade-off* a largo plazo entre inflación y desempleo.

2) Convencimiento de los beneficios de la presencia de una inflación reducida y estable para la actividad económica.

3) Importancia básica del anclaje de las expectativas de inflación.

4) Naturaleza esencialmente monetaria de la inflación.

5) Responsabilidad última de los bancos centrales en la gestión de la inflación.

6) Incorporación de esta responsabilidad en el marco institucional adecuado.

De estos seis principios, los básicos son la persistencia del *trade-off* entre inflación y actividad, y si la inflación continúa siendo un fenómeno monetario. La importancia de estos temas desborda los objetivos de este trabajo. Sólo cabe señalar que los estudios realizados no son determinantes, sino más bien apuntan a que estos principios continúan estando vigentes, pero no de una forma tan automática y general como antes de la aparición de la crisis. Es decir, continúan pudiéndose utilizar, pero más como referencia que como reglas estrictas. Está claro que se sigue aceptando el hecho de que no es posible alcanzar de forma permanente una mayor actividad económica sólo mediante la emisión de dinero. Pero, al mismo tiempo, las intervenciones masivas de los bancos centrales en los mercados de deuda, con la consiguiente inyección de liquidez, están salvando al sistema monetario y, por ende, a las propias economías, aunque las consecuencias de otro tipo —inflacionarias— son aún desconocidas.

En cuanto a los beneficios de una inflación reducida y estable, su aceptación tampoco debe ser innegociable. Por supuesto que continúa siendo la mejor aportación que la política monetaria puede hacer, pero ahora está más claro que no es la única aportación, que aunque la inflación no es la solución, hay que considerar las circunstancias económicas existentes. En este sentido, el elevado apalancamiento actual y el lento crecimiento económico fuerzan a que la salida más probable sea aquella que favorezca un trasvase de recursos de los acreedores a los deudores. Y tal trasvase sólo se puede hacer de tres formas básicas: mediante la represión financiera, el *default* o la inflación. En este sentido, no parece inadecuado revisar al alza los objetivos de inflación por parte de los bancos centrales (Blanchard *et al.*, 2010) de forma que se produzca una mayor inflación, del orden del 3-5 por 100, durante varios años. Obviamente, la inflación no es una variable que pueda regularse de forma mecánica o precisa, pero representaría un alivio para muchos países, entre ellos España, pues sus reformas laborales serían más fáciles de alcanzar con mejoras de competitividad motivadas por reducidos crecimientos salariales, y no como en la actualidad, en que la mejora de dicha productividad se alcanza sólo con caídas de salarios a través del desempleo. Una mayor inflación representa un mecanismo de transferencia arbitrario e injusto, pero es el que posibilitaría una más rápida recuperación económica. En cualquier caso, esta transferencia se llevará de una u otra manera, como es evidente que está sucediendo en la Unión Monetaria Europea.

Respecto al de si la inflación sigue siendo un fenómeno estrictamente monetario, continúa siendo clave para el armazón del actual régimen monetario, pues, entre otras cosas, justifica la presencia de los bancos centrales en la gestión de la inflación, además de constituir el factor más importante en la formación de expectativas de inflación. Y, al igual que los principios anteriores, resulta cuanto menos, debatible. Si la inflación dejara de ser un fenómeno monetario, supondría que habría que redefinir el papel del banco central en la gestión de la inflación, y dar cabida a aquellos agentes más determinantes en la formación de dichas expectativas, como, por ejemplo, los precios de las materias primas (en especial, el de la energía). Y el hecho de que se afirme que la influencia de estos factores temporales no necesariamente implica la naturaleza monetaria de la inflación. Cabe señalar, a estos efectos, que en los años anteriores a la crisis la enorme liquidez creada no afectó a la inflación, al menos la definida para los bienes y servicios, pero repercutió en la inflación de activos reales y financieros. En cualquier caso, las consecuencias futuras de las enormes inyecciones de liquidez llevadas a cabo por todos los principales bancos centrales en los últimos meses constituirán una prueba determinante sobre esta cuestión, aunque, por ahora, no parece que estén afectando a las expectativas de inflación, acaso porque afectan a la base monetaria, pero no a la oferta monetaria.

En resumen, la actual crisis económica y financiera no ha invalidado de forma total ninguno de los principios en que se ha basado el régimen monetario de metas de inflación en estos últimos años. La totalidad de ellos pueden ser incorporados en el régimen monetario de metas de inflación que resulte, pero esta aceptación no es ni automática ni general. Todos los principios caen ahora en la categoría de discutibles, negociables y, por tanto, mejorables. Y cuanto más claro esté si estos principios permanecen vigentes, más definido estará el régimen monetario de metas de inflación y más eficaces serán las medidas recientemente adoptadas.

1. Sobre las reglas de comportamiento

Además de estos principios, el régimen monetario de metas de inflación mantenía de forma implícita los siguientes supuestos:

1) Se pensaba que se disponía de un sistema financiero mucho más dúctil, fruto de las fuertes innovación y desregulación llevadas a cabo. Esta creencia justificaba la ampliación del riesgo y, por tanto, determinaba una política de favorecer que lo asumieran aquellos agentes que realmente estaban dispuestos y podían hacerlo.

2) La política monetaria no debería ir en contra de la formación de burbujas a través de incrementos de tipos de interés. Éste es un tema suficientemente estudiado, y las razones que se han venido esgrimiendo para ello son, básicamente, dos. La primera es que se creía imposible identificar una burbuja en tiempo real. Además, que el precio de un activo corresponda a sus fundamentos no es un seguro contra la aparición de una burbuja, pues la estrategia individual de un inversor no sólo depende de la discrepancia entre el precio de mercado y el precio que corresponde a sus fundamentos, sino que también depende, de forma crucial, de lo que otros agentes están haciendo. Y tal interdependencia puede llevar a resultados no óptimos. La segunda razón consistía en la creencia de que la política monetaria resultaba un instrumento muy burdo para desinflar una burbuja. Se argumentaba que una burbuja afecta sólo a un subconjunto de mercados de la economía, mientras que la política monetaria extiende su impacto sobre la economía en su totalidad. Esto supone que aquel banco central que decida desinflar una burbuja mediante un instrumento tradicional, como la subida de los tipos de interés, debería de aceptar el riesgo de conducir a la economía a una recesión, pues el incremento de tipos de interés necesario sería muy importante.

3) No se tuvo en cuenta la existencia de otros canales por los cuales la política monetaria puede contribuir a crear las condiciones para una inestabilidad financiera futura. Estos canales pasan, en su mayor parte, por el marco de actuación que dicho régimen monetario proporcionó a los bancos comerciales.

4) Como consecuencia, se adoptó la posición de que, en el caso de que una burbuja se deshiciera, la forma de atemperar sus consecuencias sería a través de una operación limpieza *(mopping up)* consistente en una drástica reducción de tipos de interés. Esta actuación venía avalada por el éxito que tuvo en el *crash* bursátil de octubre de 1987 y en el estallido de la burbuja de las «punto-com» en la segunda mitad de los años noventa del siglo pasado.

Como resultado, este conjunto de reglas determinó la aparición de problemas asociados al riesgo moral, ya que dotaba a los inversores de una especie de red de seguridad en sus actuaciones. Al garantizar que no se iban a adoptar medidas adicionales conforme se recuperaban los precios de los valores, la liquidez que se había proporcionado era, en muchos casos, la semilla para la próxima crisis. Asimismo, evidenció la necesidad de dotar de otro tipo de instrumentos a la política monetaria, como son las llamadas políticas macroprudenciales para paliar, en lo que se pueda, la ineficiencia y la perturbación que supone la aparición de burbujas y su posterior pinchazo, la existencia de otros canales por los cuales la política monetaria puede contribuir a crear las condiciones para una inestabilidad financiera y, por último, el reconocimiento de que los costes del pinchazo de una burbuja pueden ser muy elevados, como se está comprobando en estos últimos años, y por tanto no puede pretenderse que la política monetaria actúe como una protección completa para la economía.

2. Sobre el marco analítico

El diseño de las estrategias de política monetaria se basaba, y se basa, en el modelo de síntesis del nuevo keynesianismo (Clarida *et al.*, 1999) Este modelo se centra en las consecuencias de la existencia de rigideces reales y nominales en los mercados de bienes y de trabajo, que dan lugar a un *trade-off* a corto plazo entre inflación y actividad económica. Esta concepción teórica sirvió de base para los llamados modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general, utilizados, con los matices que se quiera, en la mayoría de los bancos centrales. Estos modelos recomendaban una política monetaria óptima parecida a una meta de inflación flexible, en el sentido en que apoyaban que los bancos centrales compensasen totalmente las perturbaciones de demanda que pudieran aparecer, pero aceptando movimientos temporales de la inflación ante la irrupción de perturbaciones de oferta, con la finalidad de limitar la volatilidad del *output*.

3. Sobre el papel de los intermediarios financieros

Pero lo más sorprendente de este marco analítico es la ausencia de intermediarios financieros. No

se quiere decir que la teoría macroeconómica al uso ni las autoridades monetarias ignorasen las consideraciones financieras. Pero esas fricciones servían únicamente como mecanismos de propagación y amplificación, más que ser considerados como una fuente potencial de perturbaciones importantes de la economía. Al comportamiento de los intermediarios financieros se le atribuía una relevancia marginal en el entendimiento de las fluctuaciones macroeconómicas, ignorando con frecuencia las imperfecciones financieras, al suponer que la transferencia de fondos de los ahorradores a los inversores se realizaba sin fricciones y de forma eficiente.

Esta ausencia práctica de los intermediarios financieros ha supuesto, entre otras cosas, que el régimen monetario vigente sea muy limitado a la hora de explicar la aparición y propagación de la crisis financiera. Por ejemplo, que la corrección de unas expectativas demasiado optimistas y/o la aparición de una perturbación importante lleve a reducir el valor de las acciones de un banco y/o la rentabilidad de sus inversiones (créditos). En cualquier caso, supondrá un descenso de la riqueza neta de ese banco representativo, lo que lleva a disponer de una menor cobertura para pérdidas no esperadas, así como un aumento del coste de la deuda no garantizada. Ante esta situación, los bancos disponen de dos actuaciones: reducir sus activos o aumentar su capitalización. Si eligen la primera vía, reducirían sus activos de acuerdo con su nivel de apalancamiento y propiciarían un descenso del precio de esos activos, lo que le llevaría a pérdidas mayores y afectaría al balance de otros bancos, amplificando los efectos de la perturbación. Igual sucedería si, dentro de esta actuación, decidiesen reparar sus balances mediante reducción de su actividad crediticia. Entonces, la venta de activos y/o una restricción al crédito (*credit crunch*) sólo harían que se amplificase la crisis financiera. En definitiva, la reducción del tamaño del balance propicia un resultado desalentador desde una perspectiva macroeconómica.

Sería preferible entonces la inyección adicional de capital. Pero mientras que los bancos pueden estar dispuestos a recapitalizarse, y lo pueden hacer a través de unos menores dividendos a sus accionistas o reduciendo la retribución a sus directivos, en la práctica son refractarios a tal actuación, sobre todo por lo que pueda tener de señal para los mercados de dificultades. Estos factores fueron determinantes en la génesis y el desarrollo de la actual crisis financiera, y son imposibles de captar con el marco analítico disponible hasta ahora. Es necesario que la intermediación financiera se lleve a un lugar preponderante del análisis macroeconómico. Reintroducir las consideraciones financieras en el análisis de las fluctuaciones macroeconómicas sería devolverlas a sus raíces históricas. Los primeros intentos ya se están realizando, como en el trabajo de Woodford (2010), donde una de las primeras conclusiones es que mientras que es suficiente pensar en términos de un único tipo de interés representativo en condiciones normales, es imprescindible ampliar el espectro de tipos de interés en tiempos de dificultades financieras.

IV. EL PAPEL DEL BANCO CENTRAL Y LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

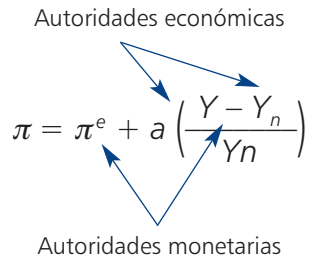
El régimen monetario de metas de inflación se caracteriza por dos factores básicos:

1) otorgar a las expectativas de inflación el papel clave en el desarrollo de su estrategia monetaria para el control de la inflación, y

2) mantener el papel protagonista de los bancos centrales en su función de gestionar la inflación, pero con una diferente instrumentación: pasar de controlar las tasas de expansión de los agregados monetarios a referenciar (anclar) las expectativas de inflación.

De lo que se trata es de conocer hasta qué punto la actual crisis financiera ha alterado la forma en que el público forma sus expectativas, y de qué manera la crisis financiera ha podido invalidar el mecanismo de transmisión de los bancos centrales desde la inflación objetivo a las expectativas de inflación. Tanto la coronación de las expectativas de inflación como el papel desempeñado por los bancos centrales son consecuencia directa de las dos herramientas teóricas desarrolladas desde la ruptura del sistema de Bretton-Woods, como fueron la llamada curva de Phillips ampliada con expectativas de inflación y el llamado modelo de Gordon-Barro. La curva de Phillips así desarrollada permitió la coronación de las expectativas de inflación como un elemento determinante de la inflación corriente, sustituyendo al estado del mercado de trabajo. El hecho de que un mercado laboral estuviera en equilibrio no garantizaba ya la ausencia de inflación, pues el hecho mismo de que los agentes tuvieran expectativas inflacionistas determinaba que habría inflación. Se reforzaba, por tanto, el significado original de la curva de Phillips en el sentido de que variables nominales tienen capacidad para afectar a variables reales.

ESQUEMA 1
CURVA DE PHILLIPS AMPLIADA CON EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



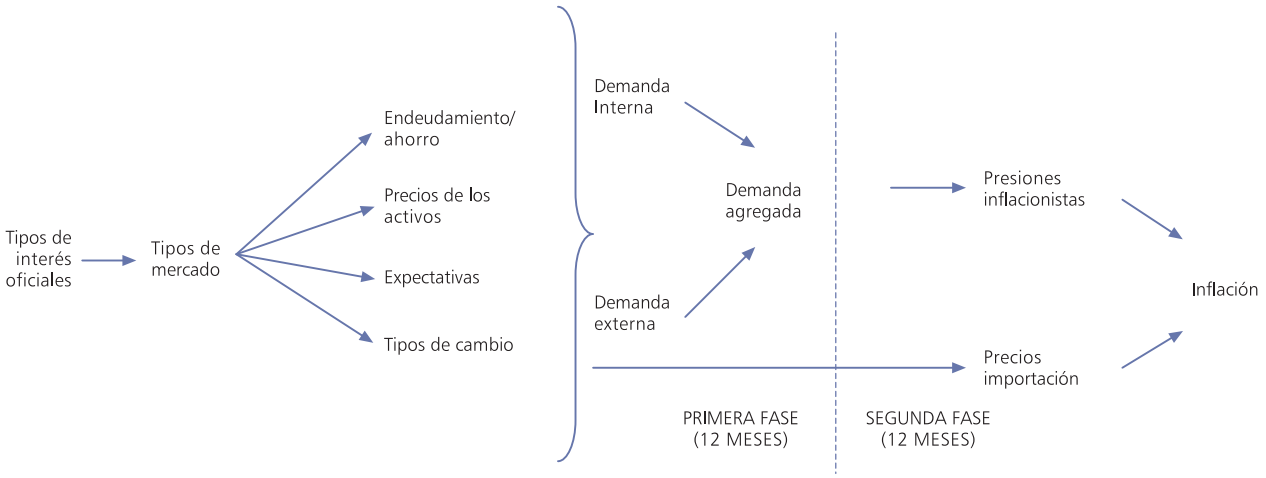
Además, esta relación facilitaba una especie de reparto de funciones en lo que respecta al control de la inflación entre las autoridades económicas, por una parte, y los bancos centrales, por otra, división que es uno de los pilares del actual régimen monetario de metas de inflación. En el esquema 1 se explica esta división con una curva de Phillips ampliada con expectativas de inflación.

Como puede verse, las autoridades económicas tienen su influencia sobre la inflación por dos vías. La primera, haciendo que los salarios sean más sensibles al estado del mercado de trabajo a través de un mercado laboral cada vez más flexible; esta flexibilidad salarial se recoge por el parámetro «a». La segunda forma de controlar la inflación discurre por medio de disminuciones de la tasa natural de desempleo, u_N, afectando a sus factores determinantes, como son la fiscalidad sobre las rentas del trabajo, los incentivos para la reentrada al mercado de trabajo (el sistema de prestaciones por desempleo), las mejoras de productividad, el crecimiento de los salarios comparado con las ganancias de productividad y, en fin, la relación real de intercambio. Una tasa natural de desempleo reducida es deseable, pues supone que las economías pueden presentar durante más tiempo un crecimiento mayor sin que éste se vea frenado por la aparición de la inflación. Esto explica la reclamación de muchos gobernadores a las autoridades económicas para que adopten medidas de flexibilización del mercado de trabajo y otro tipo de reformas estructurales. Desde este punto de vista, tales peticiones no son sino un reconocimiento de sus limitaciones en la lucha contra la inflación y deflación en las actuales economías.

Por su parte, las autoridades monetarias, o bancos centrales, gestionan el control de la inflación a más corto plazo mediante dos instrumentos básicos: el primero, el llamado canal tradicional de controlar el gasto a través del manejo de los tipos de interés oficiales y, por ende, los de mercado (ver esquema 2).

El segundo instrumento es el más novedoso, y acabaría siendo el canal de transmisión más importante de la política monetaria actual: el de las expectativas inflacionistas, erigiéndose los bancos centrales en el agente que le sirve de referencia o de ancla. El argumento es suficientemente conocido: si las expectativas de inflación son un factor tan importante en la determinación de la inflación, resulta clave conocer la forma en que se puedan formar y referenciar. En las economías de hace unas décadas, mucho menos desarrolladas financiera-

ESQUEMA 2
CONTROL DE LA INFLACIÓN POR LAS AUTORIDADES MONETARIAS



mente que las de ahora, era el propio público el que creaba sus expectativas, éstas se formaban atendiendo, fundamentalmente, al comportamiento pasado y presentaban un grado de dispersión muy elevado (expectativas adaptativas). Con el advenimiento del régimen monetario de metas de inflación, se intentaba que las expectativas estuviesen referenciadas a la inflación deseada (objetivo) por el banco central y que atendieran más al valor futuro que al comportamiento pasado.

Por tanto, el nuevo paradigma de la política monetaria se basó en sustituir a los agentes que realizaban esas expectativas de inflación (los propios agentes) por alguien de fuera (el banco central) y, al mismo tiempo, en cambiar las expectativas adaptativas (y, por tanto, con un componente muy importante del pasado) por un componente «a futuro» (*looking-forward*). En lenguaje más técnico, el banco central proporcionaba un anclaje a esas expectativas inflacionistas anunciando públicamente su inflación objetivo. En definitiva, el nuevo régimen monetario introduce en las economías una tensión entre la inflación corriente, las expectativas de inflación y la inflación objetivo que constituye la base del funcionamiento de las economías modernas. La disciplina de este régimen monetario de metas de inflación discurre, en última instancia, por la influencia que tenga la inflación objetivo sobre las expectativas de inflación.

La cuestión es, como se ha señalado, conocer la forma en que la crisis financiera ha podido afectar a este esquema. Los bancos centrales señalan en todos sus comunicados que las expectativas de inflación permanecen estables y bien ancladas, y sobre esta creencia han adoptado las medidas de política monetaria, incluidas las llamadas medidas no convencionales. Pero la sensación del público es que esas expectativas no recogen la sensación de inflación que se tiene. Consecuentemente, cada vez hay un mayor distanciamiento entre la inflación ofrecida como objetivo por los bancos centrales respectivos y la inflación percibida por los agentes, distanciamiento que constituye una de las bases de la pérdida de vigor del régimen monetario de metas de inflación en la actualidad. Asimismo, la influencia de los bancos centrales se está agotando conforme los tipos de interés están cercanos a su límite inferior, y en cuanto a las medidas no convencionales, ni se sabe a ciencia cierta su efecto verdadero ni pueden aplicarse de forma continua. Por tanto, el régimen monetario resultante de la crisis financiera debe reconocer una mayor participación de las autoridades económicas en la determinación en la gestión de la inflación y, con todo, referenciarse el objetivo a un horizonte temporal más dilatado.

La otra vía por la cual la crisis financiera puede haber cambiado el régimen monetario de metas de inflación, es la que afecta a la independencia de los bancos centrales. Como se sabe, para que una sociedad acepte la inflación propuesta como objetivo por el banco central, éste debe ser creíble. La argumentación teórica la proporcionó el llamado modelo de Gordon-Barro, con su teoría de la credibilidad de los bancos centrales. Para evitar un sesgo inflacionista, los bancos centrales deben ser, en efecto, creíbles (es decir, los anuncios que realicen acerca de la inflación futura deben ser creídos). Para adquirir esa credibilidad, los bancos centrales pueden invertir en ella eliminando de forma radical la excesiva inercia inflacionista, con el consiguiente coste en términos de pérdidas de producción y empleo, o convertirse en independientes, alejándose de las presiones políticas que supone la presencia de un desempleo elevado. Para ello, lo más conveniente, de acuerdo con esta teoría, sería adoptar un único objetivo: la estabilidad monetaria. Esto eliminaría de raíz cualquier expectativa de aceptar una mayor inflación para reducir el desempleo. Entonces, incorporar de forma explícita el objetivo de estabilidad financiera, aun reconociendo su necesidad, supone, desde esta perspectiva, un debilitamiento de la determinación hacía la estabilidad monetaria.

En este sentido, cabe señalar que el concepto de independencia admite dos acepciones, una débil y otra fuerte. La acepción débil recoge el principio de que el Gobierno no puede afectar a las decisiones del banco central y, como tal, siempre ha estado presente en muchos de los países avanzados. Una versión menos extrema fue la que se adoptó por los países avanzados durante la «gran moderación», cuyos elementos claves fueron: un objetivo de inflación entre el 2 por 100 y 3 por 100, una amplia desregulación financiera, el abandono del activismo de la política fiscal y ajustes de tipos de interés como único instrumento de política monetaria. Estas medidas, tomadas conjuntamente, han proporcionado a los bancos centrales una casi completa independencia del Gobierno. Las respuestas adoptadas en el inicio de la actual crisis financiera incluyen la adopción de una política fiscal activa y la regulación del sistema financiero para mantener la estabilidad sistémica del sistema. Pero esto significaba una merma

de la independencia de los bancos centrales tal y como se entendía, así como cualquier consideración o propuesta en el nuevo régimen monetario de una inflación mayor.

Además, los bancos centrales deben continuar mostrando esa independencia frente al ciclo político, pero ahora deben además mostrar independencia frente a los mercados financieros.

Asimismo, la actual crisis financiera ha afectado a determinadas funciones de los bancos centrales, en concreto, a las correspondientes a las de prestamista en última instancia. La única forma en que se ha podido parar, hasta el momento, el contagio de la crisis de la deuda dentro de la zona euro, y hacia otros países de fuera, ha sido mediante la garantía de los respectivos bancos centrales de que habría liquidez suficiente para pagar a los tenedores de esos bonos. Pero esto ha supuesto un agravio para el statu quo existente anteriormente, cuyas consecuencias no están muy claras. La controversia entre aquellos que están a favor de esta función y los que están en contra es muy intensa, y no está, ni mucho menos, resuelta.

En definitiva, cualquier intento de revisión del actual régimen monetario de metas de inflación debe tener en cuenta todos estos retos que ha traído la crisis financiera.

V. EL MARCO DE ACTUACIÓN DE LOS BANCOS COMERCIALES EN EL RÉGIMEN MONETARIO DE METAS DE INFLACIÓN

Mucho se ha escrito acerca de las condiciones previas que los países deberían de cumplir para adoptar un régimen monetario de metas de inflación (Miskhin, 2001), pero mucho menos de las implicaciones que supone esa adopción, sobre todo en lo que a los bancos comerciales se refiere.

A la vista de la experiencia de todos estos años, se puede señalar que la adopción de un régimen monetario de metas de inflación supuso para los bancos comerciales:

1) En primer lugar, un mayor estrechamiento de la relación entre inflación y tipos de interés. En los años anteriores a la aparición de la crisis, el descenso de la inflación llevó a que los niveles de tipos de interés se situaran por debajo de las tasas de crecimiento económico, no reflejando, obviamente, la productividad marginal del capital. Desde una perspectiva a medio plazo, el que los tipos de interés se mantengan de forma sistemática por debajo de las tasas de crecimiento obedece a la existencia de un exceso de ahorro. Y, en efecto, en los últimos quince años se asistió a escala mundial a un exceso de creación monetaria por las políticas expansivas adoptadas en los países de la OCDE y/o por la acumulación de reservas exteriores en los países emergentes y exportadores de petróleo. Como consecuencia, los bancos comerciales actuaron en una situación en la que la asignación del ahorro estaba muy distorsionada, con una sobreacumulación del capital, un endeudamiento para financiar gasto, tanto público como privado, no productivo y unos excesivos endeudamiento e inversión que propician un elevado grado de exposición a crisis financieras. En el futuro, los bancos centrales deberían intentar mantener sus niveles de tipos de interés mucho más cercanos a las tasas de crecimiento de lo que lo han estado en estos últimos años.

2) Apareció la necesidad de una regulación bancaria más laxa, en un intento de que la reducción de los tipos de interés de intervención se plasmase en mayor medida en unos menores tipos de interés de préstamos. En efecto, como es sabido, el problema de la financiación de la economía se origina por las distintas preferencias temporales de cada una de las partes implicadas. Las unidades de ahorro individuales prefieren colocar sus ahorros en activos que presenten una fecha de vencimiento menor que la deseada por las unidades que necesitan financiación. Aparece, por tanto, un problema de liquidez típico: las unidades de ahorro desean colocar sus ahorros en activos líquidos, mientras esos activos líquidos han sido utilizados para financiar a largo plazo. Puede entonces ocurrir, en un momento determinado, que los ahorradores deseen materializar ese ahorro líquido (para consumir, por ejemplo), lo que forzaría a una liquidación de los activos menos líquidos a largo plazo. En estos últimos años, los bancos han sido más eficientes que los mercados financieros en la realización de este proceso de transformación de ahorro líquido en activos ilíquidos a largo plazo, ya que en los mercados financieros los ahorradores compran activos a largo plazo de una menor liquidez. Puesto que son conscientes de que pueden necesitar liquidez en un momento determinado, comprarán relativamente pocos activos ilíquidos, y los bancos, por su parte, juegan con la ley de los grandes números: solo una fracción de sus depósitos necesitarán liquidez y, consecuentemente, mantienen reservas correspondientes sólo a esta fracción, posibilitándoles a inver-

tir fuertemente en activos a largo plazo de menor liquidez. Asimismo, los bancos pueden utilizar el ahorro líquido mejor que los mercados financieros para proporcionar financiación a la economía. El coste de la financiación a través de los bancos sería menor que el coste de la financiación a través de los mercados financieros. Los márgenes de los préstamos son menores que los *spreads* de los bonos de empresa y que la prima de riesgo de la renta variable. Sin embargo, la posición de transformación de los bancos (por la cual el ahorro colocado a corto plazo se transforma en financiación a largo) crea el riesgo de crisis bancaria (crisis de liquidez en los mercados financieros que financian a los bancos). Reducir esa posibilidad de crisis bancaria se consigue por medio de una regulación bancaria muy detallada, pero eso supone que la intermediación financiera de los bancos sea menos eficiente y más costosa, disminuyendo su atractivo. Aun así, habría que compararla con el hecho de que la financiación a través de los mercados financieros está penalizada por la excesiva volatilidad de los precios cotizados ante el rechazo al riesgo, la incertidumbre económica y el comportamiento en manada que muestran los inversores. El buen comportamiento de estos mercados entre los años 2002 y 2007, impulsó a una relajación de la regulación bancaria, en un intento de competir por la financiación de la economía, constituyendo uno de los factores de la actual crisis financiera.

3) En tercer lugar, propició una desintermediación bancaria precisamente de aquellos clientes con mejor *rating*. Es decir, supone un desplazamiento de estos clientes con menores riesgos a la financiación de mercado. Cuando los tipos de interés descienden, los bancos se encuentran con que sus costes de obtención de fondos están muy fijados (depósitos a plazo). Esto significa que no están en condiciones de trasladar en su totalidad el descenso de los tipos de interés a los tipos de interés aplicados a los préstamos, tanto a corto como a largo plazo. Ante esta situación, y con tipos de interés reducidos, los potenciales clientes solicitantes de un préstamo para su financiación optan por intentar financiarse en los mercados financieros (en concreto, a través de la emisión de bonos), en donde los costes de refinanciación son menores para este tipo de clientes. En definitiva, en épocas de tipos de interés reducidos, los bancos no son capaces de retener a los mejores clientes. Asimismo, bajo tipos de interés reducidos se produce una búsqueda hacia activos que incorporan más riesgos. Incluso en el caso de que los tipos de interés de los activos bancarios desciendan menos que los tipos de interés oficiales, los bancos se enfrentan con un descenso en el nivel absoluto de su rendimiento cuando los tipos de interés son muy reducidos. En efecto, cuando los tipos de interés descienden, los tipos de interés oficiales experimentan una caída acentuada, pero los tipos de interés sobre los préstamos bancarios experimentan un descenso menos acentuado, y los costes de obtención de fondos para los bancos descienden muy poco. Por tanto, aparecen una reducción del atractivo de la financiación a través de la banca y un descenso *ex ante* del rendimiento de los bancos. En un intento por mantener su rendimiento, los bancos están incentivados para la adquisición de activos que incorporan más riesgo. Se explica entonces que desde 2002 a 2007 los bancos prestasen a clientes con bajos niveles de renta financiamiento masivo para la compra de viviendas, y a las promotoras, además de comprar enormes cantidades de bonos titulizados (incluidas las cédulas hipotecarias), lo que más tarde les llevó a registrar esas enormes pérdidas. En definitiva, no está tan claro que tipos de interés reducidos sean preferidos, en general, por los bancos, pues si bien se aprovechan de la inclinación de la curva de rendimientos, también contiene elementos muy peligrosos para los bancos, ya que como se acaba de analizar, propician una desintermediación de aquellos clientes que precisamente presentan un riesgo más reducido.

4) En lo que a la zona euro se refiere, el régimen monetario de metas de inflación ha permitido que las crisis financieras y bancarias se transformen en crisis de deuda soberana, ante la incapacidad de adoptar medidas efectivas a escala de la UME. En los años anteriores a la crisis, el régimen monetario de metas de inflación facilitó una mayor integración financiera, con un lento desmantelamiento de las barreras reguladoras y la aparición gradual de grupos de bancos como resultado de adquisiciones entre bancos de países miembros. Pero en muchos de los países miembros la integración financiera no ha avanzado lo suficiente para prevenir la re-nacionalización de las condiciones de crédito. Las fusiones inducidas por la crisis han tendido a producirse dentro del país más que entre bancos de diferentes países miembros. La crisis ha evidenciado que el mercado bancario de la zona euro no puede estar realmente integrado mientras los bancos continúen estando implícitamente garantizados por los gobiernos nacionales fiscalmente soberanos. Esta situación lleva asociado un riesgo real de desin-

tegración financiera. Para impedirlo, la UME debe ir más allá de la publicación de los resultados de los llamados *stress test.* El régimen monetario resultante debe, además, reducir los nexos de unión entre los gobiernos y los sistemas bancarios, que llevan a éstos a asumir inversiones más arriesgadas, y establecer las bases de una política bancaria creíble para la totalidad de la zona.

5) Por último, se ha permitido una situación en la que las peticiones al sistema bancario son muy numerosas, exigentes y, algunas, claramente incompatibles entre ellas. Así, por un lado, se les pide que presenten un grado de capitalización adecuado (Basilea III), financien operaciones a largo plazo con fondos a largo plazo también (Basilea III), financien a las economías a los menores tipos de interés posibles, proporcionen los servicios bancarios a precios reducidos, asuman posiciones con riesgo sólo si el rendimiento tiene en cuenta la prima de riesgo requerida, continúen financiando a los países, incluso si son muy vulnerables y, últimamente, que contribuyan a los costes de la crisis y al mantenimiento del sistema de pensiones con mayores dotaciones o, acaso, mayores impuestos. El régimen monetario de metas de inflación debería adecuar estas exigencias e incorporar sólo dos de ellas: que los bancos deberían mantener un capital suficiente que les permita ser menos vulnerables a las crisis y que se cargue la prima de riesgo correspondiente al verdadero riesgo de los prestatarios públicos y privados, acción que no se llevó a cabo en los años anteriores a 2007, y que tanto supuso para la génesis y extensión de la crisis financiera.

Todos estos comportamientos no dejan de sorprender *ex post.* De nuevo, no se tuvieron en cuenta las lecciones de episodios pasados, en los cuales se evidencia que en estos casos de burbujas estaba muy presente la creencia de que los agentes económicos estaban viviendo una nueva era de estabilidad macroeconómica en la cual, naturalmente, las viejas reglas no podían seguir vigentes. Tal creencia en ese orden nuevo era la semilla de inestabilidades futuras. Desde una perspectiva más amplia, la historia muestra que, por ejemplo, en los dos últimos siglos la aparición y desaparición de burbujas en condiciones de estabilidad de precios ha sido muy común. Incluso en el periodo de vigencia del patrón oro, al que tantas veces se apela como paradigma de la estabilidad, se dieron numerosas crisis financieras y burbujas especulativas de distinta índole (Borio y White, 2003), e incluso estas crisis llevaron aparejadas, en la mayoría de las ocasiones, recesiones muy profundas, recuperaciones lentas y vacilantes, grandes déficits presupuestarios y, en fin, una acumulación de deuda nacional (Reinhart y Rogoff, 2008).

VI. RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. El régimen monetario de metas de inflación, tal y como se ha aplicado en los últimos años, no es suficiente para garantizar la estabilidad financiera. Mantener la estabilidad monetaria no puede continuar siendo el objetivo principal, ni mucho menos único. Es necesario incorporar como objetivo explícito la estabilidad financiera, dotándola de los instrumentos precisos incorporados en las políticas macroprudenciales y asignándola a la autoridad que se considere oportuna. Esta recomendación es especialmente relevante en el caso de la UME, en la cual dicho régimen se ha evidenciado como demasiado permisivo y simple para una zona tan compleja como la zona euro.

2. Sin embargo, con ser iniciativas necesarias, su mera consideración no garantiza su eficacia, ni mucho menos define un nuevo consenso de política monetaria. Hay que tener en cuenta que estas medidas se insertan dentro de un régimen monetario como el de las metas de inflación que ha sufrido mucho desgaste con la crisis financiera y económica. Es necesario, por tanto, llevar a cabo previamente una revisión profunda de dicho régimen monetario que ponga de manifiesto hasta qué punto la crisis financiera ha invalidado alguno de sus principios, ha llevado a descartar ciertas reglas de comportamiento, ha descalificado al marco analítico utilizado y, en fin, el propio papel de los bancos centrales y comerciales. Mientras esta revisión crítica no se aborde, cualquier medida, incluidas las políticas macroprudenciales, será parcial e incompleta.

3. En lo que respecta a la zona euro, este objetivo se define en una zona en la cual los servicios financieros de la UME están más integrados que en cualquier otro conjunto equiparable de países, pero los estados miembros continúan siendo los responsables de asegurar que los bancos más frágiles aumenten el capital o sean, en su defecto, vendidos o reestructurados.

4. Pero esta integración financiera no ha sido suficiente para prevenir la re-nacionalización de las condiciones crediticias, aunque su efecto ha sido mermado por la excepcional proporción de liquidez por parte del Banco Central Europeo (BCE). Las fusiones bancarias

inducidas por la crisis se han centrado en el ámbito del país, más que en el intracomunitario y, en cualquier caso, sólo entre el 5 y el 13 por 100 de los activos bancarios de Alemania, España, Francia, Holanda e Italia están en manos de extranjeros, de forma que el poder de mercado y el riesgo sistémico están muy concentrados. Por tanto, la integración financiera alcanzada en la UME no ha conseguido una real integración del mercado bancario. Y la crisis ha evidenciado, entre otras muchas cosas, que esta integración será difícil de alcanzar siempre que los bancos estén garantizados implícitamente por gobiernos nacionales soberanos fiscalmente. La crisis lleva un riesgo verdadero de desintegración financiera que la revisión del régimen monetario debe tener en cuenta.

5. En esta revisión, el sistema bancario aparece de nuevo como clave: en lo que respecta a los bancos centrales, porque ahora no sólo deben asumir el desarrollo de las políticas macroprudenciales para el logro de la estabilidad financiera y mantenerse independientes del ciclo político, sino también presentar su independencia frente a los mercados financieros.

6. Respecto a la banca privada, debe asumir que tendrá un papel protagonista en el nuevo régimen monetario, así como en todas las estrategias de salida a la crisis que se diseñen. Su participación en la solución de la presente crisis es incuestionable, pero hay que tener claro que lo deben hacer desde aquellas propuestas que busquen la estabilidad macroeconómica, y no desde aquellas otras que parece que buscan más un ajuste de cuentas.

BIBLIOGRAFÍA

BEAN, Ch. R. (2003), «Assets prices, financial imbalances and monetary policy: Are inflation targets enough?», en Anthony Richard y Timothy Robinson (eds.), *Assets Prices and Monetary Policy,* 48-76 Reserve Bank of Australia, Sydney.

BEAN, Ch. R.; M. PAUSTIAN; A. PENALVER, y T. TAYLOR (2010), «Monetary policy after the fall», en *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead,* Federal Reserve Bank of Kansas City.

BERNANKE, B., y F. S. MISHKIN (1997), «Inflation target: A new framework for monetary policy?», *Journal of Economic Perspectives,* 11 (2): 97-116.

BLANCHARD, O.; G. DELL´ÁRICCIA, y P. MAURO (2010), «Rethinking macroeconomic policy», mimeo, *IMF*, enero.

BORIO, C., y W. WHITE (2003), «Whiter monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes», *BIS Working Paper,* nº 147.

CLARIDA, R.; J. GALI, y M. GERTLER (1999), «The science of monetary policy: A new keynesian perspective», *Journal of Economic Literature*, 37: 1661-1707.

LÓPEZ PASCUAL, J., y J. ZAMORANO VALIÑA (2010), «El actual régimen monetario de la Unión Monetaria Europea: características y consecuencias», *Revista de Economistas*, 125, Madrid.

MISHKIN F. S. (2001), «Issues in inflation targeting», en *Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy*, Bank of Canada, Ottawa, Canada: 203-222.

— (2010), «Monetary policy strategy: Lessons from the crisis», trabajo presentado en Central Banking Conference *Monetary Policy Revised: Lesson from the Crisis*, Francfort.

NOYER, C. (2011), «Monetary policy-lessons from the crisis», trabajo presentado en Bank of France/Deutsche Bundesbank Spring Conference sobre *Fiscal and Monetary Challenges in the Short and Long Run,* Hamburgo.

REINHART, C., y K. ROGOFF (2008), «This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises», *NBER Working Paper Series,* vol. 13882.

SVENSSON, L. E.O. (2010), «Where do central banks go from here?», trabajo presentado en *Norges Bank Symposium*, Oslo.

WOODFORD, M. (2010), «Financial intermediation and macroeconomic analysis», *Journal of Economic Perspectives*, 24(4): 21-44.

ZAMORANO VALIÑA, J. (2010), «Regímenes monetarios y funcionamiento macroeconómico», *Documentos de Trabajo, nº 6,* CUNEF, Madrid.

COLABORACIONES

III.
NUEVAS ESTRATEGIAS Y COMPETENCIA EN EL SECTOR BANCARIO

LA BANCA MINORISTA TRAS LA CRISIS

Ángel BERGES
Emilio ONTIVEROS
Universidad Autónoma de Madrid y Afi

Resumen

Como parte del número monográfico dedicado al sistema bancario, el presente artículo trata específicamente del negocio bancario minorista. Tras un análisis de cuál ha sido el proceso de reestructuración en el subsector de cajas de ahorros, sin duda el más genuino representante de negocio minorista en España, el artículo se centra en cómo éste se va a ver afectado por la crisis, y en identificar los retos y las transformaciones que las entidades deberán acometer para garantizar su sostenibilidad en un entorno extremadamente adverso, y en el que el exceso de capacidad va a manifestarse con una gran intensidad.

Palabras clave: dimensión bancaria, rentabilidad sobre el capital, oficinas bancarias.

Abstract

As part of the special issue dedicated to the banking system, this article deals specifically with the retail banking business. Following an analysis of the restructuring process in the savings banks subsector —undoubtedly the most genuine representative of retail business in Spain— the article focuses on how the former will be affected by the crisis, and it identifies the challenges and transformations that institutions should undertake to ensure their sustainability in an extremely adverse environment, in which excess capacity will demonstrate with great intensity.

Key words: bank dimension, return on equity, bank branches.

JEL classification: G21, G28.

I. INTRODUCCIÓN

EL sistema bancario español, y especialmente su subsector de cajas de ahorros, sin duda el más genuino representante del negocio bancario minorista en nuestro país, ha registrado en el último año y medio el más intenso proceso de transformación de sus casi dos siglos de existencia. Esas transformaciones han estado determinadas por la crisis financiera global, pero han dispuesto de una mayor incidencia sobre el mencionado subsector de cajas. Sus consecuencias ahora previsibles se traducirán en la definición de un nuevo marco competitivo que, unido al nuevo marco regulatorio que emerge, también en gran medida como respuesta a la crisis, obligarán a un replanteamiento integral de las estrategias de actuación de las entidades con vocación de negocio minorista.

Ese replanteamiento es el objetivo del presente artículo, que en todo caso dedica su apartado II a analizar los elementos singulares que caracterizaron la particularización de la crisis en el sistema bancario español, y en especial en el subsector de cajas, así como a la transformación básica que en dicho subsector se ha operado en el último año y medio.

Sobre dichas bases, en el apartado III se analizarán las implicaciones que, de la crisis y del nuevo marco regulatorio y sectorial, emergerán para la gestión de las entidades financieras con vocación de negocio minorista. Esas implicaciones se agrupan en tres epígrafes. En el primero de ellos, se hace referencia a la estructura empresarial más apropiada para el nuevo entorno, sobre todo en términos de dimensión y composición del censo de empresas bancarias, pero también en términos de naturaleza jurídica y alcance geográfico de actuación. En el segundo, se abordan los replanteamientos relacionados con la estructura financiera apropiada para el negocio de intermediación, con un necesario reequilibrio tanto en términos de solvencia como de liquidez estructural. Finalmente, en el epígrafe 3 se abordan los que, en nuestra opinión, deberían ser los nuevos enfoques del negocio, basados más intensamente en la explotación de la información sobre los clientes y en la mezcla apropiada de rentabilidad-riesgo con cada uno de ellos, que en los crecimientos indiscriminados de las masas del balance, como fue el caso durante la época anterior a la emergencia de la crisis.

En el apartado IV se presentan brevemente unas consideraciones finales.

II. LA REESTRUCTURACIÓN Y RECAPITALIZACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO

1. ¿Por qué era más necesaria en España?

Desde el inicio de la crisis financiera en el verano de 2007, la

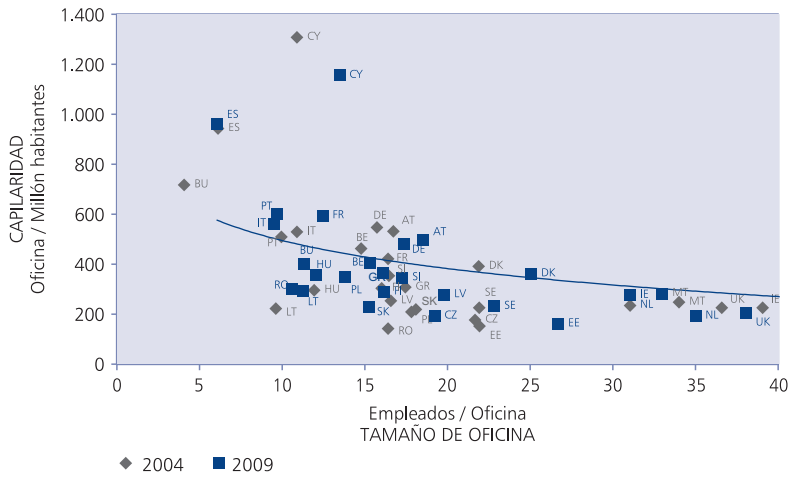
percepción generalizada, dentro y fuera de España, era la necesidad de una reestructuración empresarial y una recapitalización en el sistema bancario. Su conveniencia era más explícita que en otros países. También era asumida la prioridad de esa transformación en el subsector de cajas de ahorros, tanto por razones estructurales, sobre todo de saturación bancaria, como por una mayor vulnerabilidad ante la crisis financiera.

La saturación bancaria ha sido una conclusión apenas cuestionada desde años antes de la emergencia de la crisis. No dejaba de sorprender el hecho de que España contase con la red de sucursales bancarias más tupida de Europa (una por cada mil habitantes), y que pese a ello incrementase esa red en un 13 por 100 durante la fase de expansión económica, entre 1997 y 2007, con la apertura de más de 5.000 nuevas oficinas, hasta superar las 45.000 en 2007. Es cierto que dicho periodo coincidió con un fuerte crecimiento de la población española (en más de cinco millones de personas), de tal manera que la ratio de habitantes por oficina prácticamente no se alteró durante esa década.

En todo caso, el elevado número de oficinas bancarias en España admitía algunas matizaciones. La principal es la derivada de que esa amplia población de puntos de venta responde a un modelo de distribución basado en muchas oficinas pequeñas, en contraste a un modelo de pocas oficinas grandes, vigente en otros países, y especialmente el Reino Unido, principal exponente del mismo (ver gráfico 1). En un nuevo contexto de negocio, caracterizado por ausencia de crecimiento, probablemente hay que replantear dicho modelo, basado en una capilaridad tan elevada y que funcionó aceptablemente durante los años de crecimiento de la actividad bancaria, pero que quizá no sea el más apropiado para un entorno de negocio estancado, o incluso con descenso en los niveles de actividad.

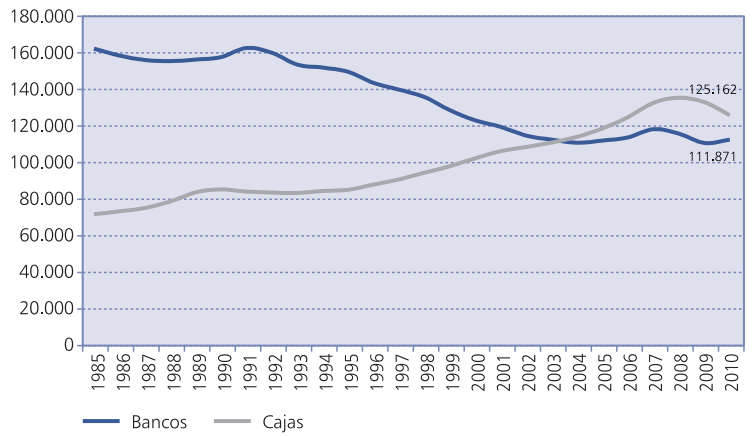
Pero, más allá de la demografía y de un modelo de distribución basado en una elevada capilaridad, es destacable el asimétrico comportamiento, respecto a empleados y oficinas, entre bancos y cajas. De hecho, los bancos cerraron oficinas y redujeron

GRÁFICO 1
DENSIDAD DE LA RED DE OFICINAS BANCARIAS



Fuente: Afi, sobre datos de Federación Bancaria Europea.

GRÁFICO 2
EMPLEADOS EN BANCOS Y EN CAJAS DE AHORROS



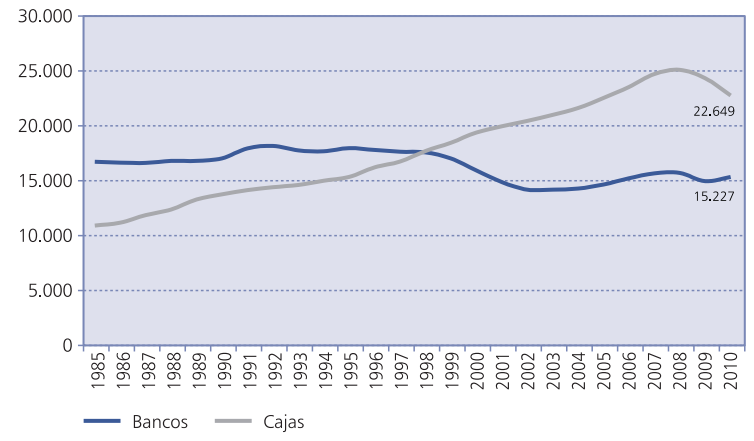
Fuente: Afi y Banco de España.

empleo durante una buena parte de la década mencionada (1997-2007), mientras que las cajas desarrollaron una intensa actividad de apertura de oficinas y de incorporación de personas durante esa década (véanse los gráficos 2 y 3).

Una primera razón que puede explicar ese desigual comportamiento nos refiere a las estrategias adoptadas por los grandes bancos en la segunda mitad de los noventa. Inmersos en sus respectivos procesos de fusión, dieron prioridad, por un lado, a estrategias de expansión internacional. Por otro, los grandes bancos españoles decidieron afrontar estrategias de «repliegue» en España, con cierre de oficinas allí donde había solapamiento geográfico entre las de los bancos fusionados.

Los huecos dejados por esos cierres de oficinas de los bancos fueron rápidamente ocupados por las cajas. Frente a las estrategias de los bancos, el menor tamaño de las cajas les impedía asumir decisiones de expansión internacional tan agresivas como las de la banca. Además, su apuesta por el mercado español, y en particular por los negocios vinculados al mercado inmobiliario e hipotecario, era mucho más decidida que la de los bancos. Fruto de ello, orientaron sus estrategias de crecimiento orgánico hacia un acercamiento a los nuevos asentamientos urbanos, con apertura de nuevas oficinas como principal concreción de aquéllas. A juzgar por el gráfico 4, que relaciona las aperturas de oficinas con el incremento de negocio, puede decirse que la apertura de nuevas oficinas tenía la «llave» para ganancias de cuota de mercado en uno de los países del mundo donde más creció el negocio bancario minorista durante la década 1997-2007.

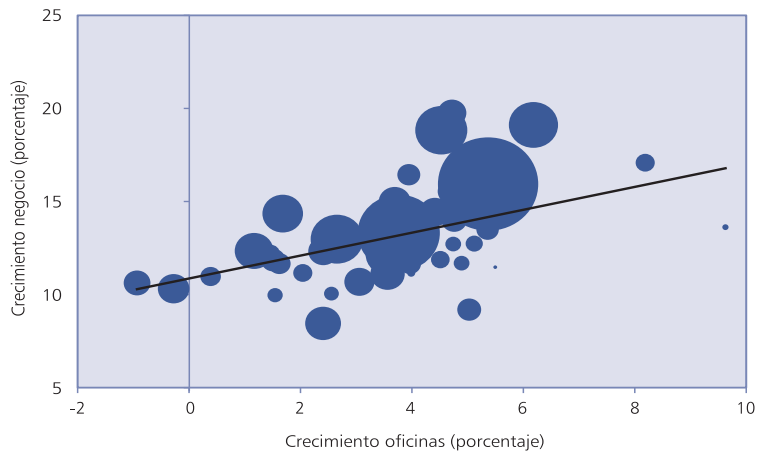
GRÁFICO 3
OFICINAS DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS



Fuente: Afi y Banco de España.

Pero, sin duda, el aspecto más destacable de ese intenso proceso de apertura de oficinas por parte de las cajas tiene que ver con la localización geográfica de aquéllas: de forma mayoritaria, fuera de los ámbitos tradicionales de presencia de las cajas. Si, a mediados de los años noventa, un 20 por 100 de todas las oficinas de las cajas se hallaban fuera de su comunidad de origen, ese porcentaje superaba el 40 por 100 en 2007. Pero mucho más relevante es la localización de las nuevas oficinas: de las 5.000 ofi-

GRÁFICO 4
RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DE LAS OFICINAS Y EL DEL VOLUMEN DE NEGOCIO (1997-2007) (*)



(*) El tamaño de las burbujas refleja el tamaño relativo de las cajas representadas.
Fuente: Afi.

cinas que las cajas añadieron a su red desde mediados de los noventa, bien por nuevas aperturas o por compras de redes a bancos, un 75 por 100 estaban situadas fuera de la comunidad autónoma de origen de las respectivas cajas.

Junto a esa percepción de saturación bancaria en nuestro país, hay que recalcar que la economía española ha sido percibida desde el estallido de la crisis como una de las más vulnerables a ésta, y ello por dos características específicas del patrón de crecimiento económico español: su intenso sesgo hacia el sector inmobiliario y su elevada dependencia de la financiación exterior, factores ambos que guardan una muy estrecha relación en la medida en que un modelo de crecimiento basado en el sector de la construcción residencial es altamente consumidor de crédito. En el caso español, en una proporción mucho mayor que la capacidad generadora de ahorro interno.

Esa especialización, y correspondiente dependencia, que la economía española ha asumido respecto a los sectores de la construcción residencial y del inmobiliario se hace mucho más patente, si cabe, en la actividad del sistema financiero español y, especialmente, en su segmento de banca minorista. Así, a finales de 2007, el saldo de inversión crediticia viva concedida por el sistema bancario español superaba los 1,7 billones de euros, equivalente al 170 por 100 del PIB, tras haber crecido una media anual cercana al 20 por 100 desde el inicio de la década. En esos 1,7 billones es posible identificar al menos tres componentes relacionados directamente con el sector inmobiliario:

— El crédito a familias para la adquisición de viviendas, cuyo saldo superaba los 600.000 millones de euros, tras crecer más de un 20 por 100 anual durante los últimos años.

— El crédito concedido a promotores inmobiliarios, con un saldo superior a 280.000 millones, tras crecer más del 30 por 100 en media desde el inicio de la década.

— El crédito al sector de la construcción, con un saldo de 170.000 millones y tasas de crecimiento cercanas al 20 por 100 en la década.

Los tres componentes sumaban, por tanto, casi un 60 por 100 del saldo vivo de la inversión crediticia del conjunto del sistema bancario español, y casi un 75 por 100 del crecimiento de ésta en los últimos años.

De esos tres componentes, el primero probablemente tiene un riesgo más reducido de deterioro, en la medida en que las garantías con que cuenta son elevadas, así como lo es la predisposición «cultural» en nuestro país hacia el pago de la hipoteca. Así, por ejemplo, puede afirmarse que casi un 85 por 100 del crédito hipotecario vivo tiene una ratio de apalancamiento (el conocido LTV, *Loan to Value*, o relación entre el préstamo y el valor del bien hipotecado) inferior al 80 por 100. Pero no se cuenta sólo con la garantía del bien hipotecado, sino que, en el caso español, contrariamente a lo que ocurre en otros países de nuestro entorno, a la garantía del bien hipotecado se añade la personal de los acreditados. Es cierto que esta circunstancia está siendo objeto de debate recientemente, pero creemos poco probable que se produzca un cambio normativo con carácter retroactivo por las negativas implicaciones que ello tendría sobre los valores emitidos (titulizaciones, cédulas hipotecarias) con respaldo de préstamos hipotecarios.

En todo caso, es en los otros dos componentes, la financiación a actividades inmobiliarias y de construcción residencial, donde se han localizado sistemáticamente las mayores dudas sobre la calidad de los préstamos concedidos. Ello ayuda a entender que las cajas, cuya exposición a esas dos categorías de inversión crediticia ha sido más intensa que en los bancos, hayan sido objeto de mayor cuestionamiento en cuanto al potencial de pérdidas a asumir por esa exposición.

De hecho, el ejercicio de transparencia inmobiliaria que se ha llevado a cabo por indicación del Banco de España (BdE) en el inicio de 2011 responde, precisamente, a un intento de transmitir confianza respecto a la exposición inmobiliaria en las entidades financieras españolas. Y, efectivamente, se pone de manifiesto que la correspondiente a los sectores inmobiliario y de construcción residencial es sustancialmente más elevada que en los bancos, como se deduce del cuadro n.º 1, referida al cierre de 2010, para la muestra de bancos y cajas que han hecho públicos sus datos sobre exposición inmobiliaria. La representatividad de dicha muestra es de un 86 por 100 sobre el total de crédito vivo en el sistema bancario español. La exposición total al sector de construcción e inmobiliario supondría para el conjunto del sistema un 19 por 100 del total de crédito vivo, pero desigualmente repartida: sería del 15 por 100 en los bancos y del 23 por 100 en las cajas de ahorros. A su vez, en éstas existe una muy elevada dispersión: desde entidades con menos de un 13 por 100 de exposición a dichos sectores a otras en las que supera el 30 por 100.

CUADRO N.º 1

INFORMES DE TRANSPARENCIA INMOBILIARIA REFERIDOS A DICIEMBRE 2010: ENTIDADES QUE REPRESENTAN EL 86 POR 100 DEL CRÉDITO VIVO (Miles de millones de euros)

	CRÉDITO A LA CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA		
	Bancos	*Cajas*	*Total*
Total (bruto)	**90**	**166**	**255**
Normal	57	112	169
Dudosos	18	28	46
Subestándar	15	26	41
Adjudicados	26	43	69
del que suelo	8	20	28
Exposición problemática	**59**	**97**	**156**
Total crédito a la clientela	**731**	**851**	**1.582**
Total exposición sector inmobiliario (en porcentaje) (crédito + adjudicados sobre total crédito + adjudicados)	**15**	**23**	**20**

Fuente: Afi a partir de información publicada por las entidades y Banco de España.

2. ¿Por qué se hizo más tarde en España?

Desde esos posicionamientos —elevada saturación bancaria, exposición al sector más afectado por la crisis, y vulnerabilidad ante unos mercados financieros mayoristas que se bloquearon prácticamente desde el inicio de la crisis—, el sistema bancario español aparecía entre aquellos en los que era más urgente una profunda reestructuración. No tuvo lugar en 2008 ni en 2009, cuando los sistemas bancarios de los principales países europeos (y Estados Unidos) registraban unas inyecciones de capital público sin precedentes, en paralelo con un fuerte reconocimiento de pérdidas en sus vehículos de inversión, en gran medida vinculados a mercados inmobiliarios, pero que, al tomar la forma de valores, eran objeto de contabilización a valor de mercado, lo que provocó un muy rápido afloramiento de esas pérdidas.

En el caso español, por el contrario, la exposición inmobiliaria tomaba la forma de préstamos no sometidos a precio de mercado, lo que dilataba en el tiempo el calendario de reconocimiento de pérdidas, máxime al contar las entidades con los «colchones» que habían generado merced a las mayores exigencias de provisiones, por parte del Banco de España, en la época de bonanza económica. Y en cuanto a la vulnerabilidad a los mercados financieros, la propia situación de pánico y riesgo sistémico provocó que el Banco Central Europeo (BCE) pusiera en marcha medidas especiales de liquidez, erigiéndose durante todo 2009 como una fuente de financiación casi estructural para las entidades financieras europeas.

Todo ello iba a cambiar radicalmente durante 2010: por un lado, el calendario de dotaciones se hacía mucho más agresivo, a la par que prácticamente se agotaba el colchón de la provisión genérica. Por otro, el BCE abordaba un proceso, gradual pero inflexible, de eliminación de prácticamente todas las líneas especiales de financiación que había incorporado a finales de 2008. Por si todo ello no fuese suficiente, vino a coincidir con la crisis de la deuda soberana, desencadenada en Grecia pero con muy negativas implicaciones para la confianza en la deuda española, tanto pública como privada, con la consiguiente imposibilidad de emitir en los mercados mayoristas.

La renovada preocupación por la liquidez que de lo anterior se derivaba (mercados cerrados y BCE «en retirada») iba a provocar en primavera la aparición de una agresiva «guerra de pasivo», con apenas efecto en términos de crecimiento de depósitos para el sistema pero con un fuerte efecto contaminación y encarecimiento generalizado del pasivo, que ejerció una intensa presión a la baja sobre los márgenes de intermediación.

Una combinación tal provocaría la aceleración y la concentración en el tiempo del tan esperado proceso de integración de entidades. De hecho, fue en poco más de un mes (mayo y parte de junio de 2010) cuando quedaría diseñada la mayor transformación en el censo del sector de cajas. Así, al inicio de 2010, es decir, más de dos años después del comienzo de la crisis, seguían existiendo 44 entidades, al igual que las existentes en casi toda la década precedente. La atomización seguía siendo un rasgo característico de ese censo: tan sólo tres cajas superaban los 100.000 millones de euros en activos, mientras que 36 cajas no alcanzaban los 35.000 millones.

Ese mapa empresarial dio un vuelco sin precedentes en 2010. Con los procesos ya iniciados hasta final de año, la reestructu-

ración afectó a 40 de las 44 cajas existentes, cuyos activos sumaban el 94 por 100 del total del sector. Esa transformación tuvo lugar a través de doce procesos de concentración, de los que nueve se plantearon con solicitud de fondos FROB (mediante la emisión de participaciones preferentes) por un importe de 11.500 millones de euros.

El número de cajas resultantes quedaba reducido a un tercio de las previamente existentes, resultando lógicamente entidades mucho mayores y más capitalizadas. Los nuevos grupos creados han alcanzado también una cobertura geográfica mucho mayor, sobre todo los que han integrado a cajas de diferentes comunidades autónomas. Ello debería traducirse en una mejor diversificación de riesgos y, por tanto, en una mejor percepción por parte de los mercados.

El gran reto derivado de esa concentración radica ahora en la gestión de los procesos: en la consecución rápida y eficiente de un funcionamiento integrado de los nuevos grupos, sin que en los mercados naturales de las cajas se genere la más mínima «desafección» entre los clientes por considerar que «se quedan sin la caja». Se trata, en definitiva, de poder seguir disfrutando del valor de franquicia y reconocimiento de marca, que tan valiosos han sido históricamente en las cajas y que tanta importancia puede tener en el nuevo contexto de escasez del ahorro.

Además, en un entorno que no posibilitará el crecimiento significativo del negocio bancario durante años, y en el que el encarecimiento del pasivo va a ejercer una fuerte presión a la baja sobre los márgenes de intermediación, la principal posibilidad de mejora de eficiencia y rentabilidad va a descansar sobre la reducción de costes y el adelgazamiento de la capacidad productiva.

Las medidas más obvias para conseguir esos ahorros se centrarán en la racionalización tanto de sus estructuras de distribución (red de oficinas) como, muy en especial, de los servicios centrales (SS.CC.). Los compromisos asumidos en los planes de integración presentados por las entidades suponen reducciones en torno al 14 por 100 en el número de oficinas (unos 2.300 cierres) y de personal afecto a las mismas, y algo mayor en el caso de las estructuras centrales, donde la reducción de capacidad comprometida se acerca al 20 por 100 (véase el cuadro n.º 2).

Dichas reducciones de capacidad deberán verse revisadas al alza, con toda probabilidad, en la medida en que la evolución de los márgenes ha sido, en la segunda mitad de 2010 y primera de 2011, mucho más adversa de lo que se preveía en los planes de integración. El detonante ha sido, sin duda alguna, el encarecimiento del pasivo, en gran medida espoleado por las dificultades de acceso a los mercados mayoristas, a su vez acentuado por la crisis de la deuda soberana, que contaminó de forma especialmente intensa a España.

Es precisamente esa vulnerabilidad española a las crisis de confianza en la deuda soberana lo que llevó al Gobierno a aprobar, mediante el RDL 2/2011, un Plan de Reforzamiento del Sector Financiero. Significa la particularización en el sistema bancario español de unas exigencias de capital muy superiores a las marcadas por los estándares internacionales aprobados para Basilea III. Concretamente, las exigencias anunciadas suponen mayor nivel de capital principal (8 por 100 en el caso español, que se eleva al 10 por 100 para la mayoría de las cajas, frente al 7 por 100 de Basilea III) y, sobre todo, un calendario de implantación mucho más agresivo, pues emplazaba ya a septiembre de 2011 para el cumplimiento de las nuevas normas.

En consecuencia, las cajas deberían apelar de forma inmediata a los mercados de valores o, en su defecto, a fondos FROB, que serán desembolsados mediante acciones ordinarias. Para ello, la regulación obliga a la previa conversión en bancos de aquellas

CUADRO N.º 2

AJUSTES INICIALMENTE COMPROMETIDOS EN PROCESOS DE INTEGRACIÓN CON AYUDAS DEL FROB

	Situación actual	*Ajustes comprometidos en PEI (*) (horizonte 2010-2014)*
Número de oficinas	15.500	2.300
Número de empleados (**).....	88.500	13.200
SS.CC.	18.600	3.350
Red	65.500	9.200

(*) Plan de Integración.
(**) El 5 por 100 de los empleados pertenecen a ETT que no se están teniendo en cuenta en el ajuste.
Fuente: Afi.

cajas que necesiten recapitalización y no formen parte de un Sistema Institucional de Protección (SIP) que ya cuente con banco. La presencia del FROB, en todo caso, pretende tener una carácter transitorio, y el objetivo estructural es que las «nuevas cajas» (o sus bancos) se capitalicen en mercados, para lo cual deben tener la suficiente capacidad para convencer a los inversores potenciales del atractivo de su inversión en acciones de la nueva entidad: cada una de ellas deberá esforzarse en diseñar un *equitystory* que mueva a unos inversores, ciertamente remisos en todo el mundo, a comprometer recursos en un sector altamente expuesto a la evolución de un entorno económico adverso.

No es necesario insistir en que ese atractivo debe descansar en la capacidad de generar una rentabilidad para los accionistas, en línea con las exigibles para inversiones similares en términos de riesgo. Bajo el modelo convencionalmente más utilizado al respecto (el conocido *Capital Asset Pricing Model*, o CAPM), estimamos que esa rentabilidad exigible se hallaría actualmente en un entorno cercano al 14 por 100. Se trata, efectivamente, de una cifra elevada, pero que no hace sino reflejar el momento de gran incertidumbre que rodea a los mercados de valores en general, y muy especialmente en su valoración de las entidades financieras.

En este sentido, el comportamiento de las cotizaciones de las acciones de bancos europeos en los últimos meses, y muy especialmente en los de verano, dan cuenta del adverso momento que atraviesa este negocio. En algunos bancos europeos, el valor de mercado al término de agosto de 2011 era inferior a la mitad de su valor contable. Al mismo tiempo, hemos asistido a repuntes significativos en los costes de aseguramiento de la deuda bancaria. Éste es el telón de fondo en el que ha tenido lugar la apelación de algunas cajas a la comunidad inversora para reforzar su capital. No es fácil encontrar peor momento ni expectativas de la comunidad inversora internacional más aciagas sobre la capacidad de generación de beneficios del conjunto de la industria bancaria en la mayoría de las economías avanzadas.

Con una percepción de riesgo tan elevada, se dispara la rentabilidad exigida por los accionistas hasta el mencionado 14 por 100. En tal caso, la sostenibilidad del modelo de negocio, en términos de capacidad de atracción del capital privado, supondría generar de forma recurrente márgenes de negocio (sumando márgenes de intermediación, más comisiones, más operaciones financieras) en torno al 2 por 100 sobre los activos totales, cifra que se halla sustancialmente por encima de la que actualmente se está obteniendo (en torno al 1,5 por 100), y que va a ser muy difícil restaurar en el corto plazo, a pesar de que las nuevas operaciones crediticias ya se hacen eco de unos precios más elevados. Pero la velocidad de rotación de los activos rentables es muy lenta para permitir que los márgenes se aproximen a esa cifra necesaria del 2 por 100, máxime en un contexto de presión sobre los costes del pasivo.

Esas exigencias de obtención de ganancias adicionales de eficiencia y de credibilidad ante los mercados acabarán determinando el desarrollo de nuevos procesos de integración entre entidades. Como ocurrió en la «primera ronda» de integración, llevada a cabo en 2010, a las pretensiones anteriores podría añadirse la posibilidad de permitir compensar necesidades de capital de algunas entidades con excesos de otras, y con ello minimizar la necesidad neta de solicitar a terceros de fuera del sector, bien sea al FROB o directamente a los mercados.

En este sentido, cabe resaltar que las cajas que incumplen los requisitos de capital del 10 por 100 necesitan 14.000 millones de euros adicionales, pero las cajas que cumplen con sus requisitos (sean del 10 o del 8 por 100) disponen de un exceso de capital en torno a 3.000 millones de euros. Y ese exceso podría ser aún mayor si, como consecuencia de los nuevos procesos, se generan mayores posibilidades de salir a los mercados, y con ello incrementar el volumen de activos a los que les sería exigible un capital del 8 por 100, en vez del 10 por 100.

Esa reflexión anterior lleva implícito un cierto componente de «arbitraje regulador»: si se integran entidades a las que se les exige el 10 por 100 de capital con otras a las que les corresponde el 8 por 100 (por cotizar en mercados), se consigue que al agregado se le aplique la menor exigencia, esto es, el 8 por 100. Pero ello es la consecuencia de una nueva normativa sobre solvencia en España merecedora de dos claras críticas, en nuestra opinión.

Por un lado, no parece razonable que se implanten unas normas de capital para las entidades financieras españolas mucho más exigentes que los estándares internacionales aprobados para Basilea III. Podría argumentarse que, dado el «estigma» que en los últimos meses venía afectando al «riesgo España», necesitábamos ganar un «plus» de credi-

bilidad. Pero, por otra parte, si tenemos en cuenta que España tiene una mayor sensibilidad al normal funcionamiento del crédito (nuestra economía necesita más unidades de crédito por cada unidad de PIB, y nuestro sistema financiero está mucho más «bancarizado» que el de los grandes países anglosajones), la implantación de unas exigencias mucho mayores que la norma internacional, y sobre todo con un calendario tan inmediato para satisfacerlas, puede tener efectos aún más adversos sobre el crecimiento del crédito, por mucho que la base de cómputo que se plantee para las nuevas exigencias de solvencia sea el saldo de crédito vivo a diciembre de 2010. Junto a esas objeciones al nuevo nivel de exigencia a aplicar al sistema bancario español, y a su calendario, cabe considerar también la discriminación que significa el establecimiento de unas exigencias aún mayores para aquellas entidades, básicamente cajas, que no coticen en Bolsa, no tengan accionistas significativos y tengan elevado peso (considerado como más de un 20 por 100) de financiación en mercados mayoristas.

III. LA REFORMULACIÓN DEL NEGOCIO BANCARIO TRAS LA CRISIS

1. Un nuevo marco regulatorio y de negocio

Hasta aquí hemos analizado el proceso de reestructuración y recapitalización en el sector de cajas, sin duda el más intenso en los casi dos siglos de existencia de dicho sector, en términos tanto de alteración del censo como de modificación del marco regulador. Una primera conclusión es inmediata: la reestructuración del subsector no concluye con la adecuada capitalización de las cajas ni con la configuración de nuevas y mayores entidades. Cada una de las entidades resultantes del proceso debe desarrollar una estrategia acorde con su situación de partida y con sus planes para enfrentarse a un entorno mucho más complejo de lo que ha sido el caso en las dos últimas décadas, y ello en un doble ámbito, regulatorio y de negocio.

En el ámbito regulatorio, el nuevo marco internacional (Basilea III) va a imponer unas exigencias mucho mayores en términos de solvencia y de liquidez, que han sido objeto de análisis detallado en otros artículos de este número. Junto a dicho marco internacional, en el caso español, y especialmente referido a las cajas, la efectiva implantación de un nuevo marco jurídico que supone una efectiva bancarización de éstas, y la eliminación de sus rasgos diferenciales respecto a la banca privada.

En el ámbito de negocio, la intensificación de la crisis financiera y su extensión a la deuda soberana están obligando a asumir un entorno económico y financiero con un largo periodo sin crecimiento de actividad, y una muy reducida capacidad para generar margen en el negocio ya existente, en la medida en que los costes financieros van a seguir soportando una muy fuerte presión competitiva, dentro y fuera del sistema bancario.

La confluencia de esos elementos de entorno y la necesidad de «poner a trabajar» a las nuevas entidades surgidas tras los procesos de integración, así como de crear valor para captar capitales privados y afrontar la retirada de los apoyos públicos que desde el inicio de la crisis se vienen disfrutando, van a determinar una clara ruptura con el pasado en cuanto al modelo de negocio financiero, configurando una nueva forma de «hacer banca» que va a alterar prácticamente todos los ámbitos de la gestión de las entidades.

Tres son esos elementos básicos, sobre los cuales vamos a desarrollar con más detalle nuestra visión para los próximos años:

1) *Estructura empresarial:* abarcando aspectos como el tamaño y alcance geográfico apropiado para ser competitivos en el nuevo entorno; naturaleza jurídica de las entidades; prioridad al accionariado *versus* otros grupos de interés (*stakeholders*); valor comercial de la cercanía (papel de la obra social/fundaciones); reputación, etcétera.

2) *Equilibrio financiero:* donde habrá que contemplar aspectos como el reforzamiento de la solvencia y el nivel adecuado de ésta; la recomposición de la liquidez, y sus implicaciones sobre el volumen y rentabilidad del negocio minorista; la gestión del riesgo y el precio imputable al mismo, y, desde luego, las implicaciones de todo ello sobre el flujo de concesión de crédito a la economía.

3) *Modelo de negocio:* incorpora asuntos como el modelo de distribución y el papel de las oficinas bancarias; la inteligencia de negocio como orientación comercial; la necesaria reducción de costes de explotación, y la readaptación de las personas a esos nuevos enfoques de negocio.

2. Estructura empresarial

Como hemos comentado en el apartado II, el proceso de concentración en el sector de cajas

ha reducido de forma muy significativa el número de entidades (menos de un tercio), con el consiguiente incremento de su dimensión media. Una primera reflexión prospectiva invita a considerar si la concentración alcanzada es suficiente o, por el contrario, constituye una primera fase a la que seguirán decisiones adicionales de integración que continuarán reduciendo el censo de oferentes en este subsector del sistema bancario.

Para abordar dicha cuestión, hay que recordar las dos principales fuentes de ventajas comparativas que el tamaño aporta en el negocio bancario: por un lado, la obtención de economías de escala y alcance. Por otro, la mejor percepción por los mercados, así como por las agencias de calificación crediticia, de entidades más grandes, en las que no solo se valora el componente diversificación asociado al tamaño, sino también un reconocimiento implícito de que la «red de protección» desde el sector público es más efectiva en entidades de mayor dimensión (el conocido argumento de *toobigtofail*).

Si nos atenemos a la primera ventaja, las economías de escala, existe un consenso bastante generalizado en que éstas son claras hasta tamaños de unos 150.000 a 200.000 millones de euros, siendo mucho más difusas a partir de dichos niveles. Y en cuanto a reconocimiento por los mercados y las agencias de *rating*, la relación entre tamaño y mejora de percepción es más nítida si cabe, sin identificarse un punto de inflexión en la relación.

Desde bases tales, parece claro que existe amplio margen para llevar a cabo procesos adicionales de concentración, cuyo punto final de llegada, en el caso de las cajas, sería el de no más de 4 ó 5 entidades, de un tamaño medio superior a esos volúmenes mencionados y con un alcance geográfico que, como mínimo, abarcaría a todo el país, y con capacidad para abordar decisiones de expansión internacional, una vez digerido el proceso de ajuste y saneamiento previo.

Por lo que se refiere a la naturaleza jurídica de las entidades resultantes, tampoco parece existir ninguna duda sobre su transformación en sociedades anónimas, bancos, cuya cotización en Bolsa será ineludible a medio plazo, con independencia de que en una primera fase la colocación de los títulos se lleve a cabo entre inversores cualificados al margen de la Bolsa. En tal caso, puede tener poco sentido el mantenimiento de la naturaleza jurídica de las cajas. Si el negocio, clientes y trabajadores son transferidos al banco bajo el cual se ejerce de forma indirecta la actividad bancaria, el mantenimiento de la forma tradicional puede generar disfunciones tales como la necesidad de elección de unas asambleas cuya composición queda vacía de contenido; en la medida en que las cajas dejan de tener clientes y trabajadores, lo razonable será su conversión en fundaciones de forma generalizada, tanto si se pierde el control (50 por 100) como si ese no es el caso.

La cotización en Bolsa va a poner al accionista, y a la creación de valor para éste, en el vértice de los objetivos de la gestión, por encima de cualquier otra consideración o de los objetivos de otros grupos de interés. Ello no debería interpretarse como un menoscabo hacia la obra social y las fundaciones que van a administrar dicha actividad, o una amenaza para el vínculo, y retorno, hacia los territorios naturales de implantación tradicional de las cajas. Antes bien, podría tener lugar un alineamiento de intereses en la medida en que la creación de valor es la mejor garantía patrimonial de las fundaciones, y con ello de mantenimiento de la obra social a largo plazo.

Lo que sí que va a generar ese alineamiento es una presión mucho más intensa para que la gestión se realice de forma óptima con las palancas a su alcance (equilibrio financiero y modelo de negocio, que más adelante abordaremos). Sólo de ese modo se creará valor para retribuir a los accionistas privados, así como mantener patrimonialmente a las fundaciones, y con ello garantizar la supervivencia de la obra social que éstas administran.

Esta última reflexión nos lleva a otra: la del valor comercial implícito en el reconocimiento de marca y/o el aportado por la obra social, en su carácter de dividendo social o de retorno a los clientes. Si bien es cierto que los procesos de integración, así como la conversión en bancos, pueden incorporar un cierto componente de «desafección de clientes» o de percepción de «desvinculación territorial», ese riesgo puede minimizarse si la gestión crea valor de forma recurrente y si las fundaciones capitalizan en términos de imagen y comunicación proactiva el retorno hacia la sociedad de los dividendos que perciben.

Al hilo de lo anterior, cabe realizar una última reflexión sobre la viabilidad de entidades que, sin estar expuestas a los mercados financieros mayoristas, optan por una estrategia territorial limitada, manteniendo ese vínculo geográfico como elemento de fidelización y valor de franquicia. Es decir, lo que eran las cajas antes de afrontar los dos grandes

desequilibrios que finalmente han conducido a su transformación en bancos, con la consecuente expansión fuera de sus ámbitos tradicionales de implantación y la generalizada dependencia de los mercados financieros mayoristas.

Esa opción «territorial» estaría actualmente disponible sólo para las cajas rurales, en la medida en que: 1) no han abrazado de forma tan intensa como las cajas de ahorros esas dos estrategias (expansión y financiación mayorista); 2) tienen «accionistas» aunque no coticen en Bolsa, y 3) podrían capitalizar el hecho de ser las únicas entidades que persisten con un arraigo local tras la integración de las cajas. En esa dirección apunta la reestructuración de dicho subsector de cooperativas de crédito: integraciones de ámbito autonómico, tratando de conseguir economías de escala y eliminar duplicidades, al tiempo que se mantiene una imagen de marca de ámbito regional, susceptible de explotar comercialmente tras la desaparición de las cajas de ahorros como tales.

En todo caso, y en la medida que esos procesos en las cajas rurales generan entidades de un tamaño muy reducido para alcanzar economías de escala, solo serán plenamente válidos si se complementan con una mucho más efectiva política de alianzas, de fortalecimiento de la cooperación tradicionalmente ensayada en ese subsector, para abordar de forma coordinada y centralizada aquéllas actividades que no tienen que ver fundamentalmente con la relación con la clientela local.

3. Equilibrio financiero

Sin duda alguna, uno de los principales retos del sistema bancario español en general, pero especialmente en el subsector de cajas de ahorros, es la corrección del extraordinario desequilibrio financiero que se generó durante la época de bonanza, y gestionar la transición hacia un modelo mucho más equilibrado tanto en términos de solvencia como de liquidez.

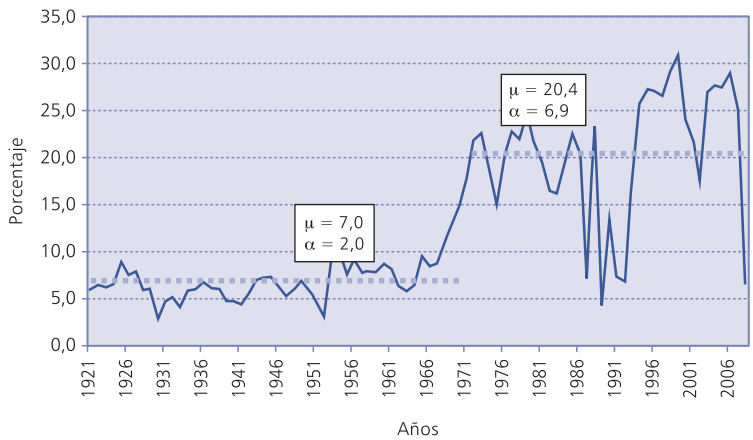
En el ámbito de la solvencia, la tendencia generalizada va a ser hacia unas exigencias mucho mayores de recursos propios de la mayor calidad, lo que en la jerga de Basilea III se conoce como *core capital*, y en el caso español como *capital principal.* En el apartado II se ha explicado cómo las exigencias en España no sólo van a ser mayores que en Basilea III (8 o 10 por 100, *versus* 7 por 100), sino mucho más inmediatas para su cumplimiento, pues ya en 2011 van a ser requeridos los nuevos niveles.

En todo caso, cabe anticipar que la mayoría de países van a ser más exigentes de lo que Basilea III establece (Suiza, por ejemplo, ha anunciado unos requerimientos del 14 por 100 de *core capital* para sus bancos), acentuando una tendencia a que la actividad bancaria se lleve a cabo con un nivel de recursos propios superiores a los tradicionales.

Esa mayor intensidad de capital en el negocio bancario traerá consigo un menor nivel de riesgo percibido para cada unidad de capital, y con ello un menor requisito en cuanto a primas por riesgo exigibles. Para ilustrar esa afirmación, podemos rescatar un análisis de largo plazo llevado a cabo por el Banco de Inglaterra, en el que se ilustra cómo las rentabilidades exigidas a los recursos propios en banca se han disparado fuertemente en las últimas décadas respecto a su valor histórico, justo en paralelo con el fuerte proceso de apalancamiento que el negocio bancario ha ido asumiendo (ver gráficos 5 y 6).

Ese mismo razonamiento, aplicado a la inversa, debería conducir a que, si los nuevos niveles de capitalización exigidos al

GRÁFICO 5
RENTABILIDAD SOBRE EL CAPITAL EN LA BANCA BRITÁNICA



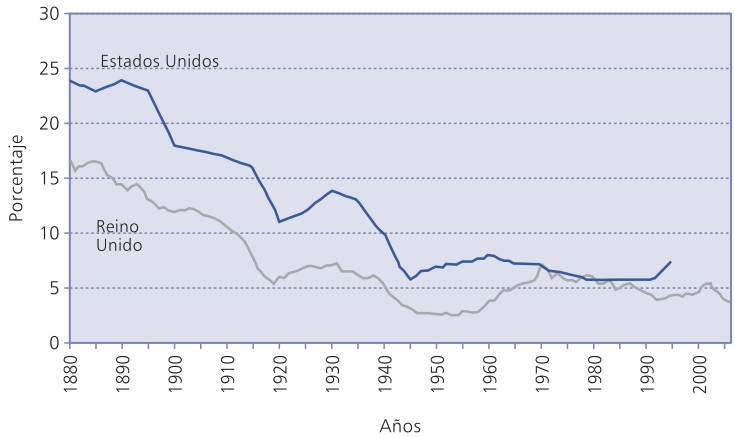
Fuente: Haldane *et al.* (2010).

negocio bancario se van a elevar significativamente, en paralelo debería producirse una sustancial reducción de las rentabilidades a exigir a los recursos propios en banca. Ese principio básico (que descansa en las proposiciones de Modigliani-Miller sobre estructura óptima de capital) puede generar problemas en la fase de transición, en la que las exigencias de capital se elevan muy rápidamente y en cambio los mercados todavía no han digerido la «segunda parte de la ecuación», esto es, que el nuevo capital va a asumir menos riesgo que en el pasado. De ahí la crítica que hemos realizado en el apartado II, respecto a los estrictos plazos que dicha fase de recapitalización impone para las cajas españolas.

Junto a la solvencia, el otro ámbito donde se deberá reconstruir el equilibrio financiero es el referente a la liquidez, con el objetivo de reducir drásticamente (o incluso eliminar) la dependencia de los mercados financieros mayoristas, que actualmente se eleva a casi un 40 por 100 del total de activos en el conjunto del subsector de cajas de ahorros. Ese objetivo no obedece tanto a exigencias regulatorias (el tratamiento de las nuevas exigencias de liquidez en Basilea III está lejos de consensuarse) como a la constatación de la extraordinaria vulnerabilidad que supone afrontar vencimientos en los mercados mayoristas con ventanas de emisión muy esporádicas.

Igualmente opera en esa dirección la percepción de que el Banco Central Europeo va a reducir sensiblemente su capacidad para seguir actuando como financiador estructural. No se trata de que vaya a dejar de suministrar liquidez, especialmente en un contexto de imperfecto funcionamiento de los mercados interbancarios y de emisiones, sino de que sus inyecciones de liquidez se realicen mediante instrumentos de corto plazo, que no pueden convertirse en fuentes de liquidez estructural para las entidades. Además, el propio BCE ha dejado claro que se reserva el derecho de negar, o limitar, el acceso a sus facilidades financieras a aquellas entidades que sobrepasen ciertos umbrales de apelación al BCE, de tal manera que éste no se convierta en su financiador estructural.

GRÁFICO 6
RATIOS DE CAPITAL EN ESTADOS UNIDOS Y REINO UNIDO



Fuente: Haldane *et al.* (2010).

En un contexto semejante, el reequilibrio financiero va a presionar fuertemente sobre los recursos de clientes como fuente básica de financiación para sustituir a los vencimientos mayoristas, estimados en casi 400.000 millones de euros los acumulados de los próximos cinco años para el conjunto del sistema bancario. No puede pasarse por alto que esos vencimientos tendrán lugar en un entorno dominado por las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en las economías de la eurozona —incluida, de forma destacada, la nuestra— y con ritmos de crecimiento económico muy inferiores a los previos a la emergencia de la crisis. En un escenario tal, parece razonable asumir que no más del 50 por 100 de dichos vencimientos podrán ser objeto de renovación.

Desde estas bases, conviene destacar dos líneas de consecuencias no difíciles de identificar. El mantenimiento de las tensiones competitivas por la captación del pasivo minorista es la primera de ellas. Ello provocará lógicos incrementos en sus costes claramente por encima del Euribor, tipo de referencia básico para las operaciones de activo. Es cierto que la reciente modificación del Real Decreto sobre el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), que penaliza fuertemente la captación de depósitos con extratipos, puede suponer un cierto freno a la agresividad de las ofertas por la captación de depósitos de clientes. Pero la efectividad de dicha medida se ve limitada, por un lado, por la posibilidad de arbitrar mediante instrumentos vinculados a productos de segu-

ros, y por otro, por la propia competencia ejercida por las emisiones del Tesoro, cuyas letras a doce y dieciocho meses constituyen actualmente una alternativa de inversión frente a la que los depósitos tienen una muy difícil defensa, máxime en el marco de la mencionada penalización en las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos.

Por todo ello, con independencia de la retribución que se le dé, en nuestra opinión es altamente improbable que la base de pasivo minorista pueda crecer a ritmos que permitan la necesaria sustitución de los vencimientos mayoristas. En consecuencia, es igualmente probable que el factor de ajuste acabe siendo una sensible reducción del crédito vivo, que estimamos podría caer en el entorno de 150.000 a 200.000 millones de euros para el conjunto del sistema, desde el máximo nivel previo a la crisis hasta su nivel de crucero en el horizonte de 2014.

En esa misma dirección va a presionar también otro de los ámbitos de reequilibrio financiero que debe afrontar el subsector de cajas, como es una más realista aproximación a la medición de riesgos, y sobre todo al *pricing* de los mismos.

Uno de los errores de la anterior etapa de bonanza fue la relajación de los estándares de concesión de riesgos, y sobre todo la no traslación de éstos al precio apropiado en las operaciones de activo. La corrección de esos errores en la fase post crisis va a generar una fuerte presión al alza sobre el precio del riesgo, y el endurecimiento de los estándares de concesión, como forma de compensar también el coste incremental del pasivo en el contexto de esa suerte de guerra por él.

Pero, a su vez, una estrategia excesivamente restrictiva en la concesión de crédito puede actuar alimentando un círculo nada virtuoso: dada la dificultad y escasos incentivos de los actuales prestatarios para reducir su endeudamiento con las entidades financieras, una muy baja actividad de nueva concesión de crédito se traducirá en una ratio muy reducida de renovación de la cartera crediticia, lo cual dificultará la mejora de los márgenes en el mencionado contexto de encarecimiento del pasivo.

Por ello, dentro de la prudencia exigible, creemos que una actitud excesivamente restrictiva en la concesión de crédito será extremadamente peligrosa, y no sólo para el crecimiento económico general, sino también para las cuentas de resultados de las propias entidades financieras, que entrarían de esa manera en un círculo vicioso de consecuencias muy adversas.

Una alternativa a la concesión de crédito de forma indiscriminada sería la de actuar proactivamente en las diversas operaciones de desintermediación, especialmente para aquellos demandantes de fondos, sobre todo PYME, con mayores dificultades de acceso al canal crediticio y para los que el consumo de recursos propios hace más onerosa la concesión de financiación.

4. Modelo de negocio

De las anteriores tendencias hacia el reequilibrio financiero en el subsector de cajas de ahorros se deducen importantes implicaciones para el modelo de negocio a asumir, en aras de garantizar la sostenibilidad del modelo financiero y la retribución apropiada a los capitales necesarios para soportar el negocio.

La primera es la reducción en la capacidad de generación de margen de intermediación como consecuencia de un doble efecto: descenso en el volumen de negocio, especialmente en los activos productivos, y en el margen unitario que se obtiene de dicho negocio.

Una respuesta de las cajas a dicho ajuste a la baja en el margen tradicional debe centrarse en la búsqueda de fuentes alternativas de generación de valor. En un contexto de saturación de oferta y de madurez del negocio de intermediación y servicios financieros, la única posibilidad de desarrollar esas nuevas fuentes de ingresos será profundizando la relación con clientes e incrementando la venta cruzada. A modo de ejemplo, en el subsector de cajas los ingresos por servicios representan menos de un 25 por 100 del margen básico de negocio, frente a cerca de un 40 por 100 en los bancos en España, y en general en los sistemas bancarios anglosajones.

Con ese objetivo de incrementar la venta cruzada deberán alinearse, por un lado, la tecnología, en la que la inteligencia de negocio deberá cobrar un protagonismo mucho mayor, y por otro, la gestión de personas, así como los mecanismos de fijación de objetivos y de incentivos, que deberán orientarse a mejorar la rentabilidad (ajustada al riesgo) de clientes por encima de consideraciones de volumen.

Sin menoscabo de esa reorientación comercial, no cabe duda de que la tendencia de fondo a un menor crecimiento, o incluso decrecimiento, del valor añadido deberá tener su traducción en importantes ajustes de capacidad, y de gastos en general, así como en la transición hacia esquemas de mayor variabilidad

de costes y polivalencia de los recursos.

La necesidad más obvia de recorte de gastos se puede identificar en los gastos de estructura asociados a los servicios centrales (SS.CC.), y en este sentido consideramos que los pasos dados en dicha dirección hasta la fecha son claramente insuficientes. Al cierre de 2009, es decir, antes de los procesos de integración, el subsector de cajas se componía de un total de 45 entidades, con otros tantos servicios centrales, que ocupaban a un total de 25.000 personas, es decir, una por cada cuatro personas de red. La reducción de personas en SS.CC. ha supuesto un escaso 15 por 100, mientras que el censo de entidades se ha reducido en un 70 por 100. En un ejercicio de prospectiva a un horizonte de crucero a cinco años, podríamos anticipar que la capacidad de los SS.CC. resultantes debería reducirse a menos de la mitad de lo que actualmente representa.

Pero no sólo se necesita ajuste en SS.CC. El sistema bancario español, y muy especialmente el subsector de cajas de ahorros, tiene la red de oficinas más densa de Europa (véase el cuadro n.º 3), que recoge la estructura de distribución bancaria minorista en España y en la Unión Europea), y debe ser objeto de una profunda reestructuración, que entendemos debe abarcar dos tipos de decisiones complementarias. Por un lado, el cierre de todas las oficinas que, de forma sistemática, han sido incapaces de alcanzar su umbral de rentabilidad. En dicho grupo cabe incluir la práctica totalidad de las que se han abierto en la fase final del ciclo de bonanza. Pero también es cuestionada la viabilidad de oficinas con mayor antigüedad que quedaron obsoletas, bien por pérdida de masa crítica demográfica o por «canibalización» de negocio hacia otras oficinas cercanas.

CUADRO N.º 3

DISTRIBUCIÓN EN BANCA MINORISTA: ESPAÑA *VS.* UNIÓN EUROPEA

POR MILLÓN DE HABITANTES	*ESPAÑA*	*EU*
Activos bancarios (mill. €)	74.000	82.000
Km^2	11.000	7.900
Oficinas bancarias	967	566
Empleados bancarios	5.780	6.600
Entidades bancarias	7,6	19,6
Pro-memoria:		
Activos / entidad	9.650	4.200
Activos / oficina	76,5	145,5
Empleados / oficina	6	10,70

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central Europeo (2010) y European Banking Federation (2010).

La segunda dirección de actuación nos refiere a la necesaria racionalización del resto de oficinas, con una clara tendencia a elevar su tamaño y su productividad mediante reagrupamiento de pequeñas oficinas hacia unidades de mayor dimensión y mayor capacidad de prestación integral de servicios. En este sentido, es convencionalmente asumido que una red de oficinas muy tupida (muchas oficinas pequeñas) es válida para etapas de fuerte crecimiento de negocio, pero en momentos de ciclo adverso es más eficiente un modelo de distribución con menos oficinas, pero de una mayor dimensión y con capacidad más integral de prestación de servicios.

En paralelo con esa racionalización de la red de oficinas, deberán cobrar un protagonismo mucho más intenso los nuevos canales de distribución y de comunicación con clientes en general, con un peso creciente de la banca por Internet, y sobre todo de la bancarización a través del móvil. Esa tendencia obedecería a factores no sólo de reducción de costes, sino también de adaptación a un imparable desplazamiento de la demanda hacia dichos canales, que a su vez también son más apropiados que la oficina física para desarrollar una inteligencia de negocio mucho más eficiente en términos de proactividad comercial.

Esa reorientación de los modelos de distribución, y de la función comercial en general, exigirá a las entidades cambios de alcance en la gestión de los recursos humanos, incluida la formación y adaptación de habilidades, para alinearlos con esas nuevas, pero irreversibles, exigencias del negocio. Los perfiles que demandarán esos enfoques de distribución y relación con clientes más integrales serán de profesionales muy polivalentes, y sobre todo con una completa formación de base en todo tipo de productos y servicios financieros, así como en la planificación financiera de los clientes. Todo ello sin olvidar las muy necesarias habilidades en gestión de riesgo de crédito y en recuperaciones.

Estrechamente vinculado a lo anterior, los esquemas retributivos y de fijación de objetivos e incentivos también deberán tener

un mayor alineamiento con un modelo de negocio basado en la relación integral con los clientes, y en la rentabilidad de éstos. Por ello, en dicho esquema habrá que incorporar elementos de retribución variable vinculados a cumplimiento de objetivos, no tanto de volumen como de rentabilidad ajustada al riesgo.

Ese peso creciente de la retribución variable en el negocio minorista no obsta para reconocer que continuará la controversia, y la inquietud de los organismos reguladores, sobre las retribuciones de los directivos en banca, y especialmente en aquellas entidades que han sido beneficiarias de ayudas públicas de uno u otro tipo. Ese debate sobre las retribuciones en banca, en ocasiones cargado de cierta simplificación, es tan sólo la punta del iceberg de uno más intenso sobre la naturaleza del negocio bancario y de un cierto *status* privilegiado del mismo: en fases favorables del ciclo internaliza (los accionistas, pero también directivos y trabajadores en general) toda la generación de valor añadido, mientras que en ciclos adversos se da por hecho que debe recibir apoyos del sector público.

Esa percepción, que ha cobrado un alto grado de generalización, apunta a otro gran reto al que va a enfrentarse la actividad bancaria tras la crisis: la mejora de una reputación ciertamente erosionada en casi todas las economías avanzadas, y la reducción de esa manifiesta desafección hacia los agentes económicos de los consumidores de servicios financieros.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

Nunca antes la actividad bancaria, y en especial su segmento minorista, se había encontrado inmersa en una dinámica de cambio tan intensa como la actual. Hemos tratado de analizar en las páginas anteriores algunas de las dimensiones más destacadas, en nuestra opinión, por las que en los próximos años seguirá discurriendo esa transformación.

De lo observado en el sistema bancario español no es difícil deducir, en primer lugar, esa afectación diferencial de la crisis financiera que emergió en el verano de 2007. Además de poner fin a una de las más dilatadas fases de expansión de la economía española, ha sido el desencadenante de la transformación de mayor calado en su sistema bancario, y muy especialmente en su segmento de banca minorista. Las entidades que hasta entonces habían sido los principales oferentes de ese tipo de servicios financieros, las cajas de ahorros, están experimentando alteraciones sin precedentes no sólo en su orientación comercial, en su gestión, sino también en su propia naturaleza jurídica. Y, desde luego, en la composición del censo de oferentes.

Idealmente, la reestructuración del censo mediante operaciones de concentración y la nueva regulación sobre sus recursos propios, junto con la obligada alteración en su forma jurídica, deberían haber sido procesos secuenciales, en lugar de procesos en gran medida simultáneos. Deseable hubiera sido que el diseño de los procesos de integración hubiera respondido exclusivamente a consideraciones de estricta racionalidad empresarial, buscando no sólo las prioritarias complementariedades en términos de solvencia y liquidez, sino también las de carácter geográfico y otras fuentes de sinergias.

Las consecuencias de esos cambios analizadas en las páginas anteriores son sólo algunas de las más fáciles de intuir. En una de las economías más bancarizadas de la OCDE, las alteraciones que están teniendo lugar en la mitad del sistema bancario generarán impactos a largo plazo sobre la economía real, y sobre la inclusión financiera, que hoy son más difíciles de anticipar. El tiempo, efectivamente, nos dirá si las respuestas de los reguladores, y de las propias empresas bancarias, a la mayor crisis económica desde la que desencadenó la Gran Depresión han favorecido un sistema financiero más eficiente y una actividad de banca minorista más adecuada a las exigencias de empresas y familias.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (2010), *Europeanbankingstructures*, septiembre.

BANK OF ENGLAND, *Financial Stability Report,* varios números (publicación semestral del Banco de Inglaterra).

EUROPEAN BANKING FEDERATION (2010), *EU banking sector: facts and figures*, noviembre.

HALDANE, A.; BRENNAN, B., y MADOUROS, V. (2010), «What is the contribution of the financial sector: Miracle or mirage?», publicado en *The Future of Finance: The LSE Report*, London School of Economics and Political Science.

LA NUEVA DIMENSIÓN GLOBAL DE LA BANCA

Santiago FERNÁNDEZ DE LIS
Ana RUBIO
BBVA Research

Resumen

Durante esta crisis, los bancos globales han tendido a ser vistos como el origen y la vía de propagación de la crisis. La utilización de dinero de los contribuyentes para rescatar a ciertos bancos ha realimentado sentimientos nacionalistas. Aunque se han producido excesos en la fase de auge, que es preciso corregir, no todos los modelos de banca global son responsables o propagadores de la crisis. Los bancos internacionales minoristas y con una estructura descentralizada han demostrado su capacidad de resistencia y su contribución a la estabilidad financiera internacional.

Palabras clave: banca global, banca extranjera, contagio, regulación.

Abstract

During this crisis, global banks have tended to be seen as the source and route of the spread of the crisis. The use of taxpayer's money to bail out some banks has brought back nationalist feelings. Although there have been excesses during the good times, that need to be corrected, not all global banking models are responsible for the crisis. International banks focused or the retail business and with a decentralized structure have demostrated their resilience and their contribution to international financial stability.

Key words: global banking, foreign banking, contagion, regulation.

JEL classification: G21, G28.

I. INTRODUCCIÓN

La banca es una actividad tradicionalmente internacional. El origen de los primeros bancos, en la Italia de la Baja Edad Media, se encuentra de hecho muy ligado al desarrollo del comercio internacional. Desde entonces, bancos locales e internacionales han coexistido en diferentes países y en distintos períodos, dependiendo la importancia relativa de unos y otros de una multitud de factores, entre los que cabe señalar su eficiencia relativa, la regulación financiera, la integración de cada país en la economía mundial y la percepción de apoyo público al sistema financiero en caso de dificultades.

Esta crisis, como otras anteriores, ha cuestionado el papel de los bancos globales, que han tendido a ser vistos como el origen y la vía de propagación de la crisis. La utilización de dinero de los contribuyentes para rescatar a ciertos bancos en algunos países ha realimentado sentimientos nacionalistas. Es interesante, en estas circunstancias, preguntarse por el futuro de la banca global.

En este artículo se argumenta que no todos los modelos de banca global son responsables o propagadores de la crisis. Si bien es evidente que se han producido excesos en la fase de auge, que es preciso corregir, los bancos internacionales especializados en el negocio minorista y con una estructura descentralizada han demostrado su capacidad de resistencia y su contribución a la estabilidad financiera internacional.

El artículo se estructura de la siguiente forma: en el apartado II, se recapitulan los argumentos tradicionales sobre las ventajas e inconvenientes de los bancos globales, desde el punto de vista tanto del país de origen de la casa matriz como del país de destino; en el III, se revisa el impacto de la crisis sobre los diversos modelos de negocio de la banca internacional; en el IV, se aborda la reforma financiera internacional y su efecto sobre la banca internacional; finalmente, en el apartado V, se aventuran algunas tendencias de futuro.

II. BANCA GLOBAL FRENTE A BANCA LOCAL

¿Cuál es la racionalidad de que existan entidades financieras globales que puedan distribuir sus productos a clientes de diferentes países? ¿Se puede aprovechar lo aprendido por los gestores bancarios en un país para ofrecer un mejor servicio en otro? ¿Compensan sus ventajas los posibles inconvenientes de una mayor interconexión entre economías y, por tanto, un mayor potencial de contagio?

Analizar las ventajas y los inconvenientes de la banca internacional o global no es sencillo, ya que engloba múltiples activida-

des, como los créditos *cross-border*, la implantación de filiales de entidades extranjeras, los centros financieros internacionales o los préstamos en moneda extranjera. El análisis de las ventajas y los inconvenientes de estos tipos de negocio debe tener en cuenta sus efectos tanto en los países origen, generalmente desarrollados, como en los países destino, generalmente emergentes, así como su impacto sobre la estabilidad financiera internacional.

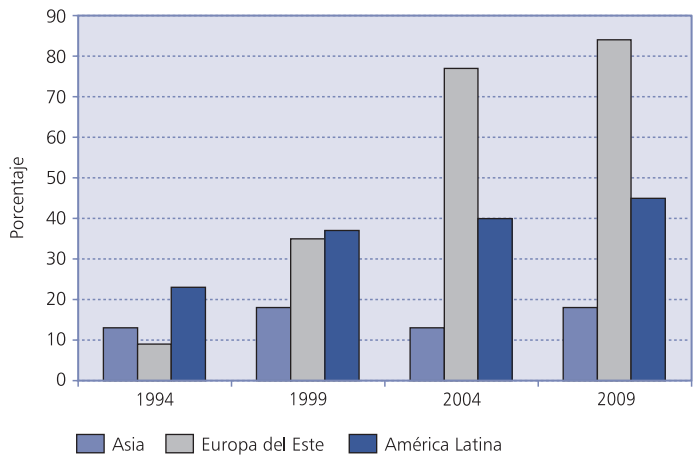
Como puede observarse en el gráfico 1, la tendencia general al aumento del papel de la banca extranjera en economías emergentes, coherente con la profundización de la globalización financiera en los últimos veinte años, presenta notables diferencias por regiones: en Europa del Este, la penetración de los bancos extranjeros ha sido explosiva, al hilo de los procesos de privatizaciones que acompañaron la transformación de estas economías hacia sistemas de mercado; en América Latina, partiendo de una base inicial más elevada, el crecimiento ha sido más moderado, pero estable; en Asia, donde los bancos extranjeros no han conseguido una cuota significativa de mercado, la tendencia señala un cierto estancamiento.

Para entender este proceso, conviene preguntarse por los motivos originales de su desarrollo, es decir, ¿qué llevó a la banca de los países de origen, generalmente desarrollados, a expandirse en los mercados de destino, que normalmente fueron emergentes? Los motivos son múltiples, y provienen tanto de los países emergentes (*pull factors*) como de los propios países desarrollados (*push factors*).

En primer lugar, existieron factores de atracción, o *pull factors,* en los países emergentes. Muchos de estos países habían sufrido profundas crisis bancarias en los años ochenta y noventa, o bien, como en el caso de Europa Central y del Este, profundas transformaciones en su camino hacia sistemas de economía de mercado; tanto en uno como en otro caso, las consiguientes privatizaciones supusieron una oportunidad de entrada a precios atractivos para los bancos de los países desarrollados. Al mismo tiempo, los bancos globales realizaron una apuesta por el futuro de estas economías emergentes, en un momento en que los mercados financieros internacionales les asignaban primas de riesgo en general elevadas. En los últimos años, la trayectoria de la mayoría de las economías emergentes ha confirmado lo acertado de esta apuesta. De hecho, su potencial de crecimiento económico está por encima del de muchos países desarrollados (gráfico 2), a lo que suman poblaciones crecientes, de las cuales una proporción importante aún no está bancarizada, así como importantes proyectos de infraestructuras en los próximos años que necesitarán financiación. Y estas previsiones de fuerte crecimiento futuro no están basadas exclusivamente en flujos de capitales a corto plazo o *booms* en el precio de las materias primas, sino que existe un crecimiento potencial basado en la inversión en sectores productivos.

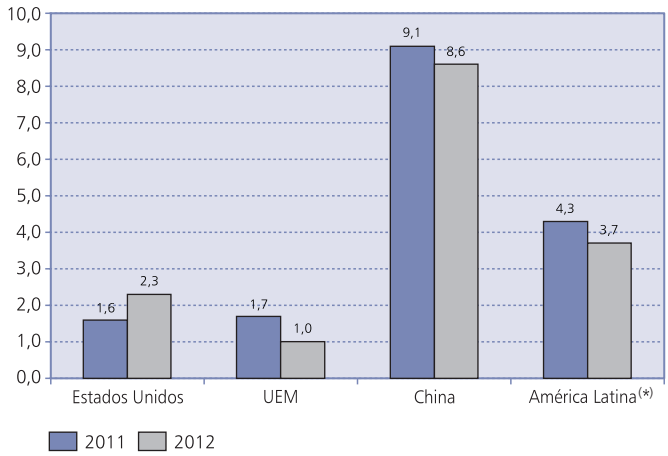
Además, la regulación local está avanzando de forma importante. Las políticas monetarias ortodoxas se están generalizando, se han desarrollado mercados de capitales propios, se están desregulando los sistemas bancarios y moderándose sus impuestos, está mejorando la supervisión e incrementándose la cobertura de los fondos de garantía de depósitos, y se admite la entrada de la banca extranjera mientras decrece el papel de la banca pública, que con frecuencia ha demostrado ser ineficiente y generar una bancarización inferior a la que cabría esperar, dado el crecimiento per cápita y de la productividad (La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 2002). En los últimos

GRÁFICO 1
BANCA EXTRANJERA: PORCENTAJE DEL PRÉSTAMO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE



Fuente: BIS.

GRÁFICO 2
PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL
(Porcentaje a/a)



(*) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
Fuente: BBVA Research.

tiempos, se están implementando también medidas macroprudenciales para frenar las burbujas en el precio de los activos.

Frecuentemente, todo ello se está consiguiendo a la vez que el riesgo se mantiene en niveles bajos. Las tasas de morosidad están en niveles contenidos, las crisis económicas son menos frecuentes y cada vez más países emergentes obtienen el grado de inversión de las agencias de calificación crediticia. Los avances tecnológicos han permitido el manejo de volúmenes importantes de información y el uso de modelos estadísticos para medir y gestionar mejor los riesgos, ampliando el acceso al crédito bancario.

En el mundo emergente hay muchos ejemplos de sistemas financieros rentables, con regulaciones abiertas y favorecedoras de la competencia, con un desarrollo intermedio y no muy concentrados, que resultan atractivos para la banca de los países desarrollados.

En segundo lugar, entre los factores de expulsión, o *push factors,* están la generalización de tipos de interés reducidos en los países avanzados, la abundancia de liquidez que el desarrollo de los mercados financieros propició y las consiguientes presiones competitivas en unos mercados bancarios locales cada vez más maduros. En ese contexto, las instituciones más sólidas del mundo desarrollado buscaron nuevas fuentes de rentabilidad en el mundo emergente o en nuevos negocios, muchas veces siguiendo a sus clientes en sus operaciones exteriores (García Herrero y Navia, 2003). Las entidades de países desarrollados exportaron sus conocimientos y su tecnología a las regiones emergentes, en un primer momento en el segmento de la banca minorista, pero también proporcionando servicios de banca de inversión en la suscripción de valores o en fusiones y adquisiciones.

Ahora bien, más allá de las ventajas de la expansión exterior para los bancos matrices, ¿sigue siendo beneficioso para los países de origen el que sus entidades se hayan expandido más allá de sus fronteras? En primer lugar, los bancos no han desatendido sus países de origen con este movimiento, pues se trataba de mercados maduros —en algunos casos, saturados— donde la competencia era ya elevada. En segundo lugar, y como la reciente crisis ha demostrado, no todas las economías sufren de igual manera las crisis ni todos los ciclos económicos están alineados. Por tanto, la diversificación geográfica de los negocios bancarios les aporta solidez y reduce su riesgo, lo que es también beneficioso para los accionistas de estas entidades. De hecho, la literatura económica ha encontrado evidencia de que la expansión internacional de las entidades no ha implicado que aumente su riesgo (Boyd y De Nicoló, 2005). Además, en principio, las instituciones que han podido crecer más pueden acceder a economías de escala que les permiten embarcarse en nuevos negocios que mejoran su rentabilidad. En un mundo cada vez más globalizado, la banca internacional puede proveer servicios transnacionales con mayor facilidad, como el envío de remesas, la financiación del comercio internacional o la provisión de servicios bancarios a las empresas multinacionales. La banca puede aliviar así los problemas de información que genera la internacionalización mediante su conocimiento de los clientes y los negocios, y la mayor competencia internacional fomenta la búsqueda de la eficiencia.

Por otro lado, la llegada de la banca extranjera también ha beneficiado a las economías emergentes. El conocimiento y la tecnología aportados por la nueva banca para identificar los proyec-

tos de inversión más rentables y monitorear su desarrollo redujeron sensiblemente el coste de estos procesos. La mejor medición de los riesgos ayudó a potenciar la estabilidad financiera de los países receptores, reduciendo la probabilidad de las crisis, haciendo el crédito menos procíclico (Claessens, 2006) y reduciendo la concentración de los sistemas bancarios locales (De Nicoló *et al.,* 2003). A su vez, las entidades extranjeras incentivaron el ahorro, que canalizaron hacia inversiones atractivas y de menor riesgo. Así, este mayor ahorro pudo utilizarse en proyectos de inversión rentables que promovieron el crecimiento económico, y que la incipiente banca local no podría haber financiado por su menor tamaño. Asimismo, los servicios de pago proporcionados ayudaron a fomentar las transacciones y el comercio. La presión de la banca extranjera ayudó también a mejorar los marcos regulatorios y supervisores de los países de destino, mientras que se contaba con la garantía adicional de la supervisión que se realizaba sobre el grupo consolidado desde el país origen. La coordinación creciente entre los supervisores de origen y de destino ayudó a una transferencia de conocimiento y tecnología mutuamente beneficiosa. La mayor competencia que supuso la entrada de bancos globales ayudó a potenciar la eficiencia, la diversificación de los riesgos y la gestión de los sistemas bancarios locales. Por último, el desarrollo del sistema bancario potenció la efectividad de la política monetaria, favoreciendo la estabilidad macroeconómica. En definitiva, la banca internacional ayudó a acelerar la integración financiera global y a promover el desarrollo económico de los países emergentes y el bienestar de su población.

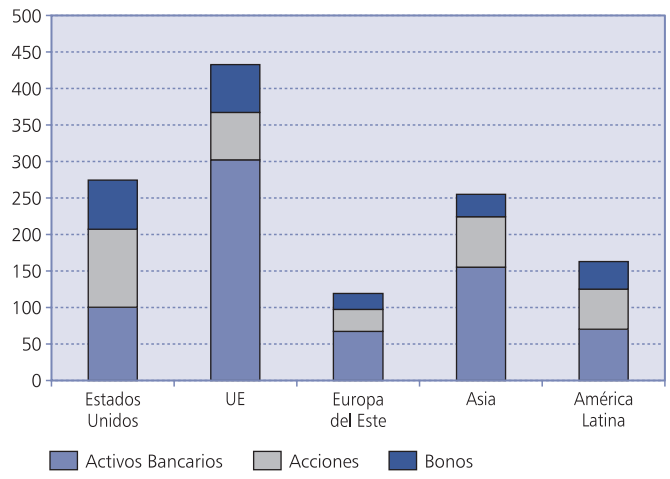
En este proceso de globalización, la banca y los mercados financieros han actuado de forma complementaria (gráfico 3). Los mercados de capitales generalmente son una fuente de financiación importante para las empresas cuando se reduce el crédito bancario, o cuando operan en sectores novedosos para los que no existe información crediticia histórica. El escrutinio de los inversores, por otro lado, ayuda a mejorar la gestión de los emisores a través de la llamada «disciplina de mercado». Por ejemplo, durante 2009 las emisiones de bonos corporativos, generalmente de grandes empresas, se incrementaron hasta los 1,4 trillones de dólares, como resultado de las dificultades de los bancos para prestar (Committee on the Global Financial System, 2010).

El crédito bancario, sin embargo, suele ser la única fuente de financiación disponible para hogares y pequeñas y medianas empresas, que no pueden acceder a los mercados, e incluso para otro tipo de agentes en momentos de turbulencias financieras. La banca tiene además la tecnología y la experiencia necesarias para evaluar el riesgo de los proyectos empresariales, siendo su financiación menos volátil que la que se puede obtener en los mercados.

La banca y los mercados, en definitiva, se necesitan mutuamente. Por una parte, la banca frecuentemente invierte sus recursos en valores financieros y emite deuda internacionalmente para financiar su actividad. Y, a la inversa, los mercados se benefician de los servicios que proporciona la banca, como la liquidez vía líneas de crédito o servicios de custodia.

Así pues, el funcionamiento conjunto de banca y mercados es vital para tener un sistema financiero diversificado, que comparta los riesgos y sea más resistente a las crisis. Por tanto, la existencia de los mercados de capitales no merma el papel de la banca glo-

GRÁFICO 3
BONOS, ACCIONES Y ACTIVOS BANCARIOS
(Porcentaje PIB, 2009)



Fuente: FMI.

bal, sino que lo complementa. Para que la relación entre los mercados y la banca siga siendo fructífera, se deben evitar los productos y operaciones opacos o ilíquidos, limitando así los excesos cometidos en el pasado en ciertos mercados, especialmente en Estados Unidos, como las titulizaciones o la financiación estructurada. Su colapso durante la crisis actual puso de manifiesto la fragilidad de las relaciones entre banca y mercados, que son cruciales para la estabilidad financiera mundial.

Ahora bien, la crisis actual se ha encargado de demostrar que el desarrollo de la banca global —o de ciertos modelos de banca global, como se explica en el apartado siguiente— también tiene desventajas. El que las economías sean cada vez más dependientes entre sí también implica que los problemas de unas se contagien al resto en mayor medida y con más rapidez. Las pérdidas de las entidades globales en algunos territorios implicaron en determinados casos presiones sobre su liquidez y su capital globales. Asimismo, los esfuerzos de las entidades por gestionar los desequilibrios entre las monedas de sus balances también ayudaron a contagiar las turbulencias financieras.

El efecto es similar a lo que ocurre cuando se tira una piedra a un lago. Si la piedra cae en un cubo lleno de agua, que sería una economía aislada, el cubo probablemente se desborda. Si cae en un lago (producto de la interconexión de muchos cubos), el impacto se expande como una onda por su superficie, de forma que llega a sus orillas, aunque debilitado. El que la globalización parezca ser imparable es una confirmación de que es mejor estar en el lago, de que sus ventajas son superiores a sus desventajas. Eso sí, los agentes económicos deben diversificarse para intentar estar siempre en las zonas tranquilas del lago, y la regulación debe velar por poner diques, de forma que se puedan explotar sus ventajas sin estar tan expuesto a las piedras de otros.

Además, según estudios recientes (Cihac, Muñoz y Scuzzarella, 2011), la relación entre la interconexión de los sistemas bancarios y la probabilidad de sufrir una crisis no es lineal. Para sistemas poco interconectados con el resto, estrechar sus relaciones con bancos extranjeros hace disminuir la probabilidad de crisis. Éste sería el caso de muchas de las economías emergentes en las que se está instalando la banca extranjera. A partir de un cierto umbral, una mayor interconexión supone una mayor probabilidad de crisis. Por último, a partir de cierto nivel superior de interconexión entre sistemas financieros, vuelve a reducirse la probabilidad de crisis, ya que en un mundo totalmente interconectado los sistemas bancarios se hacen mucho más resistentes.

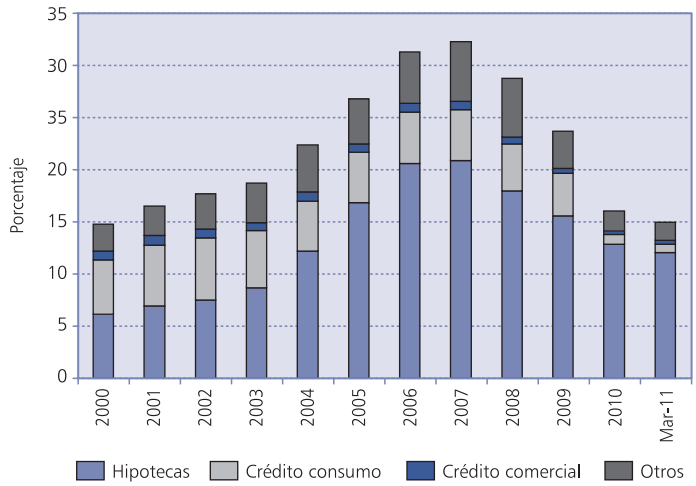
III. EL EFECTO DE LA CRISIS EN LOS MODELOS DE NEGOCIO DE LA BANCA INTERNACIONAL

El mundo después de la crisis no volverá a ser como el anterior a ésta, como tampoco lo serán los sistemas bancarios del futuro. Habrá también ganadores y perdedores entre los distintos modelos de negocio de los bancos internacionales, que en la crisis han mostrado sus virtudes y deficiencias. Es evidente que la globalización financiera condujo a excesos. Algunos de los principales «pecados capitales» de los modelos de negocio que la crisis hizo aflorar son el apalancamiento excesivo, el subestimar la importancia de la liquidez y los estándares de crédito laxos.

En primer lugar, el apalancamiento excesivo es característico de modelos de negocio con un rápido crecimiento de activos no acompañado por una sólida base de capital, y en los que se minusvaloraron los riesgos durante su rápida expansión, en parte por ciertos abusos en la utilización de «modelos internos» mediante los cuales los grandes bancos optimizaron la asignación de capital, en algunos casos de manera espuria. Un ejemplo paradigmático es el caso de las emisiones de valores respaldados por activos, o *asset-backed-securities* (ABS). Estos títulos pasaron de suponer en EE.UU. menos de un 15 por 100 del PIB en el año 2000 a alrededor de un 32 por 100 siete años más tarde. En el caso de la titulización respaldada por hipotecas su saldo vivo se multiplicó por cinco en esos siete años, y su nivel actual, del 12 por 100 del PIB, aunque es inferior al máximo, aún duplica los niveles del año 2000 (gráfico 4).

En segundo lugar, en un mundo de primas de riesgo muy reducidas y abundancia de flujos de capitales, se subestimó la importancia de tener una base de liquidez sólida. Surgieron estructuras capaces de financiar grandes masas de activos a largo plazo con pasivos a corto, generalmente dependientes de los mercados. Éste fue el caso de algunos de los primeros bancos que quebraron tras la crisis, que obtenían financiación a corto en los mercados financieros para conceder hipotecas a largo plazo a particulares (caso de Northern Rock). Otro ejemplo lo constituyen los *conduits*, vehículos de inversión que se financiaban mediante la emi-

GRÁFICO 4
ACTIVOS DE EMISORES DE ABS EN ESTADOS UNIDOS (Porcentaje PIB)



Fuente: Flow of Funds y FMI.

sión de papel comercial en los mercados y líneas de liquidez de sus bancos de origen, invirtiendo en valores a largo plazo. En los primeros compases de la crisis, la financiación que obtenían de los mercados desapareció abruptamente, y se vieron muchas veces obligados a cesar en su actividad o a ser absorbidos por los bancos que los habían creado.

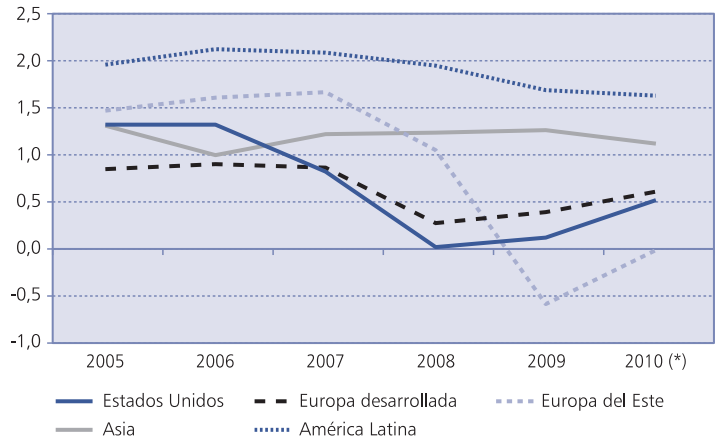
Adicionalmente, la financiación de las entidades globales puede ser un vehículo para la transmisión de los *shocks* financieros, por lo que la descentralización de la liquidez entre subsidiarias presenta importantes ventajas. Si bien un modelo descentralizado tiene el inconveniente, en el corto plazo, de una menor eficiencia —ya que se renuncia a las economías de escala que pueden resultar de una gestión centralizada—, ésta viene a cambio de una mayor estabilidad a largo plazo. Además, el modelo descentralizado es más coherente con la existencia de incentivos adecuados para gestionar el riesgo de liquidez en cada entidad local, que puede evaluar con mayor precisión sus riesgos. Otra de sus ventajas es la mayor transparencia, dada su menor complejidad. En cualquier caso, estos esquemas deben establecerse con una flexibilidad suficiente, de modo que no se esté demasiado expuesto a las limitaciones de las condiciones de liquidez locales ni se pierdan las ganancias de eficiencia que suponen las entidades globales.

En tercer lugar, la tendencia a minusvalorar los riesgos y la abundante financiación hicieron que los requisitos para acceder al crédito se relajaran sustancialmente. Por ejemplo, las entidades originadoras de hipotecas *subprime* en Estados Unidos las empaquetaban y vendían fácilmente después de la concesión, por lo que no tenían incentivos para asegurarse de la calidad crediticia del deudor. También fue visible esta tendencia en las adquisiciones de productos financieros complejos por parte de muchas entidades, que confiaron en el criterio de las agencias de *rating,* sin evaluar adecuadamente la calidad crediticia de sus inversiones.

Ahora bien, no toda la banca global ha sido castigada por igual en la crisis. Modelos de negocio como la banca minorista han salido reforzados, especialmente en aquellos casos en que venían acompañados de una apropiada gestión de los riesgos y con niveles de eficiencia adecuados (véase Fernández de Lis y García Mora, 2008). Especialmente positivo ha sido el desempeño de la banca minorista en algunos países emergentes en los cuales, como ya se ha señalado, las economías han venido creciendo a buen ritmo y se espera que lo sigan haciendo en el horizonte de los próximos años; por ejemplo, en buena parte de Asia y Latinoamérica (gráfico 5).

Dentro de la banca minorista en países emergentes, se aprecian diferencias significativas en los efectos de la crisis según el modelo de negocio elegido y según el tipo de bancarización adoptada. Un ejemplo de bancarización que ha mostrado sus debilidades tras la crisis es el de Europa del Este. Las monedas de países como Polonia, República Checa, Hungría y Rumanía se depreciaron fuertemente desde el otoño de 2008 a resultas de la crisis. Como gran parte de los créditos (sobre todo hipotecarios) concedidos en estos países estaban denominados en moneda extranjera, sobre todo euros (y en menor proporción en dólares, yenes y francos suizos), su devolución se volvió muy costosa. El modelo de estas entidades descansaba en una voluminosa financiación intra-grupo, de manera que las filiales o sucursales (con poca consideración de las diferencias teóricas entre ambas

GRÁFICO 5
SISTEMA BANCARIO: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS (ROA) (Promedio)



(*) Última fecha disponible.
Fuente: FMI.

modalidades, que implica una teórica autonomía financiera para aquéllas, pero no para éstas) dependían del apoyo de la matriz. Cuando los mercados interbancarios se colapsaron en el verano de 2007, estas filiales o sucursales empezaron a tener problemas de liquidez. Entidades de países como Austria e Italia, muy expuestas a Europa del Este, sufrieron también los efectos negativos en sus cuentas. En enero de 2009, los bancos afectados, coordinados por el FMI, firmaron un acuerdo (la Iniciativa de Viena) por el que se comprometieron a mantener su exposición a la deuda de la zona mediante una prolongación voluntaria de los plazos de vencimiento de las líneas de crédito, gracias a la cual se atajó la propagación de la crisis, aunque para entonces varios países de la región habían tenido que acudir al FMI en busca de ayuda financiera. Por tanto, el modelo de expansión de la banca desarrollado en esta región mostró sus vulnerabilidades durante la crisis.

Más positivas han sido las experiencias en Asia y América Latina, aunque, como se ha señalado antes, el modelo asiático es más autárquico. En el caso de América Latina, la entrada de la banca extranjera ha supuesto un impulso a la bancarización y el desarrollo de estos países, haciendo que la parte del préstamo otorgado por los entrantes haya sido sostenidamente creciente. En este caso, se ha optado mayoritariamente por la figura de las filiales, con importantes ventajas. En primer lugar, el modelo de filiales facilita una mejor gestión del riesgo, dado que el capital y la liquidez se manejan a escala local, lo que lleva a un mayor grado de autogestión de las entidades locales. En segundo lugar, el modelo muestra una mayor resistencia durante las crisis. Esto se debe a su orientación hacia el largo plazo, que sacrifica unos mayores beneficios en el corto plazo por una estabilidad mayor. Además, el modelo de filiales mitiga el contagio de los riesgos sistémicos y permite gestionar los problemas de las entidades locales de forma ordenada.

En la actualidad, los flujos de capitales y el comercio internacional se siguen dirigiendo crecientemente hacia los países emergentes. Los bancos globales siguen jugando un papel fundamental en este proceso, en el que debe vigilarse que no vuelvan a cometerse los excesos del pasado.

IV. LA REGULACIÓN Y LA BANCA GLOBAL

La crisis financiera internacional ha demostrado que en mercados financieros globales los riesgos se dispersan muy rápidamente, y de manera potencialmente muy perturbadora. Parte de los problemas no son achacables, no obstante, a la globalización financiera en sí, sino a una modalidad particular de globalización basada en productos financieros opacos, y mal valorados por las agencias de *rating,* cuyo riesgo estaba mal comprendido por sus tenedores últimos, y cuya liquidez era muy inferior a lo esperado por compradores, vendedores, intermediarios y otros agentes que desempeñaban un papel colateral.

El caso de Lehman Brothers fue especialmente traumático. La complejidad de las operaciones de este banco de inversión, su carácter global, su papel central en numerosos segmentos de los mercados financieros internacionales y su estrecha interconexión con los mayores bancos mundiales explican que su quiebra ocasionara una profunda conmoción, cuyos efectos son aún perceptibles en algunos de los coletazos de la crisis. Pero Lehman no es el único ejemplo de un evento sistémico de profundos efectos

transnacionales. La caída de los bancos islandeses, cuyas sucursales eran muy activas en el Reino Unido, planteó también, aunque a una escala menor, problemas sumamente complejos, desde el punto de vista de los reguladores y supervisores, sobre la preferencia de los depositantes en un seguro de depósitos, supervisión de las sucursales de bancos extranjeros y el reparto entre países del esfuerzo de ayudas públicas en caso de crisis bancarias. Incluso dentro del mercado único europeo y de la zona del euro, el caso Dexia puso de manifiesto también las deficiencias del marco de resolución de crisis.

En muchos casos, las autoridades han reaccionado a las crisis de manera improvisada y descoordinada, con actuaciones orientadas a salvaguardar la estabilidad financiera nacional, pero sin consideración de sus efectos sobre la estabilidad financiera internacional. Difícilmente puede ser de otro modo, puesto que el mandato de estas autoridades les exige minimizar los riesgos para el sistema financiero de su país y, en su caso, el coste para sus contribuyentes. Es evidente que el resultado de la suma de estas decisiones individuales es subóptimo para el sistema financiero internacional. Y también lo es que, en ausencia de mecanismos que establezcan unos principios generales sobre el reparto de los costes de una crisis bancaria entre los países afectados, las decisiones de las autoridades del país de origen apenas tengan en cuenta los intereses de los países de destino.

Esta experiencia ha creado cierto desasosiego entre las autoridades de los países cuyo sistema bancario está mayoritariamente formado por entidades extranjeras, que han visto con preocupación cómo su capacidad de gestionar la crisis era muy limitada. Algunos países de destino de los bancos extranjeros se han visto sometidos al contagio de las tensiones de los países de origen sin disponer apenas de herramientas para hacer frente a estas tensiones. Otros países de destino, sin embargo, apenas han estado sometidos a contagio ni a tensiones. Es interesante considerar las características de unos y de otros para intentar inferir conclusiones sobre los modelos de globalización financiera que pueden contribuir al riesgo sistémico.

Los acuerdos de Basilea establecen la autoridad del país de destino *(host)* en el caso de filiales de bancos extranjeros, y la autoridad del supervisor de origen *(home)* en el caso de sucursales. De acuerdo con estos principios, las filiales son entidades que cuentan con capital propio (y cotizan, en su caso, en la Bolsa local), están sometidas a la regulación de solvencia del país de destino, son supervisados también por éste (aunque el país de origen es responsable de la supervisión del grupo consolidado) y están protegidas por el seguro de depósitos local. Por el contrario, las sucursales no cuentan con capital propio ni cotizan en el país de destino, y están sometidas a la regulación de solvencia del país de origen, de cuyo supervisor dependen y cuya garantía asegura sus depósitos.

Desde un punto de vista de solvencia, es claro que las sucursales dependen, por tanto, del país de origen, en tanto que las filiales dependen del país de destino. Las cosas son algo menos nítidas, no obstante, desde el punto de vista de liquidez: las sucursales tienen con frecuencia acceso a la liquidez del banco central, siempre que dispongan del colateral adecuado. En caso de crisis de solvencia, la responsabilidad última tiende a ser del país de origen para las sucursales, y del país de destino para las filiales; en caso de crisis de liquidez, la responsabilidad del país de destino tiende a ser mayor, porque normalmente el problema se ha generado en su mercado, en su moneda y en su zona horaria, y requiere una solución muy rápida, muchas veces dentro del día, para evitar que se propague a los sistemas de liquidación.

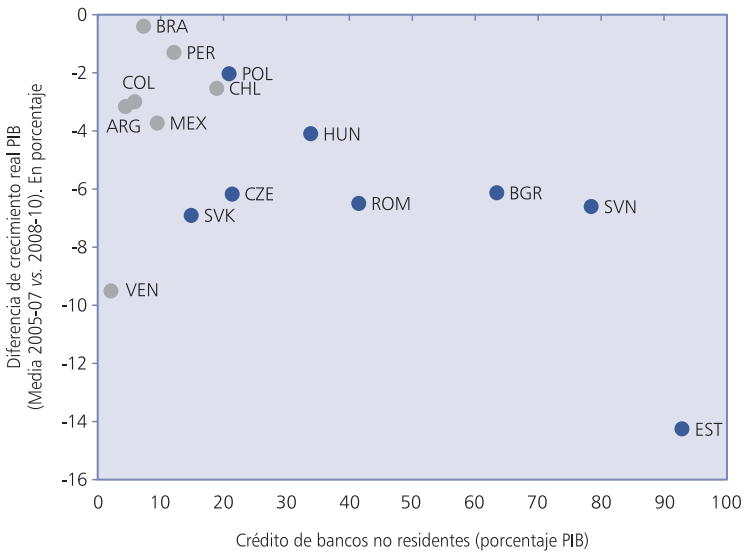
Las fronteras entre distintos tipos de instituciones han tendido a diluirse en los últimos años, de manera que la forma legal (filial o sucursal) no es el único criterio a tener en cuenta a la hora de establecer la presunción de responsabilidad de las autoridades de origen o de destino. La banca norteamericana, por ejemplo, se ha implantado en numerosos países a través del modelo de sucursales, pero estableciendo barreras *(ring fencing)* sobre la responsabilidad de la matriz. Algunos bancos se han expandido en Europa del Este bajo la forma legal de filiales, pero con una dependencia muy estrecha respecto de la financiación de la casa matriz, que ha financiado desde el país de origen una parte importante de los procesos de expansión del crédito en los países de destino. El tipo de conexión entre la matriz y las subsidiarias (filiales o sucursales) ha tendido a depender menos de la forma legal que del modelo de negocio de cada grupo bancario. Las diferencias entre filiales y sucursales han tendido a difuminarse también como resultado de la crisis, en la medida en que los supervisores de destino han tendido a extremar el control de las entidades que operan en su territorio, incluso bajo la forma de sucursales.

Es interesante, en este sentido, comparar lo ocurrido en la última crisis en los bancos extranjeros implantados en Europa del Este y en América Latina. Se trata, al fin y al cabo, de las dos regiones emergentes con mayor implantación de bancos extranjeros, pero con preponderancia de modelos muy diferentes: un enfoque de grupo integrado, en el primer caso, y un modelo de independencia financiera de las filiales, en el segundo.

Lo primero que es interesante constatar es que apenas se produjo contagio de los problemas de liquidez de los bancos europeos sobre América Latina, mientras que el contagio fue casi inmediato en Europa Central y del Este. Este comportamiento parece coherente con los respectivos modelos de negocio de los bancos españoles en el primer caso y de algunos bancos italianos, franceses, alemanes y austriacos (pero no de todos) en el segundo. Las filiales o sucursales de estos últimos bancos, muy dependientes de la financiación de las matrices, sufrieron un impacto muy negativo de las dificultades de liquidez en la Eurozona. Como puede observarse en el gráfico 6, parece existir una correlación entre la dependencia del crédito de bancos no residentes y el impacto de la crisis (mayores ambos en Europa del Este que en América Latina).

La segunda observación interesante es que la comunidad internacional fue capaz de articular una respuesta a los problemas de algunos sistemas bancarios de Europa Central y del Este gracias a la llamada «Iniciativa de Viena», auspiciada por el Fondo Monetario Internacional, que consistió sobre todo en el mantenimiento de las líneas de crédito de las matrices a sus subsidiarias en Europa del Este, acompañado de paquetes de ayuda oficial.

GRÁFICO 6
IMPACTO DE LOS MODELOS DE NEGOCIO



Fuente: BBVA Research, en base a FMI.

La tercera conclusión de esta comparación es que nada de esto fue necesario en Latinoamérica, porque las entidades allí presentes se vieron libres del contagio de sus matrices, puesto que nunca fueron dependientes de su liquidez en primer lugar.

Ambos modelos de negocio contribuyeron finalmente a la estabilidad financiera internacional, pero de manera muy distinta: en América Latina no hubo contagio, gracias al modelo de independencia financiera de las filiales, en tanto que en Europa Central y Oriental sí, pero el mismo modelo de negocio que propició el contagio, basado en estrechas conexiones en el manejo de la liquidez intra-grupo, favoreció su resolución.

En todo caso, independientemente de los modelos de negocio, una de las conclusiones de la crisis es la necesidad de reforzar la coordinación internacional entre reguladores y supervisores, evitando así el arbitraje. En el ámbito de la regulación, ello exige una armonización internacional mayor alrededor de los estándares de Basilea, que es uno de los objetivos de Basilea III. En el ámbito de la supervisión, la coordinación pasa por un reforzamiento de los colegios de supervisores, en los que se reúnen, para cada entidad global, tanto el supervisor de origen como los de destino.

La experiencia hasta ahora es que estos colegios son un foro de discusión e intercambio de información y colaboración técnica sumamente útil, si bien su uso como herramienta de resolución de crisis exige posiblemente una cooperación mucho más estrecha en el seno de colegios más reducidos, limitados a los segmentos sistémicos de una institución. Por

este motivo, el reciente documento del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) sobre resolución de entidades sistémicas (Financial Stability Board, 2011) recomienda la creación de grupos de resolución de crisis (CMG, por sus siglas en inglés), más reducidos y operativos que los colegios de supervisores, encargados de resolver de manera rápida y eficiente la crisis de un grupo bancario internacional. Aunque la distinción entre unos y otros es relevante, la coordinación entre ambos es esencial para evitar duplicidades e ineficiencias.

Los avances recientes en el marco internacional de resolución de crisis son relevantes, pero conviene tener presente que, dada la complejidad del tema, el proceso de armonización internacional y de establecimiento de un marco común en aquellos aspectos que así lo requieran llevará mucho tiempo. Los ambiciosos objetivos de las reformas planteadas se refieren a aspectos tan delicados y complejos como los procedimientos nacionales de quiebra y resolución de entidades financieras, la prelación de acreedores en los procesos de recuperación y resolución, la ejecución de colateral y todo tipo de garantías, la actuación de los fondos de garantía de depósitos (y su eventual armonización), etcétera.

En definitiva, las reformas pendientes tienen que ver con el reparto de costes entre países, entre instituciones, entre acreedores o entre agentes involucrados en la crisis, que es el aspecto más delicado y más difícil de armonizar internacionalmente. Ni siquiera los países de la Unión Europea, que comparten soberanía en aspectos cruciales como la moneda, han sido apenas capaces de avanzar en este reparto de costes, si bien la nueva Directiva sobre Gestión de Crisis, cuya publicación se espera para principios de 2012, planteará, según los borradores previos publicados para discusión, significativos progresos en línea con el documento publicado por el FSB para el G-20, que habrá que ratificar.

V. EL PAISAJE DESPUÉS DE LA BATALLA

La crisis financiera internacional, de cuyas secuelas aún no hemos terminado de salir, ha sido un acontecimiento profundamente traumático para los reguladores, los supervisores, las propias instituciones financieras y la opinión pública en general. El uso de enormes cantidades de dinero público por parte de las autoridades (dinero, en última instancia, de los contribuyentes), que en algunos países ha puesto en cuestión incluso la propia solvencia del Estado, ha levantado una oleada de críticas sobre la regulación financiera que lo ha permitido. Se ha puesto en marcha una profunda revisión de la regulación financiera internacional con la pretensión de hacer las crisis menos probables, menos costosas y menos sistémicas.

En relación con este punto (el carácter sistémico de las crisis), se ha cuestionado en particular el papel de los bancos globales, en la medida en que existe la percepción (acertada o no) de que ha sido la banca internacional la que ha propiciado que una crisis generada en el segmento de las hipotecas basura norteamericanas haya tenido un impacto tan profundo sobre los mercados financieros internacionales. El caso de Lehman, en especial, se ha puesto como ejemplo del efecto desestabilizador que pueden tener entidades de cierto tamaño cuyas actividades alcanzan a prácticamente cualquier rincón de planeta.

Sin embargo, conviene tener presente que el carácter sistémico de la crisis de Lehman no se derivó tanto de su carácter global como de la complejidad de sus actividades (especialmente, en los mercados de derivados OTC), de su interconexión con otros operadores y de la escasa capacidad de sustitución de algunas de las funciones que este banco de inversión, junto con un puñado de instituciones similares, realizaba. En reconocimiento de las fuentes del riesgo sistémico, el Comité de Basilea, en su reciente documento sobre metodología en la determinación de entidades sistémicas (Basel Committee on Banking Supervision, 2011), establece una clasificación basada en cinco categorías, a las que asigna pesos equivalentes: tamaño, interconexión, globalidad, complejidad y falta de sustituibilidad.

Este enfoque confirma que el tamaño y el disponer de una base de negocios global no son los únicos elementos a tener en cuenta a la hora de estimar el riesgo sistémico de una determinada entidad, sino que existen otros iguales o más importantes. Un banco minorista con un modelo descentralizado, que minimiza (como hemos visto en el apartado anterior) el contagio entre matriz y filiales (o entre éstas), puede representar un riesgo sistémico mucho más limitado que una entidad de menor tamaño, pero cuya complejidad, interconexión o papel central en determinados mercados suponen que cualquier problema suyo se convierte rápidamente en un problema de todos.

En todo caso, la crisis implicará cambios profundos en el siste-

ma financiero internacional. El modelo de banca global ya no será el mismo. Hasta ahora, la globalización de la banca se había producido desde los países desarrollados hacia los emergentes. Pero los emergentes han salido ganadores de la crisis, y en el futuro puede que la inversión directa vaya de unos países emergentes a otros, o incluso de éstos a los países desarrollados.

Las reformas en curso persiguen el muy razonable objetivo de evitar crisis similares en el futuro. Ello exige un endurecimiento de la regulación financiera mediante mayores requisitos de capital y de liquidez, un mejor control de riesgos, una supervisión más eficaz, un menor apalancamiento, unos mercados financieros donde los riesgos se comprendan y se controlen mejor, una regulación más completa, que no deje fuera del radar ciertas actividades «en la sombra», y una mejor coordinación de la regulación, que evite el arbitraje regulatorio.

En este contexto, el papel de la banca global está en entredicho. Pero no todos los bancos internacionales han servido como correa de transmisión de la crisis. Algunos han actuado como muro de contención: por ejemplo, los bancos orientados al negocio minorista y que operan con un modelo de independencia financiera de las filiales. Es importante que los reguladores comprendan que es posible explotar las ventajas de la banca global (en términos de diversificación de riesgos, de economías de escala y de exportación de *know-how,* entre otros) sin necesariamente incurrir en algunos de los inconvenientes (riesgo sistémico, contagio, sofisticación excesiva, complejidad). Una de las vías es estudiar las claves que explican por qué en ciertos casos, y para ciertos modelos de negocio, el contagio y el riesgo sistémico han sido considerablemente menores. Estudios recientes se centran en escenarios de *shocks* de activos o financiación para analizar el contagio en forma de pérdidas bancarias en diversos países (Tressel, 2010), o realizan estudios de red incluyendo las exposiciones fuera de balance (Espinosa-Vega y Sole, 2010).

En todo caso, una de las enseñanzas de la crisis, difícilmente contestable, es que debe reforzarse considerablemente la coordinación internacional en los ámbitos de la regulación y la supervisión financieras. Sólo por esta vía podrán explotarse los beneficios de la globalización sin incurrir en sus excesos.

BIBLIOGRAFÍA

Basel Committee on Banking Supervision (2011), «Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement», *Consultative Document.*

Boyd, J., y G. de Nicoló (2005), «The theory of bank risk taking and competition revisited», *Journal of Finance,* 60 (3): 1329-1343.

Cihac, M.; Muñoz, S., y Scuzzarella, R. (2011), «The bright and the dark side of cross-border banking linkages», *IMF Working Paper 186.*

Claessens, S. (2006), «Competitive implications of cross-border banking», *World Bank Policy Research Papers,* n.º 3854.

Committee on the Global Financial System (2010), «Long-term issues in international banking», *CGFS Papers,* n.º 41.

De Nicoló, *et al.* (2003), «Crisis in competitive versus monopolistic banking systems», *IMF Working Paper,* n.º 03/188.

Espinosa-Vega, M., y J. Sole (2010), «Cross-border financial surveillance: A network perspective», *IMF Working Paper,* número 10/105.

Fernández de Lis, S., y A. García Mora (2008), «Algunas implicaciones de la crisis financiera sobre la banca minorista española», *Revista de Estabilidad Financiera,* Banco de España, n.º 15, noviembre: 55-72.

Financial Stability Board (2011), «Effective resolution of systemically important financial institutions: Recommendations and timelines», *Consultative Document,* julio.

García Herrero, A., y Navia, D. (2003), «Determinants and impact of financial sector FDI to emerging economies: a home country's perspective», *Documento Ocasional,* número 0308, Banco de España, Madrid.

La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F., y Shleifer, A. (2002), «Government Ownership of Banks», *Journal of Finance,* American Finance Association, vol. 57(1): 265-301, 302.

Tressel, H. (2010), «Financial contagion through bank deleveraging: Stylized facts and simulations applied to the financial crisis», *IMF Working Paper,* n.º 10/236.

LA REORDENACIÓN BANCARIA ESPAÑOLA: EFECTOS SOBRE LA ESTRUCTURA DE MERCADO

Santiago CARBÓ VALVERDE

Universidad de Granada y FUNCAS

Luis Enrique PEDAUGA

Universidad de Granada

Francisco RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ

Universidad de Granada y FUNCAS

Resumen

La reordenación del sector bancario español, desde 2009, se ha materializado en un amplio conjunto de procesos de integración financiera. En este artículo, se analizan los efectos sobre la concentración y la rivalidad entre entidades, si bien los resultados obtenidos deben ser examinados con cierta cautela, pues este proceso de reordenación bancaria no está cerrado y las integraciones producidas hasta la fecha deben aún asentarse para poder observar con mayor exactitud sus efectos sobre el poder de mercado. En todo caso, la metodología propuesta permite estimar cambios en la rivalidad entre entidades mediante simulaciones del efecto de la integración. Los resultados indican que el proceso de reordenación bancaria en España ha propiciado un lógico incremento de la concentración de mercado, si bien la rivalidad no ha variado significativamente a corto plazo. Los efectos a largo plazo aún deberán determinarse cuando el proceso de reordenación se haya consolidado. En todo caso, al igual que en otros países, la consolidación financiera ha perseguido responder a un entorno competitivo y regulatorio más exigente mediante una reducción del número de operadores, más que generar una mayor intensidad competitiva entre ellos. Además, parte de los reducidos cambios observados en la rivalidad parecen explicarse por el nivel de servicio y presencia territorial de las cajas de ahorros, ya que los principales indicadores de presencia regional e intensidad del servicio están relacionados significativamente con los niveles de rivalidad entre entidades.

Palabras clave: reordenación bancaria, integración financiera, fusiones y adquisiciones, costes de cambio, competencia.

Abstract

The reorganization and restructuring of the Spanish banking sector since 2009 has resulted in a wide range of financial integration. This article analyzes the effects of these integration processes on concentration and competition between financial institutions. The results given in this article should be viewed with some caution insofar as the process of reorganizing banking in Spain may still, to a greater extent, progress, and integrations produced to date still need to settle to be able to more accurately observe their effects on the market power. In any case, the methodology proposed in this paper allows us to estimate changes in the rivalry between entities through simulations of the effect of mergers and acquisitions on this rivalry. The results indicate that the process of bank restructuring in Spain has led to a logical increase in market concentration, but the rivalry has not changed significantly. As in other countries, financial consolidation has sought to respond to a competitive and regulatory environment that is more demanding due to a reduction in the number of operators rather than generating a greater intensity of competition between those operators. On the other hand, part of the smaller changes observed in the rivalry between entities seem to be explained by the level of service and territorial presence of the savings banks, given that the empirical evidence shows that the main indicators of regional presence and intensity of service are significantly related to the levels of rivalry between entities.

Key words: bank restructuring, financial integration, mergers and acquisitions, switching costs, competition.

JEL classification: G21, L11, L13.

I. INTRODUCCIÓN

EN las tres décadas anteriores al inicio de la actual crisis, la desregulación, la integración, la diversificación del negocio y la innovación tecnológica fueron los principales factores que determinaron los cambios en la estructura competitiva del sector bancario en España. Estos factores promovieron un aumento de la rivalidad entre las instituciones financieras en distintos ámbitos territoriales (Carbó *et al.*, 2003a; Bernad, *et al.*, 2011). Con la crisis financiera, las presiones competitivas no han hecho sino aumentar, en un entorno en el que tanto la demanda como la oferta de crédito se han contraído, la morosidad y el deterioro de activos han aumentado de forma considerable y la principal respuesta del sector ha sido un conjunto de procesos de integración financiera que están elevando, en gran medida, el tamaño medio de las entidades financieras españolas.

En una perspectiva histórica, los procesos de consolidación bancaria son un fenómeno habitual que suele acompañar a las crisis financieras. En el contexto europeo, las alianzas, fusiones e integra-

ciones que se han producido desde 2007 han surgido tanto de la iniciativa de las propias entidades financieras para responder al entorno como, en algunos casos, a procesos de reordenación financiera vertebrados mediante algún orden, criterio y supervisión interpuesta. Este último ha sido, por ejemplo, el caso del sector bancario español desde 2009. Sin embargo, desde octubre de 2011, la necesidad de reordenación financiera se ha extendido a un buen número de países europeos donde, hasta esa fecha, el principal esfuerzo había venido por la vía de la recapitalización. Una vez que la crisis de la deuda soberana ha puesto de manifiesto que la recapitalización sin reordenación era una labor incompleta, las voces que han propagado la necesidad de ampliar las reestructuraciones bancarias se han multiplicado (1). La idea fundamental tras las reestructuraciones es que la estructura del sector bancario en la mayor parte de las economías europeas adolece de un exceso de capacidad, y la reducción del número de operadores, principalmente a través de procesos de integración, parece una tarea obligada.

En todo caso, la consolidación financiera que surge como respuesta a las crisis suele conllevar habitualmente cambios significativos en la estructura competitiva de los sectores bancarios. Sin embargo, en tanto en cuanto la incertidumbre y la desconfianza acaparan los esfuerzos en tiempos de crisis, el análisis de los cambios competitivos suele pasar a un segundo plano. La mayor parte de la atención se centra en la estabilidad financiera. Sin embargo, los cambios en la estructura de mercado tienen efectos importantes a largo plazo en el devenir del sector y, por lo tanto, parece pertinente su análisis. En este artículo, se presta atención a la incidencia actual y potencial de la reordenación del sector bancario español desde 2009 sobre la competencia entre entidades financieras. El estudio, en cualquier caso, parte de la asunción de que el proceso de consolidación podría seguir abierto durante algún tiempo, dando lugar a nuevos procesos de integración.

El presente artículo se divide en cinco apartados que siguen a esta introducción. En el apartado II, se repasan los procesos de integración bancaria en España en una perspectiva histórica, y se analizan, en particular, los efectos sobre la concentración de mercado de la reordenación acaecida desde 2009. En el apartado III, se propone una metodología para analizar los cambios en la rivalidad entre entidades. En el apartado IV, se propone otra metodología para estudiar el impacto de la consolidación financiera sobre la rivalidad en el sector bancario español. Los resultados de ambas metodologías se ofrecen en el apartado V. El artículo se cierra, con las principales conclusiones, en el apartado VI.

II. LA REORDENACIÓN BANCARIA EN ESPAÑA: CAMBIOS EN LA CONCENTRACIÓN DE MERCADO

La reordenación bancaria como tal se inició en España en 2009, impulsada por varios hitos regulatorios. El primero de ellos, que proporcionó el principal marco de referencia, fue el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reordenación bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito. Esta disposición propuso un modelo de reordenación bancaria articulado al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). El desarrollo del FROB apostaba por la búsqueda de soluciones privadas a las dificultades de viabilidad de las entidades de crédito, y los procesos de integración fueron la principal alternativa. Asimismo, se establecían medidas para afrontar esas debilidades con la aportación de fondos por parte del FROB y/o, eventualmente, de los fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito. El FROB abría cuatro grandes escenarios para las entidades financieras, no excluyentes entre sí.

— Cualquier entidad cuya solvencia estuviera demostrada podía seguir con sus propias estrategias de financiación, crecimiento e integración.

— Aquellas entidades que no entraban en el supuesto anterior y presentaran algunas dudas sobre su viabilidad debían presentar, a iniciativa propia o del Banco de España y en el plazo de un mes, un plan de viabilidad que tendría que ser aprobado por el propio Banco de España. La principal vía por la que estos planes de recapitalización fueron considerados era a través de fusiones o absorciones.

— La tercera posibilidad contemplaba situaciones de dudas importantes sobre la viabilidad de entidades financieras en las que el Banco de España podría intervenir directamente la entidad de acuerdo con los supuestos legales que le permitía la Ley de Disciplina e Intervención.

— El cuarto supuesto contemplaba que aquellas entidades que no presentaran problemas de viabilidad, pero quisieran fusionarse, podrían solicitar ayuda financiera del FROB para hacerlo en las mejores condiciones de solvencia, con el seguimiento del Banco de España.

La pauta marcada por el FROB abrió la vía a un número importante de procesos de concentración, la mayor parte de ellos protagonizados por las cajas de ahorros.

En 2010, y en paralelo con el desarrollo de los test de estrés, se aprueba un importante cambio normativo referente a las cajas de ahorros: el RD-Ley 11/2010, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, supuso un cambio legal de trascendencia muy significativa. En sentido genérico, se presentó con el objetivo de facilitar la entrada de capital privado en las cajas de ahorro por varias vías. La reforma introducía novedades importantes en el ámbito de las cuotas participativas, las estructura de propiedad que las cajas de ahorros podían adoptar y otros aspectos, entre los que destacaba la posibilidad de extensión del FROB para entidades solventes que, en escenarios especialmente adversos (entiéndase, de estrés), pudieran atravesar dificultades, aun cuando no participasen en procesos de integración. En cuanto a la alternativa de los SIP (sistemas institucionales de protección), éstos se conciben como un mecanismo de apoyo y defensa mutuo entre las entidades integrantes, cuyo objetivo primordial es el de garantizar la liquidez y la solvencia de todos sus miembros, permitiendo a su vez a cada miembro mantener su identidad y personalidad jurídica. En este sentido, aunque no se trata de una fusión pura, los SIP configurados han avanzado como integraciones financieras, mutualizando el 100 por 100 de los beneficios, integrando plenamente las líneas de negocio de las entidades integrantes y transfiriendo los activos a la sociedad central.

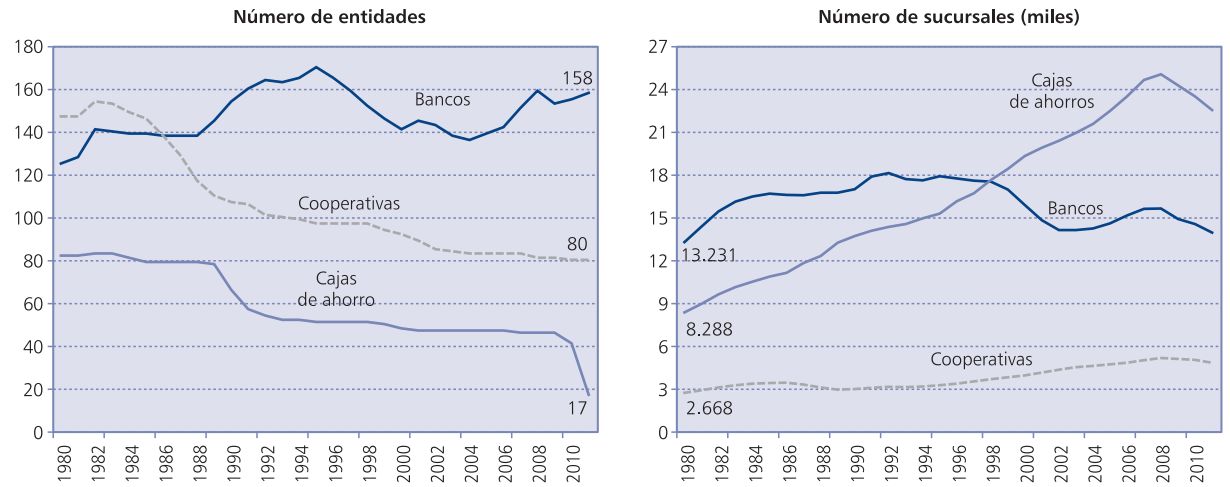
Por otro lado, la evolución de la llamada crisis de la deuda soberana durante 2010 y 2011, y las dudas que los inversores internacionales mantenían sobre la capacidad de las entidades financieras españolas para solventar los problemas de solvencia, precisaron de nuevas iniciativas regulatorias. En este sentido, se desarrolló el RD-Ley 2/2011 de reforzamiento del sistema financiero. El Real Decreto-Ley 2/2011 persiguió tres objetivos principalmente. En primer lugar, se elevan las exigencias de solvencia de las entidades de crédito españolas para «favorecer su acceso a los mercados de capitales, y en general, para reforzar la confianza en la solidez del sistema bancario español». En segundo lugar, se incentiva a las entidades para que «acudan a los mercados de capitales para que adopten estructuras fáciles de comprender y evaluar por los mercados». Y en tercer lugar, se «acelera el proceso de reestructuración en concordancia con las normas comunitarias». El RD-Ley 2/2011 propone nuevas exigencias de capital a las entidades financieras, que se aproximan a las exigencias de capital previstas en Basilea III. Estas nuevas exigencias se resumen en un requerimiento del 8 por 100 de «capital principal» de los activos ponderados por riesgo en cada momento. La exigencia se elevaba al 10 por 100 para aquellas entidades que verifiquen que tienen una proporción mayor del 20 por 100 en los mercados mayoristas, y que no hayan colocado frente a terceros inversores al menos el 20 por 100 de su capital social.

Como se comentó anteriormente, las cajas de ahorros han protagonizado la reordenación bancaria hasta la fecha, con doce procesos de integración (siete fusiones o adquisiciones y cinco SIP, o sistemas institucionales de protección) que han llevado a una reducción del número total de cajas de 45 a 17, afectando en este sentido a más del 90 por 100 de los activos de estas instituciones (veáse apéndice 1). También se ha producido el anuncio de una fusión entre dos bancos, el Popular y el Pastor, en octubre de 2011, y es posible que se produzcan algunas integraciones más.

Si bien el actual proceso de reordenación bancaria podrá llegar a ser considerado uno de los más importantes —tanto por el número de movimientos corporativos en un período de tiempo reducido como por el elevado número de instituciones que se han visto afectadas—, la experiencia de procesos de integración financiera en España cuenta con un cierto recorrido desde la década de los años ochenta del siglo XX. Ya entre 1980 y 2007 se habían producido procesos de fusión y adquisición que llevaron a la reducción del 21por 100 en el número total de entidades financieras que operaban en el mercado español (gráfico 1).

Si se analizan con mayor detalle los cambios en la estructura del sector bancario desde 2009, se aprecia un cambio significativo en la concentración del sector. Dado que en el período de análisis los procesos de integración afectaron sólo a las cajas de ahorros, el cambio en la estructura de mercado viene por el papel de estas entidades. Como se muestra en el gráfico 2, en 2009 las dos mayores cajas de ahorros contaban con el 15,4 por 100 de los activos del mercado bancario español. Otras tres cajas de ahorros de tamaño medio tenían una cuota conjunta equivalente al 7,7 por 100 del mercado. En el primer trimestre de 2011, con la mayor parte de los procesos de integración aprobados, la

GRÁFICO 1
SECTOR FINANCIERO ESPAÑOL
NÚMERO DE INSTITUCIONES Y SUCURSALES (1980-2011) (*)



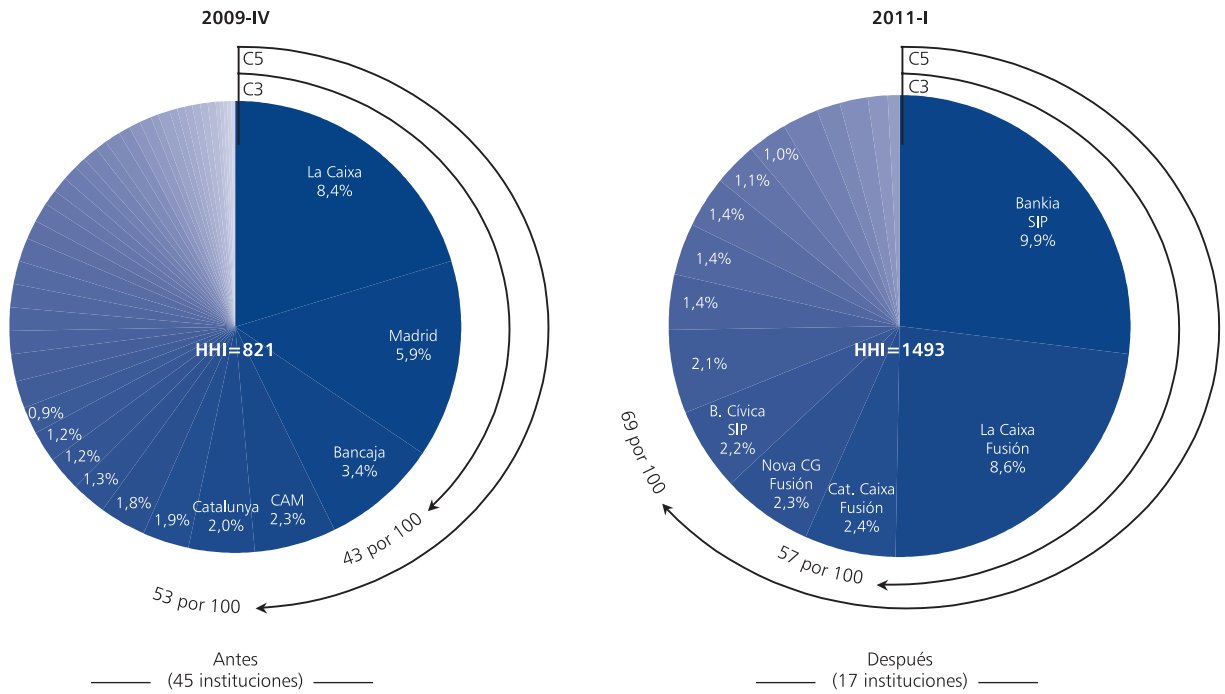
(*) Los datos a 2011 son provisionales.
Fuente: Banco de España y cálculos propios.

cuota de los dos mayores grupos de cajas se elevó hasta el 18,5 por 100, mientras que para los tres siguientes grupos por volumen de activos, la cuota conjunta se había reducido al 6,9 por 100.

El gráfico 2 muestra también cómo estos movimientos corporativos han afectado a la concentración bancaria en su conjunto en España. En particular, la concentración de activos de las tres mayores instituciones financieras (indicador C3) ha pasado del 43 por 100 al 57 por 100 antes y después de las integraciones. De forma similar, la concentración de las cinco mayores entidades financieras (C5) ha pasado del 53 por 100 al 69 por 100. Asimismo, también se analiza la concentración conjunta del sector bancario medida según el indicador Herfindhal-Hirshman (HHI), que se define como la suma al cuadrado de todas las cuotas de mercado de los participantes en el mismo. El HHI varía entre 1/*n* y 10.000 (siendo *n* el número de entidades). Cuanto más cercano a cero, menor es el nivel de concentración y si el HHI es igual a la unidad quiere decir que todo el mercado lo acapara una sola empresa. En el caso que nos ocupa, el HHI antes de los procesos de integración era de 821 y posteriormente se eleva a 1.493. Estos valores de concentración son, en cualquier caso, reducidos en comparación a los de la mayor parte de los sectores bancarios europeos.

¿En qué medida los efectos de esta reordenación sobre la estructura del mercado bancario español son comparables con los de experiencias de consolidación anteriores? Investigaciones previas, como las de Fuentelsaz (1996), Fuentes y Sastre (1999), Carbó *et al.* (2003) y Bernad *et al.* (2010), han proporcionado alguna evidencia sobre el impacto que anteriores oleadas de integración financiera tuvieron sobre la estructura del sector bancario español (2). Fuentelsaz (1996) analiza los cambios en la concentración a escala regional entre 1986 y 1992. Sus resultados sugieren que el proceso de fusiones y adquisiciones observado en estos años fue una respuesta, en términos de reducción del número de operadores, a la intensificación de la competencia producida tras la liberalización del sector financiero. En esta misma línea, Carbó *et al.* (2003) evalúan los efectos sobre la competencia bancaria apoyados en un amplio conjunto de indicadores. En este estudio, además de los índices de concentración anteriormente mencionados, se estima el estadístico H de Rose-Panzar y el índice de Lerner. El estadístico H es una medida de la elasticidad de los ingresos a los precios de los *inputs* bancarios (depósitos, trabajo y capital físico). Si el índice es cercano a cero o negativo, se entiende que la situación es de monopolio. Si se encuentra entre 0 y 1, la estructura del mercado viene dada por alguna forma de competencia monopolística, y si el indicador H es igual a 1, se entien-

GRÁFICO 2
CUOTAS DE MERCADO DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS ANTES Y DESPUÉS DEL PROCESO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE 2010



Nota: Las cuotas de mercado específicas se refieren al total de activos del sistema financiero. Las medidas de las concentraciones (C_3 y C_5) y el índice HHI se refieren a la situación del sector de cajas de ahorros.
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

de que la situación es de competencia perfecta. En cuanto al índice de Lerner, es la estimación de la variación porcentual de los precios respecto a los costes marginales. La referencia es la igualdad teórica entre precios y costes marginales en competencia perfecta, mientras que cualquier diferencia positiva entre ambas magnitudes mide el grado de poder de mercado. Los resultados de ambos indicadores en el estudio de Carbó *et al.* (2003) sugieren que, tras la liberalización en la década de los ochenta, se produce un incremento en la intensidad competitiva, en particular, en el sector de las cajas de ahorros.

Otros estudios se han centrado en algunos aspectos colaterales de los procesos de integración financiera en España. En particular, en el impacto sobre la solvencia y la rentabilidad (Saurina, 1997; Fuentes y Sastre, 1999; Bernad *et al*., 2010) o sobre la productividad (Grifell-Tatjé y Lovell, 1996; Maudos, 1998; Kumbhakar *et al*,. 2001; Cummins y Rubio-Misas, 2006). La mayor parte de estos estudios sugieren una mejora en los niveles de solvencia tras las fusiones y adquisiciones de la década de 1980 y 1990, si bien los efectos sobre la rentabilidad y la productividad son más heterogéneos.

En comparación con los estudios anteriormente mencionados, esta investigación se enfrenta a un problema metodológico de carácter estructural. Mientras que las investigaciones anteriores se basaban en datos históricos, una vez que había pasado un cierto tiempo desde esas fusiones y adquisiciones, en el análisis propuesto en este artículo se trata de estimar los efectos de un proceso que aún se encuentra en desarrollo: la actual reordenación del sector bancario español. En este sentido, debe tenerse en cuenta que:

— Los resultados obtenidos están sujetos a revisión en la medida en que aún pueden darse otros movimientos de integración, y en la medida en que muchos de estos procesos aún se están consolidando.

— Lo que se propone es una metodología que permita simular los efectos de la concentración sobre la rivalidad y, a partir de este resultado, la previsión de su impacto sobre la competencia.

Para acometer el análisis «a futuro» de este artículo, se propone un método alternativo de estimación, para analizar el poder de mercado antes y después de las integraciones, considerando para ello dos pasos:

1) Un modelo estocástico de variación conjetural que permite estudiar cambios dinámicos en la estructura de mercado debido a las reacciones y movimientos de los competidores. Lo que trata de explicar este *proceso estocástico de variación conjetural* es cómo las instituciones cambian la intensidad de su rivalidad ante cambios en la cuota de mercado de los rivales.

2) Conocido el ajuste dinámico entre competidores debido a la rivalidad, se introduce el concepto de *complementación estocástica*. Este método permite simular los efectos de los cambios en la rivalidad estimados como consecuencia de los procesos de integración financiera.

III. MIDIENDO EL PODER DE MERCADO: «ENFOQUE ESTOCÁSTICO DE VARIACIÓN CONJETURAL»

El modelo de variación conjetural analiza la competencia entendida como un proceso dinámico de rivalidad, en el cual las entidades financieras compiten por maximizar su participación en el mercado, y donde el poder de mercado de cada una de ellas se mide mediante la intensidad con que se da esa rivalidad. A la hora de evaluar los efectos competitivos de procesos de integración financiera, la rivalidad es un concepto importante porque el hecho de que la concentración aumente con estos procesos no implica necesariamente que haya una menor intensidad competitiva. En particular, puede haber mercados donde operen diez entidades y éstas rivalicen más entre sí que en otros mercados con veinte entidades.

Lo relevante a la hora de estudiar los procesos de concentración es analizar si los cambios en la cuota de mercado de las entidades afectadas por procesos de integración generan una respuesta en la intensidad competitiva (menores precios, mayor oferta) de los rivales. En este sentido, la dinámica del mercado supone que cada competidor deberá realizar conjeturas sobre cómo reaccionarán sus rivales a cambios en la distribución de las cuotas de mercado. El modelo de variación conjetural de referencia para este estudio es el que proponen Berg y Kim (1994). En el caso de este artículo, se incorporan al modelo las condiciones de demanda, entendidas como la reacción de los clientes bancarios ante los posibles cambios en la oferta o los precios. Los detalles técnicos del modelo se explican en el apéndice 2.

En el modelo, la probabilidad de que un cliente cambie de entidad es una función del precio cobrado por la entidad j, ρ_{jt}, dados los precios de cada una de las r entidades rivales, ρ_{rt}, y los costes de cambio, s_i. Esta probabilidad condicional se llama «probabilidad de transición», ρ_{ij}, y explica la movilidad de clientes entre entidades a lo largo del tiempo tal que:

$$m_{jt} = \Sigma_{i=1}^{J} \rho_{ij} \cdot m_{jt-1} \; (j = 1,\ldots, J) \qquad [1]$$

Por lo tanto, la cuota de mercado de la entidad j en un determinado período se explica por la cuota que tenía en el período anterior y por la probabilidad de captar más clientes teniendo en cuenta los precios ofrecidos y los costes de cambio.

En términos simples para su interpretación, el índice de rivalidad (φ_j) viene dado por los cambios previstos de clientes entre entidades, es decir, por la probabilidad de que la cuota en el período t sea menor que la cuota en el período t-1. Por lo tanto, el indicador de rivalidad varía entre 0 y 1, y muestra la probabilidad de que los clientes cambien de entidad entre dos períodos considerados:

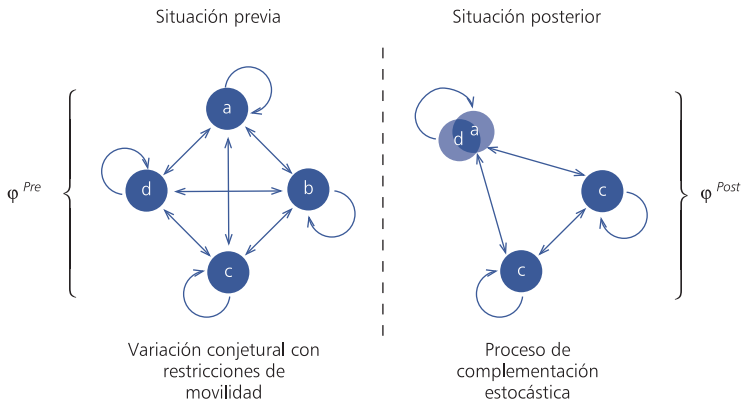
$$\varphi_j \equiv \rho_{jj} = \Pr(m_{jt} \mid m_{jt-1}) \qquad [2]$$

IV. MIDIENDO EL EFECTO SOBRE LA COMPETENCIA: «COMPLEMENTACIÓN ESTOCÁSTICA»

Siguiendo la metodología del apartado anterior, el poder de mercado entre oferentes va a estar determinando por el éxito relativo con el que las entidades financieras logren incrementar sus cuotas de mercado explotando las restricciones de movilidad que tienen los clientes.

En este sentido, se pueden estudiar los efectos de cualquier integración considerando que ésta, en términos probabilísticos, se refiere a la agregación de las cuotas estimadas para cada entidad que forma parte de la fusión en cada momento del tiempo. A modo de ejemplo, el diagrama 1 presenta la confi-

DIAGRAMA 1
PROCESO DE ANÁLISIS DEL EFECTO SOBRE LA COMPETENCIA DE UN PROCESO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES



Nota: En el diagrama, los nodos entre entidades representan potenciales procesos de integración, y las probabilidades de que los clientes cambien de entidad se indican a través de los arcos.

guración de un mercado con cuatro entidades financieras, antes y después de un proceso de fusión. Por lo tanto, la estrategia empírica consiste en estimar el indicador de rivalidad φ_j definido en el apartado anterior, antes del proceso de integración, y, posteriormente, calcular los cambios en dicho parámetro después de la integración. Para lograr estimar el estado anterior y posterior a la integración, se sigue el procedimiento de complementación estocástica propuesto por Meyer (1989), cuyos detalles técnicos se abordan en el apéndice 2 de este artículo. En términos prácticos, la complementación estocástica permite capturar cambios en el poder de mercado comparando los cambios en la intensidad de la rivalidad (φ) antes y después del proceso de integración:

$$\Delta\alpha = \frac{1}{5}\left(\varphi^{Post} - \varphi^{Pre}\right) \qquad [3]$$

V. RESULTADOS

1. Datos y método de estimación

Dado que procesos de integración para los que se dispone de datos para este artículo corresponden exclusivamente a cajas de ahorros, la muestra para el análisis empírico se refiere a las cajas de ahorros españolas. Los datos incluyen los procesos de fusiones, adquisiciones y SIP que se habían concretado hasta el primer semestre de 2011. La información se obtiene de los balances mensuales correspondientes al período 2004:12-2011:03, proporcionados por la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA).

La estimación de los parámetros de variación conjeturales se realiza mediante método de Máxima Verosimilitud con Información Completa (FIML, en sus siglas en inglés), asumiendo que las probabilidades de transición son constantes en el tiempo. Las cuotas de mercado se calculan a partir de los activos totales.

2. Resultados del análisis de rivalidad y sus efectos competitivos

El cuadro n.º 1 presenta los resultados de la simulación de la rivalidad antes y después de los procesos de integración. Por simplicidad, el cuadro muestra los resultados de comparar la rivalidad de cada institución con las cinco cajas de ahorros de mayor tamaño y con el resto de instituciones como un agregado.

Se estiman los índices de concentración *Cn*, el índice Herfindahl-Hirschman (*HHI*), las cuotas de mercado y el índice de rivalidad (φ). El aumento en la concentración de mercado derivada de los procesos de integración —medida según el índice HHI— para el período estimado ha sido de 821 a 1.493 (sobre un máximo del índice de 10.000), lo que indica que, aun habiendo aumentado esta concentración, se trata aún de niveles reducidos. Por otro lado, los resultados sitúan la rivalidad promedio en 0,351 antes del proceso de reordenación de las cajas de ahorros. Esto implica que la probabilidad de que los clientes cambien de entidad era,

CUADRO N.º 1

TOP 10 DE LAS CAJAS DE AHORROS SEGÚN TOTAL DE ACTIVOS
PROBABILIDADES TRANSICIÓN ANTES Y DESPUÉS DE FUSIONES
(Muestra: 2004:12 - 2010:05)

ANTES DE FUSIONES

Cajas de ahorros		*Cuota de mercado (porcentaje)*	*PROBABILIDAD DE TRANSICIÓN*		
			Entidad $\rho_{1,1}$	*Top 10* $\rho_{1,2}$	*Resto* $\rho_{1,3}$
La Caixa	1	20,3	0,21	0,46	0,34
Madrid	2	14,3	0,39	0,25	0,36
Bancaja	3	8,3	0,28	0,31	0,41
Mediterráneo	4	5,6	0,27	0,48	0,25
Catalunya	5	4,7	0,87	0,06	0,07
Galicia	6	3,5	0,93	0,03	0,04
Ibercaja	7	3,3	0,31	0,33	0,36
Unicaja	8	2,5	0,16	0,44	0,41
Cajasol	9	2,4	0,54	0,21	0,25
BBK	10	2,2	0,58	0,20	0,23

Ratios pre-fusiones

C_3	42,9
C_5	53,3
C_{10}	67,2
hhi	821
φ	0,3510

DESPUÉS DE FUSIONES

Cajas de ahorros		*Tipo*	*Cuota de mercado (porcentaje)*	*PROBABILIDAD DE TRANSICIÓN*		
				Entidad $\rho_{1,1}$	*Top 10* $\rho_{1,2}$	*Resto* $\rho_{1,3}$
Bankia	1	*SIP*	26,9	0,75	0,10	0,15
La Caixa	2	*Fusión*	23,4	0,21	0,47	0,32
Catalunya Caixa	3	*Fusión*	6,4	0,25	0,22	0,52
Nova Caixa Galicia	4	*Fusión*	6,3	0,26	0,25	0,49
Banca Cívica	5	*SIP*	6,0	0,23	0,27	0,50
Mare Nostrum	6	*SIP*	5,7	0,17	0,66	0,17
BBK	7	*Adquisición*	3,8	0,50	0,16	0,34
Ibercaja	8	*Sin cambios*	3,7	0,31	0,33	0,36
España Salamanca	9	*Fusión*	3,7	0,42	0,13	0,45
Unicaja	10	*Fusión*	3,0	0,16	0,29	0,55

Ratios post-fusiones

C_3	56,7
C_5	69,0
C_{10}	88,9
hhi	1.493
φ	0,3799

en promedio, del 35 por 100 antes de la reordenación. Tras los procesos de integración, la rivalidad aumenta apenas tres décimas, con lo que la probabilidad de cambiar de entidad se eleva hasta el 38 por 100. Este resultado sugiere que la reordenación financiera en España no parece haber afectado de forma significativa a la rivalidad entre entidades a corto plazo, ya que la concentración no sólo no ha reducido la probabilidad de que los clientes cambien de entidad, sino que la ha aumentado levemente. En este sentido, parece confirmarse que la reordenación surge como respuesta a un entorno competitivo y regulatorio más exigente, que sugería la necesidad de reducir el número de operadores. Al menos éste es el resultado a corto plazo, aunque en el largo plazo estos efectos aún deberán estimarse una vez que el proceso se haya asentado.

Los resultados se sometieron a dos pruebas adicionales para contrastar su robustez. En primer lugar, se reestimaron todas las regresiones considerando las cuotas de mercado para el mercado de depósitos en lugar de los activos totales. Este cambio no alteró significativamente los resultados de rivalidad señalados previamente.

En segundo lugar, se consideró la relevancia de la dimensión regional en el análisis de la competencia, dado que muchas entidades concentran su actividad principalmente en algunos territorios (Carbó *et al.*, 2003a). Para acometer este análisis, se realizó una regresión adicional en la que el parámetro estimado de rivalidad venía explicado por tres indicadores de presencia y arraigo territorial: el número relativo de oficinas, la cantidad de préstamos otorgados y el número de cuentas de depósitos captadas, cada una como porcentaje del total de la caja con respecto al de sus regiones de origen. Los resultados de las distintas estimaciones, que se presentan en el cuadro número 2, indican una relación positiva y significativa de estas variables con el índice de rivalidad, que sugiere que los escasos cambios observados en estos indicadores responden a una valoración significativa del servicio proporcionado por las cajas en cada territorio que fomenta la fidelidad.

VI. CONCLUSIONES

En este artículo se analizan los efectos sobre la concentración y la rivalidad entre entidades financieras del proceso de reordenación bancaria acon-

CUADRO N.º 2

RELACIÓN ENTRE EL GRADO DE RIVALIDAD Y EL DOMINIO REGIONAL DE LAS CAJAS DE AHORROS
VARIABLE DEPENDIENTE: ÍNDICE DE RIVALIDAD

	(I)		*(II)*		*(III)*		*(IV)*	
	Coeficiente	*p-valor*	*Coeficiente*	*p-valor*	*Coeficiente*	*p-valor*	*Coeficiente*	*p-valor*
Número de oficinas	**0,8892**	0,0089						
	(0,3247)							
Préstamos.....			**0,7858**	0,0133				
			(0,3042)					
Depósitos					**0,7572**	0,0171		
					(0,3051)			
Medida combinada							**0,5382**	0,0128
							(0,2072)	
Constante.....	**–0,3510**	0,4497	**–0,4004**	0,4192	**–0,5370**	0,2548	**–2,0402**	0,0000
	(0,4600)		(0,4909)		(0,4653)		(0,2549)	
R-cuadro ajustado	0,2091		0,2221		0,1852		0,2132	
Observaciones	45		45		45		45	

Notas: Todas las variables expresadas en logaritmos.
Errores estándares consistente con Heterocedasticidad de White entre paréntesis.

tecido en España desde 2009. Los análisis de competencia al uso suelen examinar estos procesos una vez transcurrido un cierto período desde su aprobación. Esto sugiere que los resultados ofrecidos en este artículo deben ser examinados con cierta cautela, en la medida en que el proceso de reordenación bancaria en España aún puede avanzar más, y las integraciones producidas hasta la fecha deben aún asentarse para poder observar con mayor exactitud sus efectos sobre el poder de mercado.

En todo caso, la metodología que se propone en este artículo presenta la ventaja de poder estimar cambios en la rivalidad entre entidades, mediante simulaciones del efecto de las fusiones y adquisiciones sobre la probabilidad de que las cuotas de mercado de cada entidad cambien. En particular, la estrategia empírica sigue dos etapas. En primer lugar, se ofrece una metodología para medir los índices de rivalidad mediante variaciones conjeturales o, lo que es lo mismo, mediante la medición de cómo las entidades reaccionan ante cambios en la cuota de mercado de otras entidades. En segundo lugar, se desarrolla un método (denominado de complementación estocástica) para estudiar cómo los procesos de integración pueden afectar a esos indicadores de rivalidad. De los resultados obtenidos pueden derivarse, principalmente, dos conclusiones:

1. El proceso de reordenación bancaria en España ha propiciado un lógico incremento de la concentración de mercado. En principio, la reducción en el número de operadores parece responder a los retos del entorno competitivo que se ha generado con la crisis, en el sentido de que se ha evidenciado un exceso de capacidad en el sector financiero que ha debido corregirse en alguna medida mediante estrategias de integración. Los resultados de este artículo sugieren que la probabilidad de que los clientes cambien de entidad financiera antes y después de la reordenación del sector (como medida de la rivalidad) no sólo no se ha reducido, sino que ha aumentado del 35 por 100 al 38 por 100. Estos resultados son consistentes con modelos alternativos de estimación, y se obtienen controlando un amplio conjunto de factores de oferta y demanda. En todo caso, son resultados sujetos fundamentalmente a una interpretación a largo plazo, y es posible que en el largo plazo los efectos sean más significativos, para lo que aún habrá que estimar estos indicadores una vez que el proceso de reordenación, aún en fase de desarrollo, se haya asentado.

2. Parte de los cambios en la rivalidad entre entidades parece explicarse por los niveles de servicio y presencia territorial. Los resultados indican que la probabilidad de que los clientes cambien de entidad sigue dependiendo, en buena medida, de la presencia regional y la intensidad de servicio. Dado que las entidades que cuentan con mayor presencia territorial y vinculación con el cliente (los grupos de cajas de ahorros) han protagonizado el proceso de reordenación, parece lógico que esta presencia regional explique que la rivalidad no haya variado significativamente.

NOTAS

(1) Véase, por ejemplo, FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010).

(2) Para un análisis exhaustivo de las contribuciones al análisis de la competencia bancaria en España y Europa, véase CARBÓ y RODRÍGUEZ (2007).

BIBLIOGRAFÍA

BERG, S. A., y M. KIM (1994), «Oligopolistic interdependence and the structure of production in banking: An empirical evaluation», *Journal of Money, Credit and Banking,* 26 (2): 309-322.

BERNAD, C.; L. FUENTELSAZ, y J. GÓMEZ (2010), «The effect of mergers and acquisitions on productivity: An empirical application to Spanish banking», *Omega*, 38: 283-293.

— (2011), «The consequences of mergers on the profitability of Spanish savings banks», *The Service Industries Journal* (disponible online): 1-13.

CARBÓ VALVERDE, S.; D.B. HUMPHREY, y F. RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ (2003), «Bank deregulation is better than mergers», *International Financial Markets Institutions and Money*, 13: 429-449.

CARBÓ VALVERDE, S.; R. LÓPEZ DEL PASO, y F. RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ (2003a), «Medición de la competencia en mercados bancarios regionales», *Revista de Economía Aplicada*, XI- 32: 5-33.

CARBÓ VALVERDE, S., y F. RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ (2007), «Dimensiones de la competencia en la industria bancaria de la Unión Europea», *Estabilidad Financiera*, Banco de España, 13 (noviembre): 73-101.

CESARI, R. (2000), «A generalized measure of competition», *Applied Economics Letters*, 7: 479-481.

CUMMINS, J. D., y M. RUBIO-MISAS (2006), «Deregulation, consolidation, and efficiency: Evidence from the Spanish insurance industry», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38 (2): 323-355.

DOĞANÇAY, K., y V. KRISHNAMURTHY (1999), «On fast aggregation of Markov chain functionals using stochastic complementation», *Signal Processing*, 74, 223-237.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010), «Spain: 2010 article IV consultation», *IMF Country Report*, 10 (254).

FUENTELSAZ, L. (1996), «Dinámica de la competencia entre cajas de ahorros españolas», *Investigaciones Económicas*, XX (1): 125-141.

FUENTES, I., y T. SASTRE (1999), «Mergers and acquisitions in the Spanish banking industry: Some empirical evidence», *Documento de Trabajo, Banco de España* (9924).

GANDHI, A.; L. FROEB; S. TSCHANTZ, y G. J. WERDEN (2008), «Post-merger product repositioning», *The Journal of Industrial Economics*, LVI (1): 49-67.

GRIFELL-TATJÉ, E., y C. LOVELL (1996), «Deregulation and productivity decline: The case of Spanish savings banks», *European Economic Review*, 40: 1281-1303.

KIM, M.; D. KLIGER, y B. VALE (2003), «Estimating switching costs: the case of banking», *Journal of Financial Intermediation*, 12: 25-56.

KUMBHAKAR, S. C.; A. LOZANO-VIVAS; C.A. LOVELL, y H. IFTEKHAR (2001), «The effects of deregulation on the performance of financial institutions: The case of Spanish savings banks», *Journal of Money, Credit and Banking*, 33: 101-120.

MAUDOS, J. (1998), «Market structure and performance in Spanish banking using a direct measure of efficiency», *Applied Financial Economics*, 8: 191-200.

MEYER, C. D. (1989), «Uncoupling the Perron eigenvector problem», *Linear Algebra and its Applications*, 114-115: 69-94.

ROJAS, M. (1996), «Rivalry and evolution of an industry's structure», en D. K. GHOSH, y E. ORTIZ (eds.), *Studies in Global Structure of Financial Markets:* 259-273, Nueva York, Routledge.

SALAS, V., y J. SAURINA (2003), «Deregulation, market power and risk behaviour in Spanish banks», *European Economic Review*, 47 (6): 1061-1075.

SAURINA, S. (1997), «Desregulación, poder de mercado y solvencia en la banca española», *Investigaciones Económicas*, XXI: 3-27.

APÉNDICE 1

FUSIONES ENTRE CAJAS DE AHORROS EN ESPAÑA (2010-2011) SEGÚN TOTAL DE ACTIVOS

	ENTIDAD QUE SURGE		*ENTIDAD QUE LA ORIGINA*	
Tipo de integración	*Denominación comercial*	*Cuota de mercado 2011-I*	*Denominación comercial*	*Cuota de mercado 2009-IV (porcentaje)*
SIP	Bankia	26,9	Madrid	14,3
			Bancaja	8,3
			Insular Canarias	0,7
			Laietana	0,7
			Ávila	0,5
			Segovia	0,5
			Rioja	0,3
Fusión	Caixa	23,4	La Caixa	20,3
			Girona	0,6
Fusión	Catalunya Caixa	6,4	Catalunya	4,7
			Tarragona	0,8
			Manresa	0,5
Fusión	Nova Caixa Galicia	6,3	Galicia	3,5
			Caixanova	2,4
SIP	Banca Cívica	6,0	Cajasol	2,1
			Navarra	1,5
			General Canarias	1,0
			Burgos Municipal	0,9
			Guadalajara	0,1
SIP	Mare Nostrum	5,7	Penedés	1,7
			Murcia	1,7
			Baleares	1,1
			Granada	1,0
Adquisición	BBK	3,8	BBK	2,2
			Cajasur	1,4
Fusión	España Salamanca y Soria	3,7	Caja España	1,9
			Caja Duero	1,6
Fusión	Unicaja	3,0	Unicaja	2,5
			Jaén	0,1
SIP	Liberbank	2,8	Asturias	1,2
			Santander-Cantabria	0,8
			Extremadura	0,6
			Castilla-La Mancha	1,9
Fusión	Unnim	2,6	Sabadell	1,0
			Terrassa	1,0
			Manlleu	0,2
SIP	Caja 3	1,7	Inmaculada	0,9
			Burgos C.C.O.	0,4
			Badajoz	0,3

Fuente: CECA y cálculos propios.

APÉNDICE 2

PROBABILIDADES DE TRANSICIÓN Y PROCESO DE COMPLEMENTACIÓN ESTOCÁSTICA

Probabilidades de transición

En primer lugar, se asume que los consumidores que han sido clientes de una institución *j* en el período *t-1*, y que desean contratar productos de una entidad distinta *r* en el período *t*, incurren en un coste de cambio (*switching cost*). Estos costes de cambio se asocian con los costes financieros y operativos de cambiar de entidad financiera. Adicionalmente, se asume que los costes de cambio entre consumidores, s_i, son heterogéneos, por lo que el conjunto de consumidores realizará decisiones distintas en cuanto a qué entidad financiera *j* será con la que contrate productos en cada momento del tiempo. De este modo, para derivar un sistema de demanda agregado, la función de consumo deberá estar integrada a lo largo de la distribución de s_i en la población de la demanda, dados los precios p_j ofrecidos en el mercado (Gandhi *et al.*, 2008). En este sentido, tomando $F(s_i)$ como la función de densidad de los costes de cambio, las cuotas de mercado de cada entidad en cada momento del tiempo $m_{jt} = y_{jt} / \Sigma_1^J y_{jt}$, pueden ser descritas como una función de densidad conjunta del tipo:

$$m_{jt} = \int F(s,p)ds = \Pr(M_{jt} = m_{jt} \mid M_{jt-1} = m_{jt-1}) = f(p_{jt} \cdot p_n + s_i) \qquad [4]$$

En términos simples, lo que la ecuación [1] mide es la cuota de mercado de cada entidad en cada período de tiempo, en función de cómo otras entidades rivales cambian la suya a lo largo del tiempo (*).

Dada la presencia de costes de cambio en las condiciones de demanda, la competencia entre oferentes va a estar determinada por el éxito relativo con el que las entidades financieras logren incrementar sus cuotas de mercado explotando las restricciones de movilidad (costes de cambio). En este sentido, si se supone que la oferta sigue un modelo de variación conjetural, la estructura de la industria, desde el lado de la oferta, puede incorporar el hecho de que éstas, a la hora de elegir su nivel de producción, toman en consideración la reacción de las empresas rivales, dadas las fricciones de movilidad de los clientes. Siguiendo a Berg y Kim (1994), se supone que la estructura del mercado se enfrenta a función inversa de demanda, tal que:

$$P = p(y,z) = p(\Sigma_j^J y_j, z) \qquad (j = 1,2,\ldots, J) \qquad [5]$$

donde *p* es el precio del mercado por el producto *y*, mientras que *z* es un vector de variables exógenas que afectan a la demanda. Además, las funciones de costes de la industria vienen dadas por $C(y_j,w_j)$, donde w_j es el vector de precios de los factores de producción de cada entidad *j*. Puesto que se asume que las entidades buscan minimizar costes, el problema de maximización del beneficio de las instituciones financiera puede ser descrito como:

$$\underset{y_j}{Max}\ p(y,z)y_j - C(y_j,w_j) \qquad [6]$$

Suponiendo que el mercado no es perfectamente competitivo, y que existe algún grado de poder de mercado, entonces las cantidades de producción óptimas serán tal que:

$$p + \frac{d_p}{d_y} \cdot y_j \cdot \varphi_j = C'(y_j,w_j) \qquad [7]$$

donde el parámetro φ_j es un índice que recoge la desviación del mercado respecto a la competencia perfecta.

Combinando las ecuaciones anteriores, puede expresarse el diferencial (*mark-up*) entre el precio de mercado con respecto al coste marginal de la empresa *j* de la siguiente manera:

$$\alpha_j = \frac{p - C'(y_j,w_j)}{p} = \frac{\Pr(m_{jt}\ m_{jt-1})}{s} \qquad [8]$$

donde $\varepsilon \equiv \frac{d_y}{d_p}\frac{p}{y}$ ($\varepsilon < 0$) se refiere a la elasticidad-precio de la demanda.

Finalmente, es posible definir el grado de poder de mercado de toda la industria como el promedio ponderado de la expresión [7]:

$$\alpha = \Sigma_j^s \left[\frac{p - C'(y_j,w_j)}{p}\right]\widetilde{m}_j = \frac{\varphi}{s} \qquad [9]$$

donde el parámetro φ_j mide la intensidad en la rivalidad por retener clientes (**).

Complementación estocástica

El proceso de complementación estocástica de Meyer tiene varias propiedades importantes. En primer lugar, el resultado agregado de una matriz es, a su vez, estocástico, y es irreductible si la matriz de probabilidades de transición original es irreductible. En segundo lugar,

APÉNDICE 2 *(continuación)*

por cada cadena de Markov completamente descomponible, la agrupación entre estados a través de una complementación estocástica resulta en una aproximación exacta de las probabilidades de estado en cualquier momento *t*.

Por lo tanto, una fusión da una nueva estructura de mercado (una nueva cadena de Markov agregada), cuyo estado de equilibrio de probabilidad (en $t \longrightarrow \infty$) es exactamente igual a la calculada utilizando la matriz de probabilidades de transición original. Para ello, a partir de las matrices de probabilidad previamente estimadas, se sigue el teorema propuesto por Dogançay y Krishnamurthy (1999) para obtener el modelo que define la nueva dinámica de rivalidad entre estados (fusiones y adquisiciones).

Para ello, se supone que la matriz *P* define el sistema de ecuaciones estimado a través de la ecuación [2], pero que tiene el siguiente nivel de K-agregación, es decir, K número de fusiones:

$$P = \begin{bmatrix} P_{11} & P_{12} & \cdots & P_{1K} \\ P_{21} & P_{22} & \cdots & P_{2K} \\ \vdots & \cdots & \ddots & \vdots \\ P_{K1} & P_{K2} & \cdots & P_{KK} \end{bmatrix}_{S \times S} \qquad [10]$$

donde todos los bloques en la diagonal P_{ii} son matrices cuadradas de tamaño $J_i \times J_i$ tal que de $\sum_{i=1}^{K} J_i = J$. En este sentido, el siguiente teorema describe cómo estocásticamente es válido obtener una nueva matriz de transición producto de este proceso de fusión:

Teorema 1: Sea *P* una matriz de *J* x *J* con una partición en *K-niveles* como la señalada en la ecuación [9]. La nueva $K \times K$ matriz agregada *C* se obtiene de la siguiente manera:

1) Calcular el complemento estocástico de P_{ii} (denotado por L_{ii}) utilizando:

$$L_{ii} = P_{ii} + P_{i*} (J - P_i)^{-1} P_{*i} \qquad [11]$$

donde P_i es el bloque principal, la sub matriz *P* obtenida mediante la supresión de la fila *i*-ésima columna y de los bloques de *P*, P_{i*} es la fila *i* de bloques con P_{ii} eliminado, y P_{*i} es la columna *i* del bloques con P_{ii} eliminado.

2) Calcular el $N_i \times 1$ vector propio, es decir, la distribución estacionaria a través del vector propio $\lambda_i = [\lambda_{i1},\ldots,\lambda_{iNi}]^F$ de dimensión $N_i \times N_i$ del complemento estocástico de L_{ii} definido por:

$$\lambda_i^F L_{ii} = \lambda_i^F, \quad l_{ij} > 0, \quad \sum_{j=1}^{S} l_{ij} = 1 \qquad [12]$$

3) Finalmente, los elementos de la nueva matriz *C* son calculadas a través de:

$$c_{ij} = \lambda_i^F P_{ij} 1_{Nj}, \qquad i,j \in \{1,\ldots,K\} \qquad [13]$$

donde 1_{Nj} es el $N_j \times 1$ vector de unos, lo cual completa los requisitos de probabilidad para el equilibrio exacto del nuevo estado de agregación.

NOTAS

(*) Dado que los estados de transición en el mercado financiero son discretos, es decir, podemos observar los J-número de entidades financieras, la dinámica de la estructura del mercado puede ser asumida como un proceso estocástico markoviano de primer orden.

(**) Rojas (1996) llama a este parámetro índice de rivalidad y Cesari (2000), inversamente, índice de fidelidad.

¿QUÉ HAY QUE HACER PARA TENER SUERTE? CÓMO CUATRO PAÍSES HAN AFRONTADO LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL (*)

Alistair MILNE

Loughborough University School of Business and Economics

Resumen

En este artículo se analizan la exposición a la crisis y las medidas implementadas en Australia, Canadá, el Reino Unido y España con objeto de hacerle frente a la misma. Se explora el grado en el que el buen o mal comportamiento de estos países ha estado determinado por su situación macroeconómica y sus políticas, así como por otros factores más específicos, como la regulación bancaria y la gobernanza. El estudio de la experiencia de estos cuatro países permite distinguir si la fortaleza o debilidad de su comportamiento puede atribuirse al desarrollo de mejores o peores políticas dentro del sistema financiero. Mediante este análisis, se concluye que la diversificación económica sirve de apoyo para favorecer la estabilidad financiera y que un sector financiero rentable, bien gobernado y fuertemente regulado puede mejorar la posición de los países frente a turbulencias financieras globales, de lo que se deduce que mantener la estabilidad financiera ayuda a tener suerte.

Palabras clave: crisis financiera, regulación bancaria, estabilidad financiera.

Abstract

This article analyzes the exposure to the crisis and the measures implemented in Australia, Canada, the United Kingdom and Spain in order to cope with it. It explores the degree to which the good or bad behavior of these countries has been driven by macroeconomic conditions and policies, as well as other more specific factors, such as bank regulation and governance. The study of the experience of these four countries allows us to distinguish whether the strength or weakness of their behavior can be attributed to the development of better or worse policies within the financial system. This analysis concludes that economic diversification serves as a support for financial stability, and that a profitable, well-governed and highly regulated financial sector can improve the position of countries facing global financial turmoil, and hence, maintaining financial stability improves the chances of success.

Key words: financial crisis, bank regulation, financial stability.

JEL classification: G18, G28, G38.

I. INTRODUCCIÓN

La historia de la crisis financiera global ha sido contada ya demasiadas veces. Pero lo específico de cómo la crisis ha afectado a países concretos, y qué fue lo que determinó lo bien que se enfrentaron a estos acontecimientos, todavía no ha sido analizado cuidadosamente.

En este trabajo, se compara la exposición a la crisis y la respuesta de cuatro países: Australia, Canadá, el Reino Unido y España, buscando conocer hasta qué punto el buen o mal comportamiento de estos países ha estado determinado por su situación macroeconómica y sus políticas, así como por factores más específicos, como la regulación bancaria y la gobernanza.

Los dos primeros, Australia y Canadá, han sido elegidos porque han salido relativamente bien parados de la crisis. El crecimiento del producto se redujo abruptamente, si bien de modo temporal, por la caída del comercio mundial y de las exportaciones de mercancías en el primer trimestre de 2008 y en el segundo de 2009. Pero, a diferencia de Estados Unidos y de la mayor parte de las economías europeas, los problemas de liquidez de sus sistemas bancarios se manejaron fácilmente, y no hubo quiebras bancarias; y aunque han perdido ingresos por impuestos, el ajuste de su posición fiscal no parece complicado. España y el Reino Unido, por otra parte, se incluyen en esta comparación porque se encuentran entre los países más afectados por la crisis. Sus bancos centrales inyectaron grandes dosis de liquidez para hacer frente al fallo de los mercados de dinero a corto plazo y del interbancario; algunos bancos fracasaron y precisaron del apoyo del sector público o se fusionaron con instituciones más fuertes, y ambos países se enfrentan ahora a considerables retos macroeconómicos, a ajustes en su fiscalidad y a desequilibrios externos.

A través del análisis de la experiencia de estos cuatro países es posible conocer si la fortaleza o debilidad de su comportamiento puede atribuirse a mejores o peores políticas del sistema financiero; por ejemplo, la estricta regulación bancaria en Canadá comparada con el «ligero toque» de la misma en el Reino Unido. Parece que la mejor regulación y el mejor gobierno de las instituciones financieras es una explicación parcial de por qué Canadá ha sufrido mucho menos que el Reino Unido en la crisis mundial, aunque está lejos de explicarlo todo, puesto que la estructura de sus economías y su «política económica» más amplia son también factores importantes para explicar cómo les ha ido. Resumiendo, mantener la estabilidad financiera ayuda a tener suerte.

El trabajo se organiza como sigue: en el apartado II, se hace un breve repaso de la situación de estos cuatro países; en el III, se diserta sobre sus regímenes regulatorios y el comportamiento de sus sectores bancarios; finalmente, en las conclusiones del apartado IV, se ensarta todo ello y se analizan los determinantes del comportamiento de unos con respecto a los otros.

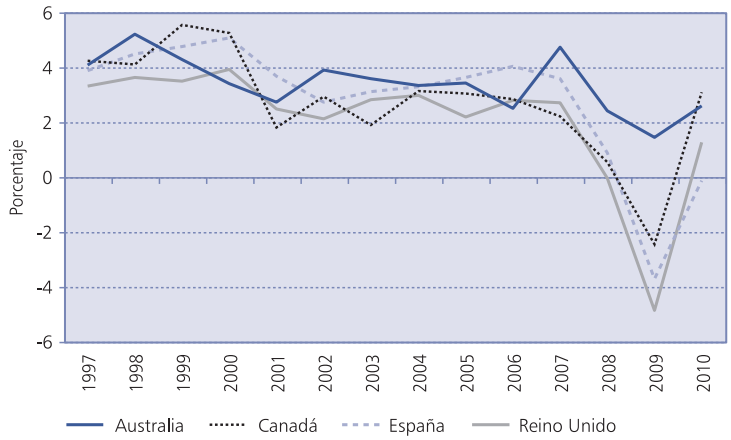
II. DESEMPEÑO MACROECONÓMICO COMPARADO

Los gráficos 1 a 8 muestran algunos indicadores macroeconómicos básicos de estos cuatro países. Sólo Australia evitó una contracción del producto con una tasa de crecimiento anual del PIB cayendo en un 1,5 por 100 en 2009. En ese año, el producto cayó alrededor del 2 por 100 en Canadá, cerca del 4 por 100 en España y cerca del 5 por 100 en el Reino Unido (gráfico 1). El desempleo creció de manera significativa en Canadá y el Reino Unido, alcanzando niveles que no se habían visto desde finales de la década de 1990 (gráfico 2). También subió el desempleo en Australia, pero, si consideramos el menor impacto relativo sobre el producto, éste fue comparativamente pequeño. España, por el contrario, ha tenido un doloroso incremento del desempleo, que pasó el 8 por 100 en 2007 al 20 por 100 en 2010, como consecuencia de problemas estructurales severos que se habían disfrazado por la bonanza ocurrida entre los años 2002 a 2007.

Los cálculos de la OCDE de los costes laborales unitarios relativos (comparando 42 países) revelan una pérdida de competitividad de los cuatro países en los años que preceden a la crisis (gráfico 3). Esta pérdida de competitividad (de algún modo sorprendente) es más pronunciada en el caso de Australia y de Canadá, cuyos costes laborales unitarios relativos se incrementaron en alrededor de dos tercios desde comienzos de la década de 1990. Los costes laborales unitarios relativos de España y del Reino Unido subieron cerca de un cuarto en el mismo periodo (en el Reino Unido la subida hasta 2007 fue considerablemente mayor, pero desde entonces se ha revertido por una sustancial depreciación de la libra esterlina).

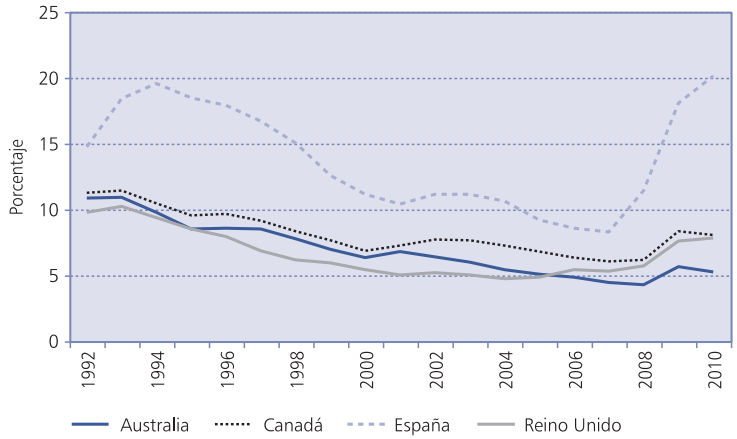
Otra perspectiva de la situación externa de estos cuatro países aparece en su ahorro nacional

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB



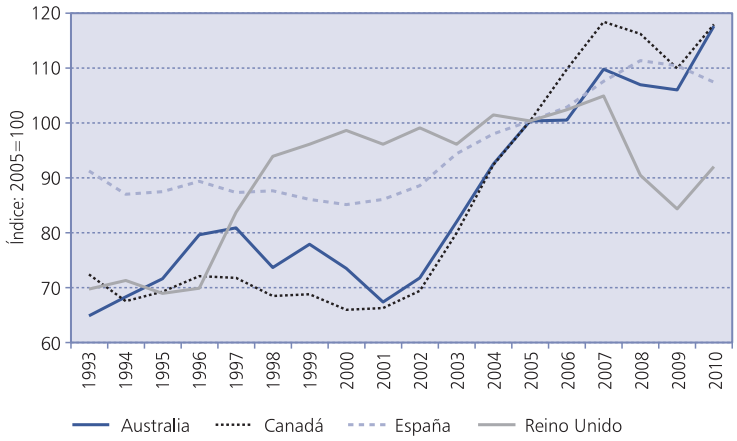
Fuente: OCDE.

GRÁFICO 2
TASAS DE DESEMPLEO ARMONIZADAS



Fuente: OCDE.

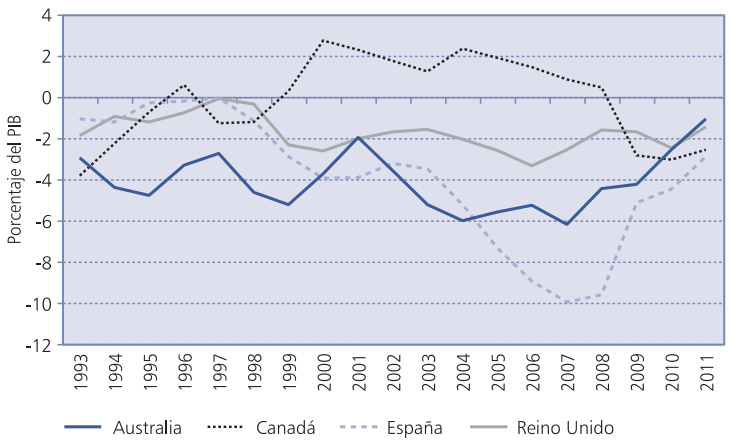
GRÁFICO 3
COSTES LABORALES UNITARIOS RELATIVOS



Fuente: OCDE.

neto (o préstamos) como medida de su superávit contable corriente (o déficit) expresado como porcentaje del PIB (gráfico 4). Una combinación de pérdida de competitividad y de expansión sustancial del crédito al sector privado y del gasto en España llevó a un gran endeudamiento externo, y a un insostenible déficit por cuenta corriente que alcanzó su punto más alto, con el 10 por 100 del PIB, en 2007. La experiencia del Reino Unido ha sido similar, pero no hasta el extremo de España, con una pérdida de competitividad y un rápido crecimiento del crédito al sector privado (casi por completo a las familias) que condujo, entre 1999 y 2009, a un endeudamiento nacional neto y a un déficit por cuenta corriente de cerca del 2,5 por 100 en media. Pero, a diferencia de España, cuyo déficit por cuenta corriente ha caído de manera notable, el Reino Unido ha hecho relativamente poco para reducir su posición deudora externa.

GRÁFICO 4
BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE

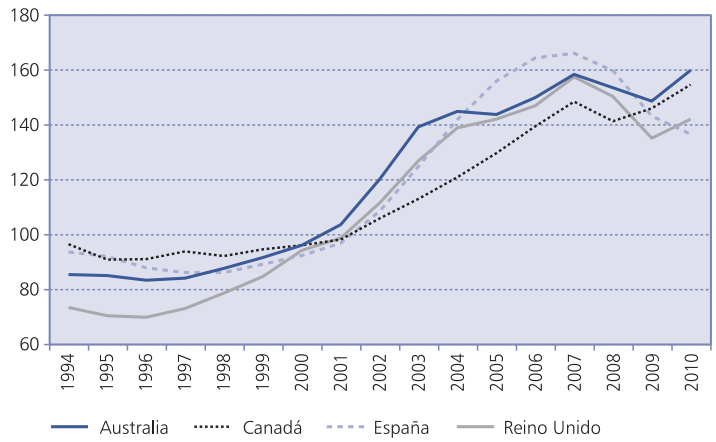


Fuente: OCDE, previsiones para 2011 (junio de 2011).

Las experiencias canadiense y australiana contrastan con las de España y el Reino Unido. Canadá se benefició de un fuerte crecimiento de las exportaciones, tanto de recursos naturales como de otros bienes y servicios, a su vecino (los Estados Unidos), y también fue capaz de ser un ahorrador nacional neto, con un superávit por cuenta corriente de más de un 1 por 100 del PIB entre 2000 y 2007. Como consecuencia, Canadá ha podido mantener su producción y su empleo sin incurrir en crecimientos significativos del crédito al sector privado. Es sólo la caída del comercio mundial y la debilidad de la economía de Estados Unidos entre 2008 y 2010 lo que ha hecho que surja el déficit por cuenta corriente de Canadá. La experiencia de Australia es, de nuevo, diferente. Como Canadá, se ha beneficiado del importante crecimiento de la exportación de recursos naturales, especialmente minerales; pero, a diferencia de Canadá (y como en España y el Reino Unido), se incurrió en grandes posiciones deudoras externas, con un déficit por cuenta corriente del 5,5 por 100, en media, entre 2004 y 2007.

Las estadísticas de la OCDE sobre la ratio de precio de la vivienda sobre los ingresos (gráfico 5) también son ilustrativas. Sin embargo, hay que tomar ciertas precauciones. Los índices del precio de la vivienda dependen de cuestiones concretas, como la amplitud de su cobertura o si las ponderaciones reflejan adecua-

GRÁFICO 5
RATIO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA SOBRE INGRESOS (*)



(*) Media a largo plazo = 100.
Fuente: OCDE.

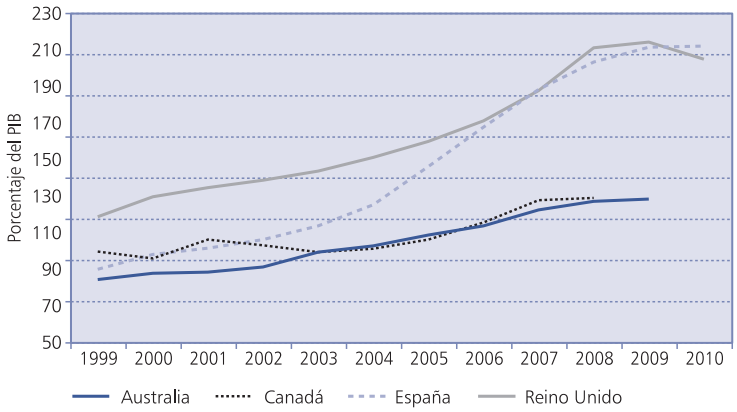
damente los cambios en la calidad. Aun con eso, estas cifras de la OCDE sugieren que el ascenso de los precios de la vivienda en relación con los ingresos fue bastante similar, un poco más en España y un poco menos en Canadá. Ha habido alguna corrección de los precios de la vivienda en relación con los ingresos desde finales del período de bonanza, alrededor de un 20 por 100 en España y un poco menos del 15 por 100 en el Reino Unido, los dos países donde el producto ha caído de manera más significativa. Después del declive inicial, las ratios de precio de la vivienda sobre ingresos han alcanzado nuevos máximos en las economías más fuertes de Australia y Canadá.

El gráfico 6 informa sobre las medidas del Banco Mundial de las ratios de crédito al sector privado sobre el PIB. Éstas aumentaron considerablemente en Estados Unidos y, especialmente, en España entre 2001 y 2008, alcanzando cerca del 200 por 100 del PIB. Esta ratio creció más despacio tanto en Australia como en Canadá en el mismo periodo, llegando sólo al 130 por 100 del PIB. La distribución sectorial de este crédito varía: por ejemplo, en España ha habido una gran cantidad de préstamos a las empresas y a las familias, en parte para financiar el marcado *boom* de la construcción, mientras que en Australia y el Reino Unido la deuda de las empresas es una parte relativamente pequeña del crédito total al sector privado.

Los gráficos 7 y 8 muestran, respectivamente, como porcentajes sobre el PIB, la cantidad de deuda pública y del déficit público ajustado cíclicamente. Canadá, en la década de 1990, presenta una deuda pública relativamente grande, que llama la atención, pero ha obtenido superávit público y la ratio de deuda pública cayó de manera sostenida hasta alrededor del 60 por 100 al inicio de la crisis. Las ratios de deuda sobre PIB también cayeron en España (hasta cerca del 40 por 100 del PIB) y en Australia (a sólo el 15 por 100 del PIB). La ratio de deuda pública sobre PIB permaneció en torno al 50 por 100 del PIB en el Reino Unido en los años precedentes a la crisis.

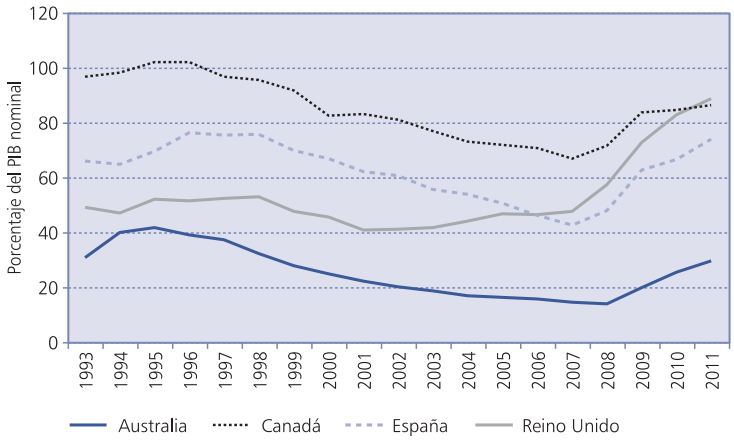
Antes de la crisis, Australia, Canadá y España tenían grandes superávits públicos, sólo el Reino Unido tenía déficit. Pero los déficits subieron de manera súbita en los cuatro países a comienzos de la crisis, debido a los estabilizadores automáticos —menores

GRÁFICO 6
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



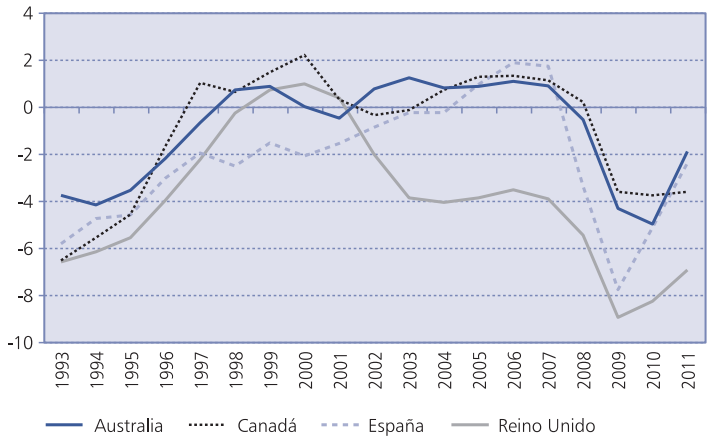
Fuente: Banco Mundial.

GRÁFICO 7
PASIVOS FINANCIEROS BRUTOS DEL GOBIERNO
(Porcentaje del PIB nominal)



Fuente: OCDE, previsiones para 2011 (junio de 2011).

GRÁFICO 8
BALANCE DEL SECTOR PÚBLICO CÍCLICAMENTE AJUSTADO
(Superávit (+) o déficit (–) en porcentaje sobre el PIB potencial)



Fuente: OCDE, previsiones para 2011.

beneficios (la caída del beneficio fue especialmente grande en el Reino Unido, debido a la caída de los antes boyantes beneficios fiscales de la banca internacional de Londres y de las actividades de los mercados financieros) y mayores gastos en seguridad social y a las expansiones fiscales discrecionales, que fueron especialmente grandes en Australia y en Canadá. Con base en este ajuste cíclico, la ratio de déficit sobre el PIB subió al 4 por 100 en Canadá, al 5 por 100 en Australia, al 8 por 100 en el Reino Unido y al 9 por 100 en España. Desde entonces, ha habido un sustancial ajuste fiscal en España, con el déficit próximo a un 2 por 100 del PIB proyectado para 2011, y con correcciones más pequeñas en Australia (también hacia el 2 por 100 del PIB) y en el Reino Unido (al 7 por 100 del PIB). Ello indica que al Reino Unido, en concreto, le queda mucho para concluir su déficit fiscal. Sólo en Canadá el estímulo fiscal se ha mantenido, con una ratio de déficit sobre el PIB planeada en el 4 por 100 de éste.

III. RÉGIMEN REGULATORIO Y COMPORTAMIENTO DEL SECTOR BANCARIO

1. Experiencia anterior y estructura regulatoria

Antes de analizar el impacto de la crisis en el sector bancario en estos cuatro países, vale la pena recopilar algunas características comunes de sus experiencias anteriores y comparar su estructura normativa. En los cuatro hubo en el último tercio del siglo XX una relajación de fronteras entre lo que habían sido sectores previamente demarcados, así como una relajación asociada de las normas regulatorias. La aplicación de Basilea I a comienzos de la década de 1990 y de Basilea II en la primera década del nuevo siglo contribuyó a reforzar el cambio. La regulación pasó de controlar las actividades a ejercer una regulación menos intrusiva, resaltando las ratios adecuadas de capital y otras ratios contables.

Esta liberalización y desregulación ocurrió primero en el Reino Unido (en las décadas de 1970 y 1980, asistiendo al desarrollo de varias formas de banca paralela y a una competencia entre *building societies* y bancos comerciales), y fue seguida, no mucho más tarde, por acontecimientos simi-

lares en Australia (donde los bancos comerciales, previamente separados, las cajas de ahorros, los bancos estatales, los *trusts* y las constructoras empezaron a competir ferozmente), en Canadá (donde gran parte de la banca de negocios empezó a ser tomada por los *trusts* y las empresas de préstamos hipotecarios) y en España (con una gran liberalización en las décadas de 1970 y 1980, y posteriores cambios a medida que las cajas de ahorros se iban moviendo hacia segmentos de negocio que anteriormente habían estado reservados a los bancos comerciales).

Como suele suceder tras periodos de liberalización financiera, los cuatro países también experimentaron cierto grado de problemas bancarios. Un acontecimiento temprano fue la segunda crisis bancaria del Reino Unido de 1973, en la cual cierto número de instituciones «secundarias», financiadas por los bancos más importantes, fueron sobreexpuestas a préstamos relacionados con la propiedad. Casi dos décadas más tarde, en los albores del marcado *boom* de la propiedad y la caída de finales de la década de 1980 y de comienzos de la de 1990, el segundo banco más grande del Reino Unido, Barclays, tuvo grandes pérdidas; también hubo serios problemas en varios bancos más pequeños que estaban expuestos al mercado de la propiedad. Australia tuvo su propia crisis bancaria en 1991, con la quiebra del State Bank of South Australia y del State Bank of Victoria, e importantes pérdidas en su por aquel entonces mayor banco, el Westpac. También estos problemas estuvieron relacionados, en su mayor parte, con el mercado inmobiliario (1).

Canadá tuvo sus primeros problemas bancarios en la década de 1970 con algunos «bancos de proximidad» (*trusts* y empresas de préstamos hipotecarios) (2). Tras una mayor desregulación, que incluía una apertura del mercado canadiense a la entrada extranjera, el octavo banco más grande de Canadá (el Canadian Commercial Bank of Edmonton) se hundió en 1985, el primer fracaso bancario canadiense certificado desde 1933. El *boom* inmobiliario y la recesión a comienzos de la década de 1990 también originaron posteriores caídas de los «bancos de proximidad». España sufrió una de las más severas crisis bancarias posteriores a la liberalización de todos los países de la OCDE (sólo Finlandia y Japón habían tenido pérdidas bancarias de escala similar en relación con el tamaño de la economía), con un fracaso de 51 bancos entre 1977 y 1985, incluyendo 12 en 1982 y 20 quiebras adicionales en 1983 de las filiales del grupo bancario Rumasa (3). Las pérdidas a gran escala y la gran cantidad de quiebras bancarias en España durante este periodo se pueden atribuir a una combinación de factores, incluyendo la exposición no diversificada a los grandes clientes industriales, el impacto de los precios del petróleo de 1973 y 1979, la deficiente gestión y el fraude.

Los acuerdos de supervisión difieren significativamente entre los cuatro países (ver G30, 2008). Antes de la reciente crisis, Canadá y el Reino Unido tenían una estructura regulatoria similar, con un regulador financiero integrado en el banco central (la Oficina del Superintendente de las Instituciones Financieras en Canadá y la Autoridad de Servicios Financieros en el Reino Unido) que supervisaba tanto a bancos como a sociedades de valores. Canadá se diferenciaba del Reino Unido por tener un procedimiento especial para insolvencias bancarias en sus estatutos. Ello daba a la Corporación Canadiense de Seguro de Depósitos un papel central en la resolución de las instituciones insolventes.

Se describe a los sistemas australiano y español como «picos gemelos» y estructura «funcional» respectivamente (G30, 2008). Tras la investigación Wallis de 1996 sobre las quiebras bancarias en Australia en 1991, Australia creó un regulador prudencial independiente (la Australian Prudential Regulatory Authority) y una guía del regulador empresarial (la Australian Securities and Investments Commission), ambos del banco central. La regulación prudencial de la banca en España la lleva el banco central, el Banco de España, que concede ciertas responsabilidades a autoridades regionales para supervisar el gobierno de las cajas de ahorros regionales y de las cooperativas bancarias, mientras que la regulación sobre seguros y valores se realiza por instituciones independientes.

Lo que queda de este apartado revisa el régimen regulatorio y el desempeño bancario durante la crisis de cada uno de los cuatro países, comenzando por Australia.

2. Australia

En Australia, cuatro grandes bancos —el Westpac, el Australia and New Zealand Banking Group Limited (ANZ), el Commonwealth Bank of Australia y el National Australia Bank (NAB)— poseen la gran mayoría de los activos y pasivos bancarios, suponiendo en 2010 el 75,5 por 100 de los depósitos y el 78,1 por 100 de los préstamos brutos y anticipos (Davis, 2011, tabla 6). Los bancos

australianos son muy rentables. La rentabilidad sobre recursos propios de la banca australiana antes de la crisis estaba en torno al 15 por 100, un poco más baja que en Canadá, pero mucho más alta que en Estados Unidos y el Reino Unido, donde se alcanza aproximadamente el 10 por 100 (Bologna, 2010, gráfico 3).

Los bancos australianos han operado de acuerdo con modelos de negocio conservadores, en comparación con los del Reino Unido y los de los Estados Unidos, centrándose en la toma y préstamo de depósitos en banca corporativa y al por menor. Han participado poco en las transacciones de valores y, a diferencia de los bancos de Estados Unidos, del Reino Unido y de Alemania, tenían pocos de los nuevos instrumentos financieros estructurados, tales como CDO y títulos avalados con hipotecas *subprime,* cuyo valor se hundió durante la crisis financiera global.

La supervisión bancaria australiana también ha sido estricta. Por ejemplo, antes de la crisis, se exigió a los bancos australianos que usasen LGD (pérdidas por incumplimiento) estresadas, no en media, para evaluar los requisitos de capital (FMI, 2011b). Los supervisores australianos también pidieron un comportamiento cauto a la hora de aprovisionar las pérdidas de préstamos. Aunque no se basó en una fórmula, el resultado fue bastante similar al del sistema de aprovisionamiento procíclico formalizado que se emplea en España. Por ello, en el periodo de bonanza de 2006 y 2007 los bancos australianos establecieron provisiones cercanas al 200 por 100 de los préstamos morosos (ascendiendo a un 250 por 100 en España, aproximadamente), más del doble que en otros países, incluyendo Canadá, Reino Unido y Estados Unidos (Bologna, 2010, cuadro 7).

A causa de la fortaleza de la economía australiana, que disfrutaba de un gran estímulo fiscal y continuaba creciendo a pesar de la crisis, el nivel de créditos morosos en los bancos australianos permaneció relativamente bajo, suponiendo solamente en torno al 1 por 100 del total de préstamos en 2009 (similar al nivel en Canadá, mientras que fue de aproximadamente del 3 por 100 en el Reino Unido y del 5 por 100 en España). Los bancos australianos incrementaron sus provisiones por pérdidas provenientes de préstamos de manera significativa en 2008 y 2009, con el aumento de los créditos morosos. Pero la rentabilidad bancaria, aunque cayó un poco, siguió siendo alta ; de hecho, la rentabilidad sobre recursos propios era superior al 10 por 100 tras la crisis (4).

La continuada rentabilidad de los bancos australianos y su relativamente baja exposición directa a la crisis global hicieron que el sistema bancario australiano lo tuviera fácil para afrontar los retos de la crisis. Los bancos australianos, como los del Reino Unido y España, son muy dependientes de la financiación al por mayor. Pero el gobierno australiano, como los de otros países, dio garantías de nuevos préstamos, y el Banco de la Reserva de Australia brindó un gran apoyo en términos de liquidez. Además, los bancos australianos fueron capaces de conseguir nuevo capital proveniente de inversores privados, con una ratio de capital *Tier 1* del sistema bancario australiano que subió del 7,7 por 100 a finales del 2007 al 9,9 por 100 a finales de 2009 (Bologna, 2010).

Era un círculo virtuoso: los bancos australianos eran rentables, la economía era fuerte y, por tanto, eran capaces de incrementar el capital y evitar restricciones en el balance que pudieran reducir la provisión de crédito y que, de hecho, reforzaron el impacto de la crisis en otros países. Ello no quiere decir que no haya amenazas potenciales. El 150 por 100 de la ratio de deuda sobre ingresos de los hogares australianos está entre las más altas del mundo (5). Los precios de la vivienda, aunque con bajos tipos de interés, todavía parecen inflados. Australia se encuentra claramente expuesta a una recesión en China. Pero, al menos hasta hoy, la combinación de una economía fuerte, la flexibilidad, que ha permitido una posición fiscal favorable, y un sistema bancario rentable y regido de manera conservadora ha hecho que las tensiones del sector financiero hayan tenido poco impacto en los bancos australianos o en la economía australiana.

3. Canadá

El sistema bancario canadiense, como el de Australia, está fuertemente concentrado, es rentable y seguro (6). Desde comienzos de la década de 1990, los seis bancos más grandes han contado con más del 90 por 100 del total de activos bancarios. Operan siguiendo un modelo de banca universal por todo el país y conceden crédito a los hogares canadienses mediante una amplia gama de productos de ahorro (fondos de inversiones, pensiones privadas y seguros), así como depósitos y productos de préstamo. Como en Australia, los bancos canadienses han seguido siendo muy rentables, aunque hayan seguido modelos de negocio conservadores y hayan estado

sujetos a una regulación más estricta que en otros países.

La legislación canadiense exige una amplia cobertura de seguros hipotecarios para los préstamos más titulizados, y para todas las hipotecas con ratios de préstamos sobre el valor de más del 80 por 100 concedidos por instituciones de depósito reguladas (este requisito subió al 75 por 100 antes de abril de 2007). Sólo el 5 por 100 de las hipotecas son de suficiente comparación de pago, sin prima (en comparación con el 25 por 100 en los Estados Unidos).

Canadá también ha impuesto requisitos de capital más altos que en cualquier otro país y, como consecuencia, los bancos canadienses tienen ratios *Tier 1* excepcionalmente elevadas (de alrededor del 11,3 por 100 de los activos de riesgo a finales de 2009). Los reguladores canadienses también han aplicado una ratio mínima de apalancamiento, exigiendo que el capital total no caiga por debajo del 5 por 100 de los activos no ponderados, empleando un cálculo que tiene en cuenta ciertas exposiciones no consideradas en el balance. Un apoyo más al sistema bancario canadiense es que (a diferencia de Australia, el Reino Unido y España) el préstamo bancario total ha permanecido en aproximadamente el 80 por 100 de los depósitos. Los bancos canadienses no confían tanto en la financiación al por mayor como en otros países, y están bien posicionados para enfrentarse a los problemas de liquidez que han surgido en los mercados de dinero a corto plazo entre 2007 y 2009 (Ratnovski y Huang, 2009).

La economía canadiense estuvo más afectada que la australiana por la crisis global, en gran parte por los intensos lazos económicos entre Canadá y los Estados Unidos. De este modo, aunque Canadá, y especialmente sus ricas provincias occidentales, se hayan beneficiado de los altos precios de las mercaderías y hayan seguido teniendo una demanda de éstas elevada por parte de los mercados emergentes, incluyendo China, la economía canadiense ha estado fuertemente expuesta a la abrupta caída del producto estadounidense a finales de 2008 y comienzos de 2009. A pesar de ello, Canadá respondió en enero de 2009 con uno de los mayores estímulos fiscales llevados a cabo en los países avanzados, cifrado en un 2 por 100 del PIB en 2009 y en más del 2 por 100 en 2010 (veáse FMI, 2010).

El Banco de Canadá también inyectó una considerable cantidad de liquidez en el sistema financiero, brindando un importante apoyo mediante un programa del Gobierno Federal para la compra de hipotecas aseguradas y tipos de política monetaria que, en comparación con otros países en los que hubo recortes, alcanzaron niveles históricos.

Estas respuestas políticas ayudaron a mantener el crédito a los hogares y la demanda interna, sosteniendo la inversión de negocios y residencial. Como resultado, los préstamos morosos supusieron sólo el 1,3 por 100 del total de préstamos en 2009, sólo un poco más altos que los registrados en Australia, a pesar de que la recesión económica canadiense fue más severa. La fuerte posición de los bancos canadienses en liquidez y capital significó que fueran capaces de seguir prestando a pesar de la recesión, y de ahí que se pudiera mantener la demanda interna. De nuevo, como en Australia, hubo un círculo virtuoso, aunque en el caso canadiense se originó más claramente en el sector bancario.

4. Reino Unido

El sistema bancario del Reino Unido también está bastante concentrado, con cinco bancos (antes de la crisis) que tenían el 70 por 100 de los depósitos totales y más del 75 por 100 de todos los activos de préstamos (7). Su legislación tiene un toque *light*. Una causa de ello que es las autoridades del Reino Unido quisieron seguir manteniendo a Londres en una posición de liderazgo en la banca internacional y en los mercados financieros internacionales, y no querían que se desmembrase esta posición a escala mundial. El Presidente de la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido dijo que los reguladores en el Reino Unido habían fracasado en apreciar los riesgos que tenía el sistema financiero en su conjunto porque se habían centrado demasiado en medir y evaluar la seguridad prudencial de cada institución (Turner, 2009). En concreto, se permitió al Royal Bank of Scotland que hiciese su fusión altamente apalancada con el banco holandés ABN-AMRO, que poco antes había minado su balance, y los reguladores aceptaron una muy optimista valoración de los activos de ABN-AMRO sin exigir capital adicional, confiando sólo en la posibilidad de que la «buena voluntad» adquirida en el trato en efectivo de alto apalancamiento no se materializase.

En fuerte contraste con los bancos tanto de Australia como de Canadá, cierto número de bancos del Reino Unido, grandes y pequeños, desarrollaron modelos de negocio orientados al cre-

cimiento durante los años precedentes a la crisis; entre ellos destacan el Royal Bank of Scotland (RBS), el Halifax Bank of Scotland (HBOS) y el relativamente pequeño, y especializado en préstamos de hipotecas, Northern Rock. La expansión de su contabilidad de préstamos significó que estos bancos confiaban especialmente en la financiación al por mayor. No todos los bancos del Reino Unido estaban tan centrados en el crecimiento de las ganancias y de los activos. Dos de los cinco bancos más grandes —Lloyds-TSB y la división británica del HSBC— se concentraron en conseguir costes bajos y altas rentabilidades sobre activos, y también sobre recursos propios, más que en el crecimiento rápido del balance (y, como consecuencia de ello, fueron criticados en todas partes por los analistas de Bolsa). El banco restante de los cinco grandes —el Barclays Group— siguió una política bastante inconsistente, que a veces optaba por el crecimiento (por ejemplo, en una rápida y arriesgada adquisición de productos de crédito estructurados y también en su fallida puja por el banco holandés ABN-AMRO), pero al mismo tiempo se comportaba de forma conservadora y cauta en otros mercados.

El Reino Unido no tardó en estar directamente expuesto a los problemas financieros que se habían originado en los Estados Unidos (8). Ello fue así, en parte, porque varios bancos del Reino Unido habían configurado grandes carteras de valores estructurados y de títulos referenciados a hipotecas *subprime*, y también porque las anotaciones contables de préstamos internos de la mayor parte de los bancos británicos excedía en gran medida a su base de depósitos al por menor. Como resultado, confiaban en gran medida en la financiación al por mayor. De este modo, los problemas de liquidez a escala mundial tuvieron un gran impacto en los bancos del Reino Unido.

Con la intensificación de la crisis desde el verano de 2007 y durante el otoño de 2008, tres grandes bancos británicos de banca de inversión —Royal Bank of Scotland, Barclays y HSBC— tuvieron que absorber sustanciales pérdidas comerciales contables cuando se desplomaron los títulos de crédito estructurados o avalados por hipotecas *subprime* (9). Los bancos de Australia, Canadá y España no tenían cantidades importantes de estos nuevos activos y, por ello, no se vieron muy afectados por estas caídas de precio. Al mismo tiempo, los bancos británicos, que habían confiado en la financiación al por mayor, se enfrentaron a dificultades de liquidez a medida que los inversores perdieron la confianza en su habilidad para repagar los préstamos al por mayor a corto plazo. Esto fue lo que llevó a la quiebra al Northern Rock en 2007 y luego, un año más tarde y tras el derrumbe de Lehman Brothers, a las consiguientes crisis de financiación de RBS y HBOS.

La respuesta de las autoridades del Reino Unido a los problemas en Northern Rock fue vacilante e incierta, e hizo que los ahorradores corrieran al banco a retirar su dinero en septiembre de 2007, como es bien conocido (10). El Gobierno británico fue mucho más resolutivo en la respuesta que dio en octubre de 2008 a las dificultades de otros bancos (11). La formación del grupo bancario Lloyds (intermediado por el Gobierno, pero surgido de la fusión entre Lloyds-TSB y HBOS) fue vista como una posible solución, pero ello sólo sirvió para extender el problema al antes seguro Lloyds-TSB. Para estabilizar el sector bancario, el Gobierno del Reino Unido fue el primero, a escala mundial, en inyectar fuertes cantidades de capital en su sector bancario, alcanzando finalmente una participación mayoritaria del 83 por 100 en RBS y una tenencia minoritaria del 41 por 100 en el grupo Lloyds. El Gobierno británico también anunció garantías a gran escala tanto para los depósitos como para la financiación al por mayor de todos los bancos del Reino Unido, mientras que el Banco de Inglaterra subía notoriamente su provisión de liqui-dez al sector bancario del Reino Unido, a través de un «esquema de liquidez especial» (un *swap* de activo que permitía a los bancos británicos intercambiar títulos no líquidos respaldados con hipotecas por títulos líquidos del Gobierno) y de cuantiosos préstamos directos que doblaron el tamaño del balance del Banco de Inglaterra.

La combinación de pérdidas comerciales, provisiones en aumento para pérdidas por préstamos impagados y una gran cantidad de buena voluntad fuera de contrato adquirida por RBS en su compra de ABN-AMRO, originó pérdidas sustanciosas al sector bancario del Reino Unido, y una rentabilidad total en 2008 del -11 por 100 (véase Bologna, 2010, gráfico 3). Las presiones de liquidez y en el balance de los bancos británicos provocaron una drástica contracción del crédito bancario durante el último trimestre de 2008 y el primero de 2009. El Reino Unido, como economía comparativamente abierta, también estuvo expuesto a una abrupta caída del comercio mundial. La debilidad del sector bancario hizo que el Reino Unido fuera incapaz de disfrutar del círculo virtuoso que se había producido en Canadá y Australia,

donde los menores tipos de interés estimularon el crédito bancario y, a su vez, contribuyeron a mantener la demanda y la producción. Así, a pesar de la rápida reducción del tipo de interés efectuado por la política británica, el gasto de los consumidores del país y la inversión de las empresas cayó bruscamente.

Finalmente, los estímulos monetarios y fiscales sí que fueron efectivos. En la segunda mitad de 2009, tanto el sistema bancario como el conjunto de la economía se habían estabilizado. Los menores tipos de interés sí que ayudaron a mantener la demanda, especialmente a través de una modesta recuperación del precio de la vivienda en el Reino Unido (ver gráfico 5). El sector bancario del Reino Unido ha estado desde entonces reconstruyendo su base de capital mediante mayores niveles de margen neto de interés (el menor tipo fijado por la política sólo ha llegado en parte a los prestatarios) y la no distribución de beneficios.

Al igual que en otros países, todavía hay potenciales amenazas. El sector bancario del Reino Unido todavía es dependiente de la financiación al por mayor, y por tanto está expuesto a nuevos problemas de liquidez en los mercados globales. Los precios de la vivienda parecen continuar sobrevaluados en relación con los ingresos. El Gobierno del Reino Unido solo está empezando a controlar uno de los mayores déficits fiscales del mundo desarrollado (como se muestra en el gráfico 8), y este control va a deprimir con toda seguridad la demanda interna.

5. España

A lo largo de las tres últimas décadas, ha habido una gran consolidación bancaria en España, que ha llevado al surgimiento de dos grandes grupos de bancos comerciales españoles, el Santander y el BBVA. Éstos han combinado las actividades bancarias de bajo riesgo en el país con una expansión, hecha mediante adquisiciones, en muchos mercados rentables de banca comercial y al por menor en el extranjero y, especialmente en Sudamérica y el Reino Unido. Cuando se extendió la crisis en 2007 y 2008, se alabó a los dos bancos comerciales españoles por controlar el crédito de manera segura y por el modo tradicional de proceder con sus clientes de empresas y de banca al por menor. Durante los dos primeros años de la crisis, el Santander y el BBVA tuvieron las menores pérdidas por créditos impagados en relación con el tamaño de su balance de todas las instituciones mundiales (12).

Pero, a diferencia de los otros tres países analizados en este trabajo, la consolidación del sistema bancario español no llevó a tener menos bancos comerciales que tuvieran la gran mayoría de préstamos y depósitos. Entre los años 1980-2007, la participación de los bancos comerciales en el total de actives bancarios españoles cayó del 60 a sólo el 50 por 100. Había habido una intensa consolidación en el sector de cajas de ahorros, y éstas (la mayoría de base regional) incrementaron su participación en los activos bancarios del 20 al 40 por 100.

La regulación bancaria en España había sido bastante estricta. La exigencia de provisiones procíclicas sobre los préstamos malos, basadas en el crecimiento pasado del préstamo, contribuyeron a asegurar que los bancos españoles entraran en la crisis relativamente bien capitalizados, con una ratio de capital *Tier 1* del 7,6 por 100 a finales de 2007 (FMI, 2011b, tabla2). El Banco de España pidió garantías adicionales y provisiones por la exposición a productos estructurados tales como títulos constituidos sobre las hipotecas *subprime* estadounidenses o CDO, y ello evitó la inversión en esos activos tóxicos. Ningún banco español hizo grandes expansiones por adquisición en distintas áreas de negocio, a la manera del RBS en el Reino Unido.

Pero todavía había riesgos, especialmente entre algunas cajas de ahorros cuyos negocios más punteros fueron minados por un débil gobierno corporativo, fundamentalmente por la ausencia de disciplina de mercado de los inversores en acciones y por una escasa selección de riesgos y vigilancia (13). El resultado fue que, como en el Reino Unido, algunos bancos asumieron mucho más riesgo que el que podían gestionar, pero, a diferencia del Reino Unido, eran instituciones comparativamente pequeñas.

La consecuencia fue que, a pesar de tener una regulación comparativamente más estricta, cierto número de cajas de ahorros se expusieron excesivamente al *boom* inmobiliario en España, donde la actividad de la construcción creció hasta alcanzar el 15 por 100 del PIB español (esto contrasta, por ejemplo, con el caso británico, donde la construcción de viviendas subió bastante menos, incluso aunque los precios de la vivienda crecieran en cantidades similares en relación con los ingresos de antes de la crisis). El préstamo de los bancos españoles al sector de la construcción creció en un 20 por 100 anual entre 2002 y 2006. A finales de 2007, los préstamos al sector de la construcción ascen-

dieron a 457.000 millones de euros, en torno a una cuarta parte del préstamo bancario total, e incluso una proporción mayor de la cartera de préstamos de las cajas de ahorros. Fue el préstamo al sector de la construcción la principal fuente de problemas, con un nivel de impagos que subió de menos del 0,3 por 100 al 13,8 por 100 a finales de 2010, y siguió en alza hasta superar el 16 por 100 en junio de 2011 (FMI, 2011b, tabla 2; Roldán, 2011). Estos préstamos morosos al sector de la construcción supusieron casi la mitad de los 107.000 millones de euros del total de préstamos morosos en España. El impacto fue mucho mayor en las cajas de ahorros, en las cuales la rentabilidad sobre activos cayó al 0,3 por 100 en 2009, en comparación con el 0,7 por 100 de los bancos comerciales (FMI, 2010b: 5).

Al desencadenarse la crisis, el Gobierno se centró en la liquidez y en la financiación al sector bancario, estableciendo, en octubre de 2008, el Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) para comprar títulos de alta calidad y proporcionar garantías en las nuevas emisiones de crédito. Los bancos españoles también tomaron grandes préstamos del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Aunque las pérdidas bancarias aumentaron en la mayor parte de las instituciones españolas, éstas siguieron siendo rentables. Sólo dos pequeñas cajas de ahorros, que suponían el 1,5 por 100 de los activos del sector bancario, fracasaron en 2009 y 2010.

En 2009, el Gobierno se puso a reestructurar el sector bancario, destinando un total de 99.000 millones de euros al Fondo de Ordenación y Reestructuración Bancaria (FROB), que ha facilitado la reestructuración de las cajas de ahorros con problemas mediante fusiones y recapitalizaciones. Como consecuencia, el número de cajas de ahorros se ha reducido de 45 a 18, y su estatus legal ha cambiado, por lo que ahora tienen más la estructura de un banco convencional, en vez de ser sostenidas por fundaciones regionales, y pueden emitir acciones. Los planes de reestructuración también contemplan gran cantidad de cierres de sucursales y de entidades no necesarios.

Los bancos españoles han capeado este periodo de tensión extrema bastante bien. Los tests de estrés de la Autoridad Bancaria Europea en julio de 2011 han dado como resultado que cinco de los veinticinco bancos españoles estaban por debajo del requisito de capital de referencia del 5 por 100 en este escenario adverso. Ello no es preocupante, puesto que los cinco bancos suponen un 9 por 100 del total de activos bancarios, y porque el déficit de capital combinado bajo estas circunstancias extremas es relativamente pequeño, de 1,6 millardos de euros, esto es, menos del 0,2 por 100 del PIB (14). Además, parece que todo este capital puede obtenerse de bonos convertibles obligatoriamente y de otros instrumentos de absorción de pérdidas, por lo que no habría que recurrir a impuestos. Estos tests de estrés pueden ser criticados porque, por ejemplo, no dotan posibles impagos de la deuda soberana, pero muestran que, a pesar de lo grave de la crisis, la banca española es todavía muy segura.

IV. CONCLUSIONES

¿Qué aprendemos al comparar la experiencia de estos cuatros países a la hora de sortear la crisis financiera? La primera lección, y más obvia, es que la diversificación económica es un gran apoyo para conseguir la estabilidad financiera. Australia y Canadá se beneficiaron de tener una gran cantidad de producción en un sector, el de minerales y recursos naturales, que se expandió fuertemente en la pasada década y media, y que ha reanudado el crecimiento tras la recesión. En el caso de Australia, esta dotación de recursos naturales propició una posición fiscal de notable fuerza, con una ratio de deuda pública sobre el PIB de sólo el 20 por 100 al ir hacia la crisis, permitiendo que el Gobierno australiano pudiera ofrecer un cuantioso estímulo fiscal, evitando, de este modo, la caída de la producción que ha ocurrido en todas las demás zonas. Canadá estuvo más directamente expuesta a la abrupta caída del producto de Estados Unidos. Los ingresos de la producción de recursos naturales fueron un escudo directo para la economía canadiense y permitieron cuantiosos estímulos fiscales, que ayudaron a una relativamente rápida recuperación del crecimiento del producto.

Por contra, el Reino Unido, y en mayor medida España, han confiado demasiado en el crecimiento del crédito al sector privado como fuente de demanda. El producto y los ingresos también eran dependientes de sectores concretos, como los servicios en el Reino Unido y la construcción en España, actividades que se contrajeron bruscamente tras el inicio de la crisis. Esta falta de diversificación es la principal explicación de por qué el producto cayó de forma tan abrumadora en estos dos países y de por qué su crecimiento ha permanecido relativamente bajo desde entonces.

Como consecuencia, el Reino Unido y España se enfrentaron a

muchos más retos fiscales y de ajuste externo que Australia o Canadá. Los grandes déficits fiscales surgieron tanto en el Reino Unido como en España como resultado de una caída acentuada de la producción. Los costes laborales unitarios han permanecido altos en los cuatro países, pero siendo más significativos en España y en el Reino Unido, que no tienen una producción significativa de recursos naturales. El camino a seguir parece difícil. España ha hecho hasta la fecha más que el Reino Unido para reducir su déficit fiscal, pero el Reino Unido se ha beneficiado de la depreciación del tipo de cambio, que ha ayudado a restablecer su competitividad externa. Se necesitan más ajustes fiscales y del sector exterior en ambos países.

Una segunda lección es que un sector financiero rentable, bien gobernado y fuertemente regulado puede ser un buen escudo frente a turbulencias financieras globales. Ello tiene poco que ver con los acuerdos institucionales de regulación. El modelo de «picos gemelos» australiano y el enfoque canadiense integrado han funcionado igualmente bien. Los bancos rentables y fuertemente capitalizados, tanto en Australia como en Canadá, han sido capaces de incrementar su provisión de crédito cuando los políticos estaban cerrando el grifo al préstamo en respuesta a la crisis global. Como se ha comentado en el artículo, ello creó un «círculo virtuoso» de estabilidad que incrementó el préstamo como apoyo al producto, a las rentas y a los precios de la vivienda, y limitó, a su vez, el impacto económico de la crisis.

España también se benefició de la fuerte regulación de los bancos individuales, pero los estándares de gobierno estaban desequilibrados, con un cierto número de cajas de ahorros exponiéndose demasiado al riesgo de la construcción y de la propiedad inmobiliaria. El Reino Unido sufrió mucho más que España los bajos estándares de gobierno de algunos bancos, porque fue esto lo que condujo al fracaso al primero, al quinto y al noveno mayores bancos (RBS, HBOS y Northern Rock, con la posterior fusión de HBOS para formar parte del Grupo Bancario Lloyds). Los problemas registrados en el balance del sector bancario crearon entonces un círculo más vicioso de caída del crédito al sector privado y del producto.

Los problemas del Reino Unido se exacerbaron a causa de su regulación *light*, al permitir que muchas instituciones se expusieran excesivamente a los títulos construidos sobre hipotecas *subprime* y a otros activos de crédito estructurados de dudosa reputación. La tensión en el sector bancario surgió bastante pronto con la crisis. Después, los problemas se acentuaron muy repentinamente tras la caída de Lehman Brothers, que exigía un mayor compromiso de fondos del Gobierno para la recapitalización del sector. En España, los problemas bancarios (problemas de préstamo tradicionales que surgieron debido a la excesiva exposición de las cajas de ahorros al sector de la construcción) aparecieron de modo más gradual y precisaron de menos apoyo del contribuyente que en el Reino Unido; pero, aun así, fue necesaria una gran reestructuración de las cajas de ahorros, que estaban muy fragmentadas, infracapitalizadas y con estructuras de gobierno débiles. Las consecuencias fueron similares: tanto los bancos españoles como los del Reino Unido han tenido una limitada capacidad para ofrecer nuevos préstamos, incluso con la caída de la tasa de préstamos tras la crisis hasta niveles históricamente bajos, y ello ha incrementado la vulnerabilidad de ambas economías.

Es tentador extraer como conclusión que para conseguir la estabilidad financiera otros países deberían emular a Australia y a Canadá, revisando la regulación bancaria y la práctica de supervisión para tener un sector bancario fuertemente controlado, con relativamente pocos competidores y altos niveles de beneficios y capital. Este argumento va demasiado lejos, ya que ignora los costes que tal política impondría a los consumidores al limitar la competencia y la libertad de elección. El caso de España muestra que un sector bancario bien regulado y rentable no es una garantía que exima de problemas del sector bancario. Se podría pensar, por ejemplo, que Australia podría enfrentarse todavía a posibles problemas del sector financiero con evidentes amenazas tales como altos precios de la propiedad residencial y de la deuda de los hogares en comparación con los ingresos. Una severa recesión en los mercados de mercaderías internacionales podría disparar los problemas de los hogares australianos y desencadenar un círculo vicioso de contracción bancaria, del crédito y del producto.

Esta recomendación también ignora la política económica que está detrás. Es pedir demasiado que los reguladores identifiquen y prevengan un *boom* insostenible. España también tenía una fuerte y específica regulación contracíclica, sin la cual la crisis habría sido mucho peor, pero la velocidad a la que han caído los sectores de la propiedad y de la construcción llevó a los bancos a

pérdidas cuantiosas. Y mientras todo iba viento en popa y a toda vela hubo fuertes presiones, especialmente de la participación local en las fundaciones que dirigían las cajas de ahorros, para mantener el rápido crecimiento de los préstamos.

Es más preciso decir que el buen gobierno, la seguridad y la banca rentable surgen más fácilmente en países que ya disfrutan de los beneficios de una economía fuerte y diversificada. Rajan Raganathan (2010) afirma, de modo persuasivo, que los préstamos hipotecarios *subprime* disfrutaron de un considerable apoyo político en Estados Unidos porque era una manera de ofrecer un mayor nivel de vida —el sueño americano de tener la casa en propiedad— a ciudadanos de ingresos medios y bajos cuyas rentas habían caído con la globalización de la economía estadounidense. Los préstamos *subprime* fueron una respuesta político-económica a los acuciantes problemas económicos, que funcionó mientras los precios de la vivienda en Estados Unidos continuaron subiendo.

España y el Reino Unido, como Estados Unidos, lo han tenido difícil para repartir prosperidad a trabajadores no cualificados o semicualificados, especialmente porque la competitividad se ha erosionado con la competencia global. La expansión del crédito al sector privado fue, por tanto, una ruta alternativa para mantener el producto y la prosperidad. Muchos bancos del Reino Unido, animados por los bajos tipos de interés y el aparente fin de los altibajos, como dijo el entonces primer ministro Gordon Brown, se extralimitaron en nuevas áreas de negocios que no comprendían totalmente. Los préstamos de las cajas de ahorros, especialmente para la construcción y el sector inmobiliario, fueron la manera de llevar la prosperidad a muchas regiones españolas, que de otro modo habrían luchado para mantener las rentas y el empleo. Este préstamo fue posible mientras que los precios de la propiedad continuaron subiendo. De ahí que no sorprenda que atrajeran el apoyo de políticos locales y de miembros de fundaciones durante la bonanza, aunque la legislación no previniera sobre la generación excesiva de riesgos. Viéndolo en retrospectiva, podemos decir que las autoridades cometieron errores, tanto en España como en el Reino Unido, para responder a dicha generación de riesgos en el sistema financiero en su conjunto (como dijo Turner, 2009). Pero, incluso otorgándoles una explícita responsabilidad «macroprudencial», se espera que muchos reguladores actúen de manera temprana para reprimir una insostenible expansión del crédito.

Las economías australiana y canadiense fueron claramente más fuertes que las del Reino Unido y España, y por ello sus bancos no asumieron riesgos para compensar satisfactoriamente a sus accionistas. Los bancos canadienses son particularmente seguros porque ha habido poca presión política para conseguir una gran expansión del crédito a las familias con el fin de mantener el crecimiento del producto y de la inflación en los niveles previstos. La gestión macroeconómica en Australia ha experimentado un notable incremento del crédito a los hogares, pero los bancos australianos, a diferencia de los prestamistas *subprime* en Estados Unidos, no han sentido la necesidad de expandir el crédito a los hogares de rentas bajas. Lo que nos muestran estos casos de estudio, más claramente que cualquier otra cosa, es que la consecución de la estabilidad financiera genera la buena fortuna.

NOTAS

(*) El artículo «Qué hay que hacer para tener suerte: Cómo cuatro países han afrontado la crisis financiera global», titulado originalmente «It helps to be lucky: How four countries navigated the global financial crisis», ha sido traducido del inglés por M.ª Teresa Fernández Fernández.

(1) Ver Hess *et al*. (2008) para una revisión de la experiencia australiana.

(2) Bartholemew (1994) hace un resumen adecuado. Se puede encontrar más información sobre la Corporación Canadiense de Seguro de Depósitos (CDIC) en Wikipedia.

(3) Esta descripción de la crisis bancaria española entre 1977 y 1985 está basada en el resumen de Caminal *et al*. (1990).

(4) Las provisiones fueron de aproximadamente el 70 por 100 de los préstamos morosos en 2009, en comparación con el 60 por 100 en España y Canadá, y con un relativamente bajo 30 por 100 del Reino Unido (Bologna, 2010, gráfico 7).

(5) El ahorro familiar australiano ha subido de golpe, y su ratio de deuda está ahora estabilizada. Ver FMI (2011b).

(6) Un análisis muy difundido considera que Canadá tiene el sistema bancario más seguro del mundo (World Economic Forum, 2008).

(7) Ver Logan (2004) para un análisis más detallado.

(8) El material de este epígrafe se extrae en gran medida de Milne (2009) y Huertas (2011).

(9) Muchos bancos del Reino Unido también sufrieron cuantiosas recalificaciones a la baja dentro de la clasificación contable «disponible para la venta». Las reglas contables trataron de orientarse a reflejar las pérdidas dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias, pero ello debilitó sus ratios de capital. Ver Milne (2009) para una discusión más amplia.

(10) Para conocer el caso con profundidad recúrrase a Milne y Wood (2009).

(11) Ver Huertas (2011) para un resumen bien documentado y conciso sobre las acciones de contención del Gobierno británico y de otros gobiernos.

(12) Ver Milne (2009), tabla 8.1, para comparar.

(13) Ver Roldán (2011) para una discusión más amplia.

(14) Ver la información complementaria del FMI (2011), acerca de estos tests de estrés.

BIBLIOGRAFÍA

Banco de España (2011), *Note on the Savings Banks Restructuring Process: the Situation in July 2011*.

Bartholemew, P. H. (1994), «Comparing depository institution difficulties in Canada, the United States and the Nordic countries», *Journal of Housing Research,* 5 (2): 303-309.

Bologna, P. (2010), «Australian banking system resilience: What should be expected looking forward? An international perspective», *IMF working paper 10/228*.

Bordo, M. D.; A. Redish, y H. Rockoff (2010), «Why didn't Canada have a banking crisis in 2008 (or in 1930, or 1907, or ...)?», *NBER Working Paper 17312*, http://www.nber.org/papers/w17312.

Caminal, R.; J. Gual, y X. Vives (1990), «Competition in Spanish banking», IESE Business School, *Working Paper 177.*

Davis, K. (2011), «The Australian financial system in the 2000s», *Reserve Bank of Australia conference paper,* http://www.rba.gov.au/publications/confs/2011/davis.pdf.

Fondo Monetario Internacional, FMI (2010), *Canada: 2010*, Article IV Consultation Staff Report.

— (2010a), *Canada: Selected Issues*.

— (2010b), *Spain: Selected Issues*, IMF Country Report No. 10/254.

— (2011), *Spain: 2011*, Article IV Consultation Staff Report, IMF Country Report No. 11/215.

— (2011a), *Spain: Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/216.

— (2011b), *Australia: 2011*, Article IV Consultation Staff Report, IMF Country Report No. 11/300.

— (2011c), *Australia: Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/301.

Group of Thirty, G30 (2008), *The Structure of Financial Supervision,* The G30, Washington http://www.group30.org/images/PDF/The%20Structure%20of%20Financial%20Supervision.pdf.

Hess, K.; A. Grimes, y M. Holmes (2008), «Credit losses in Australasian banking», University of Waikato, mimeo.

Huertas, T. (2011), *Cause, Containment, Cure,* Palgrave Macmillan (2ª edición).

Logan, A. (2004), «Bank concentration in the UK», *Bank of England Financial Stability Review*: 129-134.

Milne, A. (2009), *The Fall of the House of Credit,* Cambridge University Press.

Milne, A., y Wood, G. (2009), «Shattered on the rock: british financial stability from 1866 to 2007», *Journal of Financial Regulation,* 10(2): 89-127.

Raganathan, R. (2010), *Faultlines,* Princeton University Press.

Ratnovski, L., y R. Huang (2009), «Why are Canadian banks more resilient?». *IMF Working Paper Series*, WP/09/152.

Roldán, J. M. (2011), «The Spanish banking sector», transparencias en *powerpoint* de una presentación en Londres, 20 de septiembre, Banco de España.

Saurina, J. (2009), «The issue of dynamic provisioning. A case study», conferencia presentada en la Comisión Europea: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/conference_052009/saurina_en.pdf.

Turner, A. (2009), *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis,* Financial Services Authority, Reino Unido.

World Economic Forum (2008), *Global Competitiveness Report.*

EL NUEVO MODELO DE NEGOCIO DE LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO ESPAÑOLAS. PERSPECTIVAS FUTURAS

Luis Jesús BELMONTE UREÑA

Universidad de Almería

Resumen

El objetivo de este trabajo consiste en presentar la evolución del sector de cooperativas de crédito en España a partir de la información contable que se recoge en sus cuentas anuales. En concreto, se describe el comportamiento de las principales variables del sector desde 1998 a 2010, sin olvidar los acontecimientos más importantes que han ocurrido a lo largo de 2011. Se observa cómo los márgenes del sector registran descensos importantes que requerirán una respuesta decidida del sector en lo que respecta a sus tarifas de activo y de pasivo, al ámbito de negocio, a la utilización de nuevos canales de distribución y a la explotación de sus principales ventajas: la prestación de servicios a los socios y la fortaleza en el negocio local. Además, tendrán que acometer un plan de austeridad que mejore su eficiencia, al tiempo que se adaptan a los nuevos requerimientos de solvencia.

Palabras clave: cooperativas de crédito, estrategia ante la crisis, eficiencia, márgenes de negocio.

Abstract

The aim of this paper is to present the evolution of the credit union sector in Spain, based on the accounting information contained in its annual accounts. Specifically, it describes the behaviour of the sector's main variables from 1998 to 2010, without forgetting the most important events that have occurred throughout 2011. It is noted how the sector's margins experienced significant decreases that will require a determined response from the sector regarding assets and liabilities rates, business scope, use of new distribution channels and the exploitation of its main advantages: the provision of services to partners and the strenght of the local business. In addition, they must undertake an austerity plan to improve their efficiency while adapting to the new solvency requirements.

Key words: credit unions, strategy towards the crisis, efficiency, business margins.

JEL classification: G21.

I. INTRODUCCIÓN

EN los últimos años, la importancia de la crisis financiera internacional y la complicada situación macroeconómica de España están afectando considerablemente a la cuenta de resultados de la mayoría de entidades financieras. Así, lejos de aquella fase de importantes crecimientos de la inversión crediticia y de los beneficios, las entidades de crédito llevan varios años registrando importantes descensos en sus márgenes, por dos vías. En primer lugar, por la reducción del margen financiero como consecuencia del estancamiento de la inversión, pues no se incrementa el producto financiero, y porque parte del crédito concedido no puede satisfacer sus cuotas mensuales. Y, en segundo lugar, por el incremento de las dotaciones para insolvencias a las que obliga la normativa.

En España, las cooperativas de crédito constituyen un caso poco estudiado y que, sin embargo, por su representatividad e importancia en muchos territorios, requieren de una mayor atención. Además, han mostrado una idiosincrasia muy marcada durante la crisis. Las cooperativas españolas representan el 5,4 por 100 del crédito otorgado a otros sectores residentes y el 6,4 por 100 de los pasivos captados a ese mismo colectivo.

A escala internacional, las cooperativas de crédito han corrido una suerte bien distinta dependiendo del país que se considere. Así, en Alemania, Francia y Holanda el crédito cooperativo ha tenido cierto éxito, cuenta con una sólida estructura, y presenta un buen escaparate para el sector español (Ayadi *et al*., 2011; Xiao, 2009; Groeneveld y De Vries, 2009). El ejemplo de estos países abocaría a nuestro sector hacia un escenario mixto, de entidades cooperativas en la base y una o varias sociedades anónimas como cabecera del grupo (Belmonte, 2011). Sin embargo, en el caso extremo estaría la desmutualización definitiva, como ha ocurrido en otros países (Davis, 2005).

En el caso concreto del sector de cooperativas de crédito español, a sabiendas de su heterogeneidad y grado de atomización, resulta necesario ofrecer un detalle del comportamiento de cada cooperativa de crédito, pues las diferencias de tamaño y de estrategia llegan a ser abismales. Así, desde el punto de vista metodológico, cabe reseñar la constitución de un panel homogéneo de 78 cooperativas de crédito, las que existían a finales de 2010, con partidas del balance y de la cuenta de resultados correspondiente a trece años consecutivos (1998 a 2010). Para ello, se ha sumado hacia atrás el contenido de las cuentas anuales de las en-

tidades que han sido objeto de fusión o adquisición, construyendo una entidad ficticia, en los años anteriores a la unión, como suma de las entidades fusionadas en el momento actual. De esta manera, se consigue que sean comparables los registros actuales de cada cooperativa de crédito con los que en el pasado conformaban dos o más entidades independientes. Los datos más relevantes de este panel homogéneo se incluyen en el cuadro A.1, que figura en el anexo de este trabajo.

En este contexto, el objetivo de este trabajo consiste en mostrar una breve radiografía del sector de cooperativas de crédito en España en los últimos años, así como poder anticipar cuáles podrían ser las medidas para sortear la actual crisis y encarar la década con buenas expectativas de crecimiento. Así pues, a continuación se presenta un apartado en el que se expone la evolución del sector de cooperativas de crédito, destacando los hechos que explican la situación actual. Posteriormente, en el tercer apartado, se analizan los nuevos yacimientos de negocio que podría explotar el sector, así como las medidas a tomar para su supervivencia futura. Por último, se presenta un apartado con las reflexiones finales de este trabajo.

II. EL SECTOR DE COOPERATIVAS DE CRÉDITO EN ESPAÑA. EVOLUCIÓN RECIENTE

Según el *Anuario* de la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (UNACC), al cierre del ejercicio 2010 existían en España 78 cooperativas de crédito, de las que 74 revestían la forma jurídica de cajas rurales y cuatro eran cajas populares o profesionales. A primera vista, llama la atención el elevado número de cooperativas de crédito en comparación con el resto de intermediarios bancarios (72 bancos nacionales y 36 cajas de ahorros), a pesar de que el sector lleva años asistiendo a numerosos procesos de concentración (cuadro n.º 1).

Desde el punto de vista de su representatividad como sector, todas las cooperativas de crédito se agrupan en torno a la UNACC. Además, la mayoría de cajas rurales, 71 de ellas, se vinculan a la Asociación Española de Cajas Rurales (AECR), que se fundó en la década de los noventa con la intención de consolidar un proyecto común para el sector a escala nacional a través del Grupo Caja Rural (Belmonte, 2007; Melián *et al.*, 2006, y Palomo, 2000). Sin embargo, en los últimos años han surgido otras iniciativas de concentración del sector, alternándose las fusiones en toda regla con otra figura asociativa que requiere un menor grado de compromiso, al menos al principio, como es el sistema institucional de protección —SIP (Belmonte y Cortés, 2010).

La necesidad de ganar dimensión para obtener un tamaño óptimo, al tiempo que se consiguen diversificar las fuentes de generación de resultados, parece que abocará al sector a continuar por la senda de la concentración en el corto y medio plazo. En este sentido, la particularidad de las cooperativas de crédito, en donde los derechos políticos no son proporcionales a la participación en el capital social, sino que se aplica la máxima de un socio un voto, no supondrá un obstáculo a la concentración del sector, ya que la amplia base social de este tipo de entidades apenas resulta relevante para influir en su gestión (Cortés y Belmonte, 2010; Mozas, 2004, y Spear, 2004). Así, ya sea mediante f*usiones frías o virtuales*, como ha venido en llamarse la constitución de sistemas institucionales de protección —SIP (1)—, o mediante fusiones en sentido estricto, el sector tenderá a medio plazo hacia la ganancia de dimensión, reduciéndose así la fragmentación que lo caracteriza.

En la mayoría de los casos, el proceso de diversificación territorial y sectorial que ha asumido el sector ha comportado una pérdida del enfoque exclusivamente social de la cooperativa, así como una relativización de la misión fundacional (Cortés y Belmonte, 2010). Sin embargo, tal y como ha ocurrido en otros países de nuestro entorno, la expansión geográfica y la extensión de las actividades, como parte inherente a la constitución de grandes grupos cooperativos, facilita la estabilidad de los resultados y atenúa los riesgos de mercado (Ayadi *et al.*, 2011). Sin embargo, todavía el 62 por 100 de las cooperativas de crédito españolas (48 entidades de un total de 78 a diciembre de 2010) no tienen instaladas sucursales fuera de su localidad o provincia de origen, tal y como se muestra en el cuadro A.1 que figura en el anexo, donde se recoge el cálculo del índice de Herfindahl-Hirschman (2).

Afortunadamente, las entidades que decidieron extender su ámbito de actuación a otras provincias lo han seguido haciendo en los últimos años, como lo demuestra la reducción del valor calculado del índice para el año 2010. En este sentido, destaca la vocación nacional que demuestran Cajamar, caja rural que ya se encuentra presente en 38 provincias, la Caja de Arquitectos, que está presente en 22 provincias, y la Caja Laboral Popular, con sus

CUADRO N.º 1

CRONOGRAMA DE ACONTECIMIENTOS RELEVANTES DEL SECTOR DE COOPERATIVAS DE CRÉDITO ESPAÑOL (1998-2011)

Año	*Hecho relevante*	*Observaciones*
1998	C.R. de Credicoop absorbe a la C.R. de San Juan de Moro	C. R. del Mediterráneo – Ruralcaja, en la actualidad. Así, el censo de cooperativas se reducía a 94 entidades.
1999	C. R. de Huesca absorbe a la C. R. de Segre-Cinca	C. R. Aragonesa y Pirineos, en la actualidad.
	C. R. Credicoop absorbe a C.R. de Artana y a C.R. de Benicasim	C. R. del Mediterráneo – Ruralcaja, en la actualidad.
	Se funda la C.R. de Albalat dels Sorels	El censo de ese año se cierra con 92 cooperativas de crédito.
2000	C. R. Credicoop absorbe a C.R de Cabanes	C. R. del Mediterráneo – Ruralcaja, en la actualidad.
	Se crea la C.R. Intermediterránea – Cajamar	Fusión de C.R. de Almería, C. R. de Málaga y Grumeco. Cajamar, caja rural, en la actualidad.
2001	Se crea la C.R. Aragonesa y Pirineos	Fusión de C.R. de Huesca y C. R. de Zaragoza. Actualmente, C.R. Aragonesa y Pirineos.
	Se crea la C. R. del Sur	Fusión de C.R. de Sevilla y C.R de Huelva.
	Se funda la C.R. Credit Valencia	El censo del sector desciende a 88 entidades.
2002	C.R. de Aragón absorbe a C.R. de Cariñena	Nueva Caja Rural de Aragón, a partir de 2012.
	Se crea la C.R. del Mediterráneo – Ruralcaja	Fusión de C.R. de Valencia, C.R. de Alicante y C.R. Credicoop.
	C.R. de Navarra absorbe a Cobanexpo, s.c.c.	A finales de 2002, el censo de cooperativas de crédito ascendía a 84 entidades.
2003	C.R. del Mediterráneo – Ruralcaja absorbe a C.R. de Elche	83 es el total de cooperativas de crédito en ese año.
2008	Caja Caminos se transforma en banco	Por lo que causa baja del registro de cooperativas de crédito.
	Cajamar, caja rural, absorbe a C.R. del Duero	El sector contaba en esa fecha con 81 entidades.
2009	C.R. Aragonesa y Pirineos absorbe a Caja de los Abogados	Actualmente forma parte de la Nueva Caja Rural de Aragón.
	Se crea el «Grupo Cooperativo Cajamar»	Fue el primer SIP que se constituyó y autorizó el Banco de España (B. E.). Actualmente está integrado por Cajamar, caja rural (entidad central del grupo), Caja Campo, C. R. de Casinos, C.R. de Albalat, C. R. de Petrel, C.R. de Turís y C. R. de Castellón.
2010	Cajamar, caja rural absorbe a C.R. de Baleares	Aumenta la importancia del Grupo Cooperativo Cajamar.
	Se crea el grupo «Cajas Rurales del Mediterráneo»	Autorizado por el B. E. a finales de 2010, agrupa a la mayoría de las cooperativas de crédito levantinas. En el ejercicio 2010 este grupo consolidó los balances de 15 entidades: C.R. del Mediterráneo – Ruralcaja (entidad central del grupo), C.R. Crédit Valencia, C.R. Callosa d'en Sarrià, C.R. Altea, C.R. Torrent, C.R. Burriana, C.R. Nules, C.R. Alquerias del Niño Perdido, C.R. Cheste, C.R. Alginet, C.R. Villavieja, C.R. Almenara, C.R. Chilches, C.R. Vilafamés y C.R. Villar.
	C. R. de Albacete absorbe a C.R. de la Roda	Actualmente incluida en el grupo Globalcaja.
2011(*)	Se crea la Nueva Caja Rural de Aragón	En febrero de 2011 se acuerda la fusión de C.R. Aragonesa y Pirineos y C.R. Aragón, ratificada en mayo de 2011. La nueva entidad comenzará a operar en enero de 2012.
	Se crea el grupo Globalcaja	En marzo de 2011 se pacta la fusión de C.R. de Albacete, C.R. de Ciudad Real y C.R. de Cuenca. Operará plenamente a finales de año.
	Se crea el Grupo Cooperativo Ibérico de Crédito	Se trata de un SIP integrado por la C.R. del Sur (entidad central del grupo), la C.R. de Extremadura y la C.R. de Córdoba. Se pactó en junio de 2011 y, hasta la fecha, pendiente de autorización del B. E.
	Se inicia la creación del Grupo Cooperativo Solventia	A finales de junio de 2011, C.R. de Almendralejo (entidad central del grupo), C.R. de Adamuz, C.R. Baena, C.R. de Cañete de las Torres, C.R. de Nueva Carteya y C.R. de Utrera pactan la creación de este SIP. Está pendiente de autorización del B. E.
	Ampliación del Grupo Cooperativo Cajamar	El 25 de agosto, el consejo rector de Caja Rural de Canarias acordó su incorporación al SIP que tutela Cajamar, caja rural.
	Se inicia la integración entre las cajas rurales de Burgos, Segovia y Fuente Pelayo	El 29 de septiembre estas tres cajas rurales aprobaron un protocolo de integración. A finales de año continuaba pendiente el proceso de ratificación de las correspondientes asambleas generales.

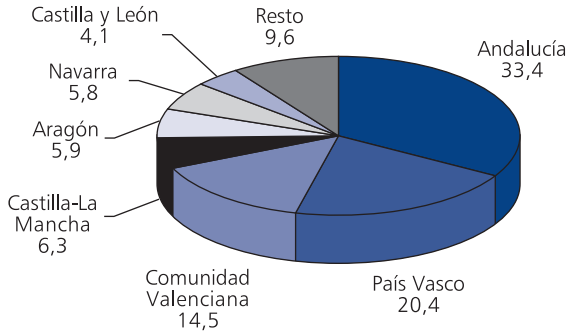
(*) Durante 2011 se han producido numerosas declaraciones de asociación y/o fusión en el sector. Así pues, es muy posible que se produzca algún movimiento corporativo adicional a los descritos.
Fuente: Elaboración propia.

380 sucursales instaladas en 17 provincias españolas a finales de 2010. Sin embargo, en media, el sector se caracteriza por la escasa relación entre el incremento de la red de sucursales y la expansión en otras provincias. Así, varias entidades cooperativas cuentan con una tupida red de sucursales en sus localidades y provincias de origen, sin expectativas a corto plazo de probar suerte en otros territorios. Es el caso de la Caja Rural de Asturias (112 oficinas), de la Caja Rural de Cuenca (83 oficinas) o de la Caixa Popular, caja rural con 58 oficinas instaladas en Valencia.

En otros casos, la diversificación geográfica de la red de oficinas se producirá a través de fusiones de entidades de distintas provincias y regiones, como vía para crecer y así aumentar las posibilidades de financiar proyectos de mayor envergadura, al tiempo que diversifican sus fuentes de ingresos. Sin embargo, su impronta geográfica seguirá siendo importante, e incluso determinante, en las iniciativas de concentración del sector, aunque no en todos los casos.

Desde el punto de vista geográfico, el sector de cooperativas de crédito se encuentra bastante concentrado en torno a dos comunidades autónomas: Andalucía y País Vasco (gráfico 1). Entre las dos reunían el 54 por 100 del volumen total de activos totales medios (ATM) del sector para el año 2010. Diez años antes, en 2000, estas dos comunidades reunían el 47 por 100 de los activos del sector, es decir, Andalucía y País Vasco siguen ganando peso en el sector, gracias a la notable actividad expansiva de las dos grandes entidades cooperativas: Cajamar, caja rural (Almería), y Caja Laboral Popular (Guipúzcoa).

GRÁFICO 1
VOLUMEN DE ACTIVOS TOTALES MEDIOS (ATM) POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS (2010)
(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de UNACC.

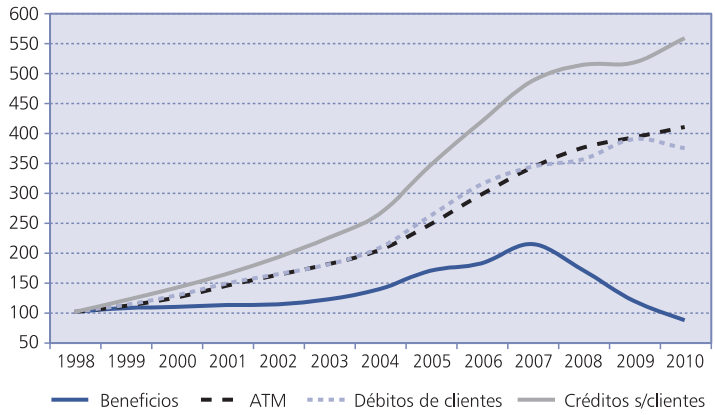
En cuanto a su actividad y público objetivo, desde sus orígenes este tipo de entidades se han caracterizado por prestar apoyo financiero a sus asociados, aunque con posterioridad extendieron su actividad a terceros, no socios, pero priorizando el ámbito rural y local (Palomo y Valor, 2001). Sin embargo, varias entidades del sector llevan muchos años inmersas en ambiciosos procesos de ampliación geográfica de su actividad, incluso con aspiraciones de cobertura nacional. Éste es el caso de Cajamar, caja rural, que se ha convertido en la primera cooperativa de crédito del país, y cuyo grupo cooperativo aspira a concentrar una parte importante del sector. Evidentemente, en la medida en que se ha ido ampliando el ámbito geográfico también se ha extendido la actividad crediticia, pues ya no está vinculada exclusivamente a la financiación del sector agropecuario, ni al colectivo profesional o gremial que las originaron.

Así, la universalización de los productos y servicios que ofrece el sector de cooperativas de crédito se ha hecho cada vez más patente, adaptándose a una sociedad cada vez más terciarizada que se concentra en grandes núcleos urbanos, propiciando la diversificación de las actividades de las cooperativas de crédito, que comenzaron a financiar operaciones distintas a las que se requieren en núcleos rurales, y no sólo a sus socios. Es lo que Palomo y Sanchís (2008) denominan «proceso de desespecialización», que ha espoleado a estas entidades a la diversificación de su negocio con el deseo de incrementar su rentabilidad. No obstante, todas ellas mantienen un fuerte arraigo con sus territorios de origen y continúan financiando de manera preferente a sus asociados.

1. Macromagnitudes del sector de cooperativas de crédito

En primera instancia, entre las partidas del balance y de la cuenta de resultados que sirven para resumir la actividad de toda entidad bancaria destacan: la partida de beneficios, la de activos totales medios (ATM), la de créditos sobre la clientela y la de débitos

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS, ATM, CRÉDITOS SOBRE CLIENTES Y DÉBITOS (BASE 1998)



Fuente: Elaboración propia a partir de UNACC (1998 a 2010).

de clientes. Tomando como año base 1998, se observa que la evolución reciente de estas partidas presenta un perfil bastante dispar.

La evolución de las cuatro magnitudes que se presentan en el gráfico 2 permite observar, como mínimo, tres etapas en el sector:

— *Etapa de crecimiento moderado (1998 a 2004).* Coincide con aquellos años en los que el sector crecía a una tasa anual media acumulativa del 5,5 por 100 en beneficios, de algo más del 12,5 por 100 en ATM y en débitos de clientes, y del 17,5 por 100 en créditos sobre clientes. Durante esta etapa, el crecimiento económico de España era patente y requería la participación de todo tipo de intermediarios bancarios para facilitar su financiación.

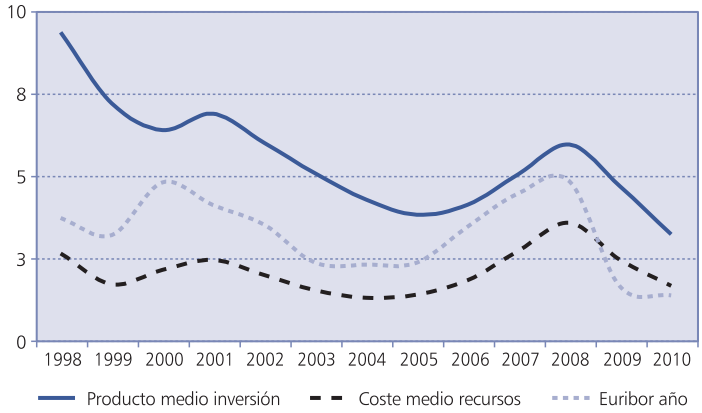
— *Etapa de crecimiento intensivo (2005 a 2007).* En este periodo el sector crece a tasas próximas al 20 por 100 anual, salvo en el año 2005, cuando el volumen de créditos otorgados por el sector se incrementó en un 31 por 100, mientras que los débitos de clientes lo hacían al 26 por 100, al 21 por 100 los ATM y al 23 por 100 los beneficios del sector. Este año fue la culminación de varios años de expansión del crédito, debido al empuje de la demanda interna, a los bajos tipos de interés y a los mínimos que registraba la tasa de morosidad del conjunto de la economía española. En 2006 se consiguen mantener las tasas de crecimiento anuales por encima del 20 por 100 en todas las variables, salvo en beneficios (+7,3 por 100), pero en 2007 la ralentización de los crecimientos comienza a ser una evidencia. Aunque los beneficios repuntaron con respecto al año anterior, se debió más al repunte del margen de explotación que al incremento del margen de intereses, por incremento de la contratación, o de los diferenciales por unidad, o del margen bruto.

— *Etapa de crisis (2008 en adelante).* Lo más característico de esta fase es el drástico descenso de los beneficios, que disminuyen a una tasa anual media acumulativa del 36 por 100. Asimismo, en esta fase se producen los menores crecimientos del sector, tanto en ATM, como en créditos y débitos, en todo el horizonte temporal considerado (1998-2010). Desde el punto de vista macro, en esta fase comenzó la crisis de liquidez, el repunte de la morosidad y la consecuente restricción crediticia.

Por lo que respecta a los epígrafes más importantes de la cuenta de resultados escalar, es decir, los márgenes, como parte del sector bancario, las cooperativas de crédito han experimentado una severa reducción en todos ellos. Así, desciende drásticamente el margen de intereses, especialmente como consecuencia de la reducción de los diferenciales sobre el activo, que ya no se compensan con altos volúmenes de contratación, mientras que el coste de la financiación ha presentado una mayor estabilidad. Así, en el gráfico 3 se presenta la evolución, desde 1998 a 2010, del producto medio de la inversión financiera y del coste medio de los recursos totales. Para construir el producto medio de la inversión financiera del sector de cooperativas de crédito, se ha relacionado el producto financiero de la cuenta de resultados del sector con el volumen de créditos a la clientela, la cartera (negociación y a vencimiento) y la partida de activos financieros en cada uno de los años considerados. Asimismo, para calcular el coste medio de los recursos totales, se ha relacionado la partida de coste financiero con la partida de recursos totales medios (3).

En el gráfico 3 se puede observar cómo la diferencia entre el producto medio por cada euro invertido en créditos, cartera u

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO MEDIO DE LA INVERSIÓN FINANCIERA, DEL COSTE MEDIO DE LOS RECURSOS TOTALES DEL SECTOR DE COOPERATIVAS DE CRÉDITO Y DEL EURIBOR AÑO (1998-2010)



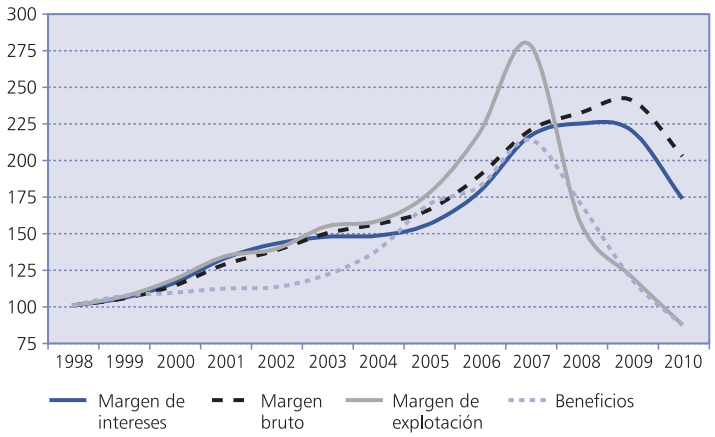
Fuente: Elaboración propia a partir de UNACC (1998 a 2010).

otros activos financieros y el coste medio de cada euro captado en forma de recursos, ya sea de la clientela o del resto de intermediarios, se ha ido estrechando con el paso de los años. Así, mientras que en 1998 esta diferencia se aproximaba a los siete puntos porcentuales, en 2010 el producto medio de la inversión financiera sólo supera en 1,6 puntos porcentuales al coste medio de los recursos captados. Además, en los dos últimos años se constata cómo el sector ha sucumbido al sobrecoste de los recursos, que ha superado ampliamente la media del Euribor año, como consecuencia de la *guerra* por la captación de pasivo, así como por el aumento de los diferenciales en las emisiones de deuda que han tenido que aplicar las entidades para garantizar la colocación del 100 por 100 de los títulos emitidos en los mercados mayoristas (cédulas hipotecarias, deuda subordinada, bonos de titulización…).

Con todo ello, la evolución de los márgenes del sector demuestra la virulencia con la que la crisis ha impactado sobre sus cuentas de resultados (gráfico 4). En concreto, la debacle de resultados se reflejó en los fuertes descensos de márgenes a partir de 2008. De todos ellos, el margen de explotación ha sido el que antes ha caído y, además, con más fuerza, puesto que es el epígrafe de la cuenta de resultados que recoge el impacto de la dotación neta a provisiones. Así, mientras que el margen bruto del sector crecía hasta 2009 (+3,7 por 100 con respecto al año anterior), el margen de explotación y el resultado del ejercicio descendieron bruscamente un año antes, -43,9 por 100 y -20,5 por 100 respectivamente, en 2008 con respecto a 2007. Ya en 2010 ningún margen presentaba un crecimiento positivo, con lo que el resultado del sector de cooperativas de crédito volvería a caer por tercer año consecutivo hasta los 313 millones de euros, un 27 por 100 menos que en 2009, por lo que no se vislumbra una salida próxima de la etapa de crisis anteriormente descrita.

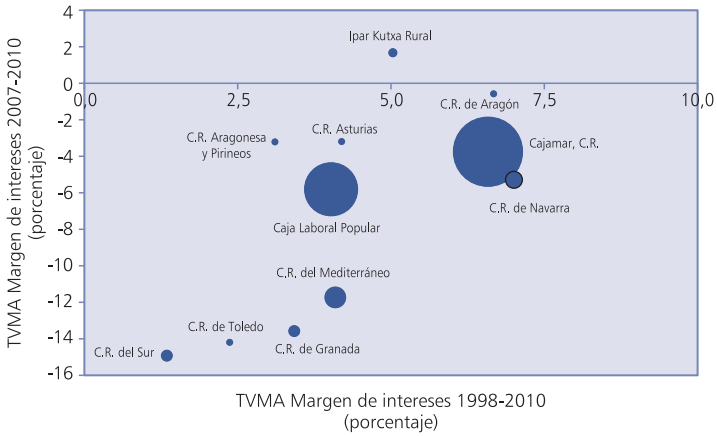
A pesar del descenso del margen unitario en la concesión de créditos en la etapa de crecimiento intensivo, el efecto volúmenes en la concesión de préstamos fue el que hizo posible el

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DEL MARGEN DE INTERESES, BRUTO, EXPLOTACIÓN Y RESULTADOS DEL SECTOR DE COOPERATIVAS DE CRÉDITO ESPAÑOLAS (BASE 1998)



Fuente: Elaboración propia a partir de UNACC (1998 a 2010).

GRÁFICO 5
TASA DE VARIACIÓN MEDIA ACUMULADA DEL MARGEN DE INTERESES DE LAS ENTIDADES MÁS IMPORTANTES DEL SECTOR (ATM > 2.000 MILL. €) (*)



(*) El diámetro de cada burbuja está relacionado con el volumen de ATMs de cada entidad.
Fuente: Elaboración propia a partir de UNACC (1998 a 2010).

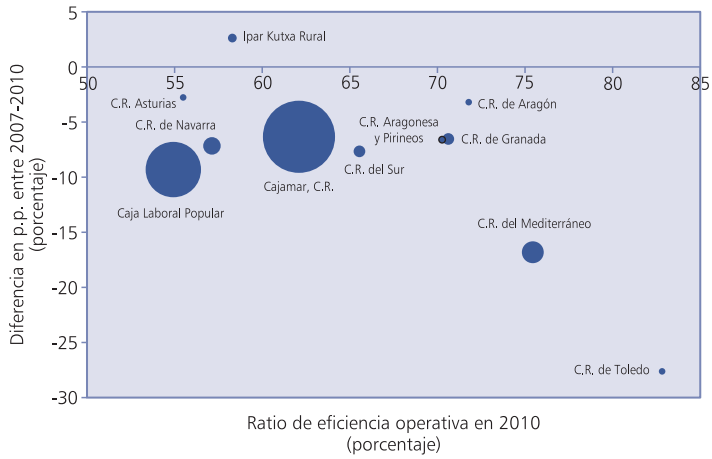
crecimiento del producto financiero y, por ende, del margen de intereses. Así, el alto volumen de préstamos que se concedieron desde 2005 a 2007 generó la duplicación del resultado del sector en sólo ocho años, desde 1998 hasta 2007. Sin embargo, en la fase de crisis, desde 2008 hasta hoy, sólo seis cooperativas de crédito registraban una tasa de variación media acumulada positiva en su margen de intereses (gráfico 5).

El resto de las cooperativas, grandes y pequeñas, a pesar de haber mejorado su margen de intereses en el periodo 1998 a 2010, no han podido escapar al descenso de esta magnitud durante los años de la crisis. En media, el conjunto del sector, contabilizó un incremento medio anual del 4,7 por 100 en el margen de intereses desde 1998 a 2010, aunque en los últimos tres años la corrección por la crisis le ha supuesto una merma media anual del 7 por 100.

Por lo que respecta al margen de explotación, la importancia de la dotación neta de provisiones, a partir de 2008, es la que ha provocado la caída de los resultados del sector a niveles anteriores a 1998, resultando imposible que en la situación actual el margen de intereses y el margen bruto, con la ayuda de las comisiones, contenga dicha caída. Este hecho ha provocado que la ratio de eficiencia operativa (4) haya ascendido a niveles muy superiores a 1998. Así, si durante más de una década la ratio de eficiencia del sector se ha mantenido en torno al 60 por 100, con un mínimo en 2005 del 55,5 por 100, a finales de 2010 la eficiencia global del sector se sitúa en el 64,8 por 100, es decir, casi diez puntos porcentuales superior a la que se registraba en 2007. La causa hay que buscarla en el deterioro que han experimentado todos los márgenes del sector, así como en el incremento de la partida de gastos de explotación, debido a la menor sensibilidad de esta partida para disminuir su montante con motivo de la crisis.

El gráfico 6 muestra la ratio de eficiencia operativa de las cooperativas de crédito con más de 2.000 millones de activos totales

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE EFICIENCIA OPERATIVA DE LAS ENTIDADES MÁS IMPORTANTES DEL SECTOR (ATM > 2.000 MILL. €)



Fuente: Elaboración propia a partir de UNACC (2007 y 2010).

medios (ATM), así como la diferencia en puntos porcentuales con la correspondiente ratio de 2007, es decir, previa a la crisis financiera. A este respecto, al igual que ocurre con el resto del sector, las cooperativas de crédito más grandes, con más de 2.000 millones de ATM, han empeorado considerablemente su ratio de eficiencia en los últimos tres años analizados. Así, sólo seis entidades han conseguido mejorar su ratio de 2007 y de éstas sólo una es de tamaño considerable.

El *empeoramiento* de la ratio de eficiencia del sector entre 1998 y 2002 está, en parte, motivado por el deseo de expansión de las entidades más importantes dentro de éste (Belmonte, 2007), y ha dado paso a una fase de deterioro de la eficiencia que exigirá la optimización y la reducción de parte de la red instalada.

III. NUEVOS YACIMIENTOS DE NEGOCIO Y POSIBLES ESTRATEGIAS DEL SECTOR

Como cualquier otro intermediario bancario, las cooperativas de crédito tendrán que afrontar su futuro más próximo con ciertas garantías en la estabilidad de sus resultados. Para ello, la apuesta más clara se encuentra en la diversificación y el incremento de los ingresos con el máximo aprovechamiento de la capacidad instalada, toda vez que ya no es posible incrementar los beneficios con una estrategia intensiva en la concesión de hipotecas con escasos diferenciales.

La breve *radiografía* del sector que se ha planteado en el apartado anterior deja poco margen de maniobra para afrontar los meses, o años, que quedan de crisis. Así, en la medida en que se consigan crecimientos significativos de la actividad económica que generen oportunidades de inversión y de empleo, la vuelta a una fase de crecimiento del crédito y de los márgenes será posible. Mientras el retorno de la fase expansiva se hace esperar, no queda más remedio que apostar por una estrategia prudente, austera, que contemple el *adelgazamiento* de la estructura y el reparto de costes entre las cooperativas de crédito de un mismo grupo para adecuarlas al negocio que actualmente gestionan, y que dista sobremanera del que se generaba en la fase de crecimiento intensivo (2005-2007).

En concreto, a pesar de la situación de incertidumbre financiera de los últimos años, es muy posible que la estrategia de negocio de las entidades bancarias contemple algunas de las siguientes acciones:

1) *Elevación del margen de intereses.* Es la magnitud principal de la cuenta de resultados de toda entidad bancaria. Como sabemos, recoge la diferencia entre el producto financiero, fundamentalmente intereses procedentes de la concesión de créditos y préstamos, y los gastos financieros, que están representados en gran medida por los intereses satisfechos en la captación de depósitos y el resto de la financiación mayorista. Puesto que el margen de intereses se obtiene a partir de la diferencia entre otras dos variables, el producto financiero y el coste financiero, la elevación de aquél supondrá a su vez:

— El encarecimiento del crédito. Aunque a corto plazo no lleguen a materializarse las subidas previstas en la principal referencia del mercado hipotecario, el Euribor, la mayoría de las entidades han revisado al alza sus diferenciales sobre créditos, en todos sus plazos y en cualquiera que sean sus canales de distribución. Así, si en el año 2005 resultaba fácil contratar una hipoteca a Euribor más cincuenta puntos básicos, en la actualidad esta posibilidad casi ha desaparecido. Los diferenciales mantendrán su senda alcista en los próximos meses, sin que ello tenga que suponer una reducción de la dependencia del crédito por parte de las empresas (Carbó y López, 2009) y del resto de la clientela.

— Reducción de extratipos en la captación de depósitos de la clientela. La necesidad de captar pasivo sigue siendo muy acuciante en todo el sector. Sin embargo, es previsible que el Real Decreto 771/2011 (5) ayude a relajar los extratipos que ofrecían la mayoría de entidades para captar depósitos o para contrarrestar la oferta de sus competidores, si bien la llamada «guerra de los depósitos» se ha manifestado como un fenómeno intermitente, dadas las importantes restricciones de liquidez que afronta el sector. La reducción de los extratipos sobre depósitos de clientes será posible en la medida en que se frene el acoso de los especuladores en los mercados de deuda y fluyan los recursos hacia las entidades que emiten deuda en los mercados mayoristas.

Por entidades, existe margen de mejora en muchas de ellas, pues captan sus recursos a un coste superior al de la media del sector, y obtienen un rendimiento inferior en sus inversiones financieras. En todo caso, existe una gran variabilidad por tipos de entidades (véase el cuadro A.1 del anexo).

2) *Incremento del margen bruto.* Para salvaguardar la esta-

bilidad de los beneficios, no sólo se hará hincapié en incrementar el margen financiero, sino que también se incrementará la partida de comisiones percibidas, pues se tratará de compensar la disminución de las comisiones por la contratación de productos de activo (comisiones de apertura, en muchos casos) mediante el cobro de nuevas comisiones por unos servicios bancarios que anteriormente se prestaban de forma gratuita. Asimismo, se subirán las comisiones que ya se cobraban antes de la crisis. Es el caso de las correspondientes a la utilización de medios de pago, el mantenimiento de cuenta, la disposición de efectivo en cajeros y la emisión de transferencias por Internet, por citar algunas.

3) *Reducción de los gastos de estructura.* Al igual que está haciendo el resto de intermediarios bancarios, las cooperativas de crédito avanzan sin pausa hacia la reducción de su estructura, aunque ésta no se encuentra tan sobredimensionada como en el caso de las cajas de ahorros (véase el gráfico 7). En este sentido, es lógico pensar que la plantilla y la red de sucursales no es acorde al volumen de negocio gestionado y, lo que es más importante, no se prevé que la carga de trabajo se incremente en un futuro próximo.

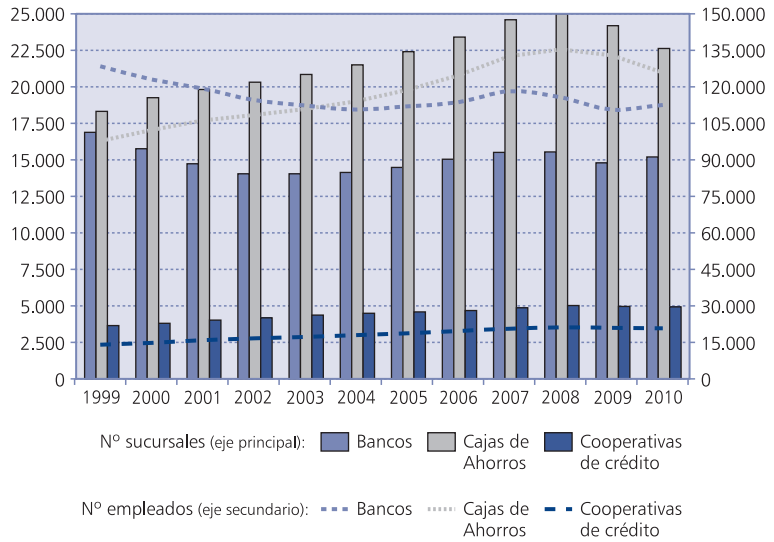
Así pues, es preceptivo un recorte importante en la partida de gastos de explotación. Además, es de esperar que se produzcan nuevos episodios de concentración del sector, bien sea mediante la cooperación a través de la fórmula del SIP o mediante la fusión pura. En este sentido, en 2010 se han producido dos fusiones en el sector. Por un lado, la fusión por absorción de Caja Rural de Baleares por Cajamar, y por otro, la de Caja Rural de la Roda por la Caja Rural de Albacete. Sin embargo, no es previsible que la reestructuración del sector de cooperativas de crédito vaya a ser tan profunda como la de las cajas de ahorros, cuya reducción en su estructura puede alcanzar el 20 por 100 a medio plazo, y ello por varias razones:

— El poco solapamiento de la red de sucursales de las cooperativas de crédito, puesto que hasta hace pocos años imperaba un pacto tácito de no agresión entre las cajas rurales del sector (Belmonte y Cortés, 2010), que evitaban instalarse en el ámbito de otra cooperativa de crédito. Así, aunque este pacto ha quedado en desuso para algunas entidades, aún no hay un riesgo importante de solapamiento en la mayoría de provincias españolas.

— El sector de cooperativas no necesita realizar un severo plan de recapitalización para cubrir los nuevos mínimos de solvencia. En este sentido, mientras que a las cajas de ahorros se les exige un coeficiente de solvencia mínimo del 10 por 100, al sector bancario y a las cooperativas de crédito se les exige el 8 por 100.

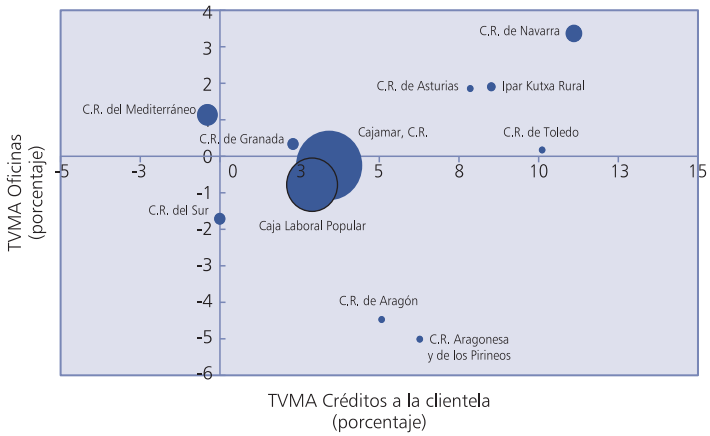
A pesar de que no se anticipa una severa reducción de la red en las cooperativas de crédito españolas, resulta lógico pensar que la contracción generalizada del crédito, especialmente del vinculado a la actividad inmobiliaria, tendrá una incidencia especial en aquellas entidades que más incrementaron su red de negocio en las etapas de crecimiento moderado e intensivo. En el gráfico 8 se presenta un detalle de la tasa de variación media acumulada del crédito (eje de abscisas) y de las oficinas (eje de ordenadas), desde 2007 a 2010, para las entidades más importantes del sector. A la vista de este gráfico, se observa cómo algunas de las entidades más importantes del sector ya han iniciado la dis-

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE SUCURSALES Y DE EMPLEADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO



Fuente: Elaboración propia a partir del Boletín Estadístico del Banco de España.

GRÁFICO 8
TASA DE VARIACIÓN MEDIA ACUMULADA DEL CRÉDITO Y DEL NÚMERO DE OFICINAS DE LAS ENTIDADES MÁS IMPORTANTES DEL SECTOR (ATM > 2.000 MILL. €)



Fuente: Elaboración propia a partir del Anuario de la UNACC.

minución de red de sucursales. En este sentido, es muy posible que la reducción de la red de algunas de las entidades consideradas obedezca a la reorganización de sucursales que va a preceder a la puesta en marcha de futuros procesos de concentración, algunos de ellos ya anunciados.

4) *Fortalecimiento del negocio fundacional.* En la fase de crisis en la que se encuentra el sector, resultará especialmente importante el apego de este tipo de entidades a su negocio fundacional, es decir, a aquel que originó su actividad financiera, ya sea el campo para las cajas rurales o las agrupaciones profesionales y empresariales en el caso de las cajas laborales y populares. Así, es más que posible que el sector reconquiste la parte de cuota de mercado que cedieron al resto de intermediarios financieros cuando consideraron apropiado iniciar la diversificación de su negocio y optaron, por ejemplo, por la financiación del sector inmobiliario. Ahora es un buen momento para apelar a la relación entre el poder de mercado de las entidades bancarias y su capacidad para disfrutar de márgenes adecuados (Carbó y Rodríguez, 2007). En este sentido, hay que destacar que la ventaja competitiva del sector de cooperativas de crédito es un hecho en municipios eminentemente rurales, agrícolas y poco poblados (Cortés y Belmonte, 2010), que pueden constituir un buen refugio para salvaguardar los márgenes, financiando proyectos escasamente vinculados al *ladrillo*.

5) *Desapalancamiento a corto plazo.* Debido a la dificultad de obtener liquidez, el sector de cooperativas de crédito, como ocurre con el resto del sistema bancario, ha optado por restringir el crédito, observándose una reducción paulatina en la diferencia entre los créditos y los depósitos en los años de crisis. En concreto, en 1999 esta diferencia se situaba en el 78,5 por 100, es decir, el sector prestaba a clientes algo más de tres de cada cuatro euros que captaba en forma de depósitos. En el primer año de crisis (2008), dicha tasa ascendía al 106 por 100, nivel máximo en la historia del sector. Sin embargo, al cierre de 2010 la situación era bien distinta, ya que esta ratio se sitúa en el 101 por 100, según los balances de la UNACC para esos años (6).

El detalle por entidades ofrece un perfil bastante heterogéneo. Así, estableciendo como umbral la tasa de cobertura media del sector (101 por 100), 18 entidades superan esa cota, por lo que podrían encontrarse más presionadas para obtener liquidez, mientras que 59 de ellas presentan una ratio de créditos a la clientela sobre depósitos inferior a la media sectorial. Además, se constata que aquellas entidades que mejor han controlado su tasa de cobertura son las que mejor coste medio de sus recursos presentan, al tiempo que han obtenido un mayor rendimiento medio por sus inversiones. Por ello, a corto plazo, la estrategia de las entidades con mayor diferencia debe consistir en equilibrar su tasa de cobertura sin *extratipar* la captación de pasivo minorista, esperar a que pase la tormenta en los mercados de deuda para poder colocar sus emisiones mayoristas a un coste apropiado e intentar reducir la inversión, especialmente la menos rentable. Para algunas cooperativas la ecuación se presenta muy complicada, pues en la inversión crediticia predominan plazos de amortización muy elevados, mientras que los depósitos minoristas suelen rotar en el balance, en media, en periodos inferiores a un año.

7) *Intensificación de los nuevos canales de negocio.* Con objeto de sacarle el máximo partido a la capacidad instalada, una

buena estrategia de negocio consiste en intensificar un modelo de distribución híbrido, combinando la utilización de la red de sucursales con los nuevos canales de distribución, como Internet. De esta manera, no se pierde la relación con el cliente y se aprovechan los bajos costes y la escalabilidad del negocio que supondrá hacer banca por Internet (Arnold y Van Ewijk, 2011). Esta medida será vital para intentar mejorar el margen de explotación por la vía de la reducción de costes operativos.

Asimismo, esta estrategia es bastante asumible para las entidades asociadas al Grupo Caja Rural, pues pueden compartir plataforma tecnológica, de seguros y servicios financieros especializados a través de las tres empresas dependientes del Grupo: Rural Servicios Informáticos, Rural Grupo Asegurador y Banco Cooperativo Español. Sin embargo, en otros casos, esta estrategia puede servir de incentivo para aquellas entidades que todavía no se han posicionado en la elección de un SIP y no han desarrollado una plataforma tecnológica capaz de soportar un modelo de distribución híbrido, ya que la pertenencia a estas agrupaciones suele contemplar la creación de una plataforma tecnológica única para el grupo.

Lo que parece claro es que el sector de cooperativas de crédito no puede vivir de espaldas a los nuevos canales de distribución, a la contratación de operaciones bursátiles vía Internet, a la intermediación en fondos de inversión o al crecimiento del parque de tarjetas de crédito, de débito, de TPV y de cajeros automáticos.

IV. CONCLUSIONES

Como parte del sistema bancario, el sector de cooperativas de crédito español no está siendo ajeno a la crisis financiera internacional y a las severas consecuencias que está teniendo para la economía nacional. Dada su heterogeneidad en cuanto a estrategia y dimensión, la respuesta que están adoptando estas entidades frente a la crisis recorre un amplio abanico de posibilidades. Sin embargo, lo que está caracterizando al sector en los últimos años es la reactivación de los procesos de concentración, ya sea mediante fusión por absorción, ya por asociación a un SIP o incluso por establecer alianzas internacionales.

Todo parece indicar que el deseo por ganar dimensión, por diversificar los riesgos y por incrementar las posibilidades de obtención de liquidez en los mercados mayoristas es una prioridad impuesta como respuesta a la crisis. Sin embargo, de cara al futuro, al igual que se está planteando en el resto de Europa, los nuevos grupos cooperativos que surjan en España tendrán que seguir *mimando* dos de sus pilares fundamentales: la prestación de servicios a sus asociados (sector primario, colectivos profesionales y PYME) y hacer valer su ventaja comparativa y la solidez de sus cuotas de mercado en sus localidades de influencia, algo olvidadas en la fase de crecimiento intensivo del sector.

No obstante, la mera ganancia de dimensión, la prestación de servicios en más provincias y el refugio que les proporcionan sus territorios fundacionales y sus asociados no serán suficientes para garantizar el crecimiento del sector, ni el de la mayoría de las entidades que lo conforman. El objetivo no puede ser el tamaño por el tamaño, sino la solidez del negocio y la rentabilidad de las cooperativas de crédito. Así pues, habrá que crecer diversificando los ingresos, rentabilizando las inversiones, estabilizando la cuenta de resultados y atenuando los riesgos que consumen capital, evitando dilapidar el margen de explotación dotando provisiones.

En cuanto a la estrategia más probable del sector, en primer lugar, es muy posible que la mayoría de entidades se hayan percatado de la necesidad de adecuar los márgenes de contratación del activo a su coste de captación de recursos, en sus diferentes plazos. Por esta razón, se prevé que se incrementen los diferenciales del activo, al tiempo que intentarán obtener financiación a más largo plazo y a un coste adecuado. Asimismo, se propone que estas entidades fortalezcan los vínculos con el negocio fundacional, es decir, con aquellas actividades que posibilitaron su nacimiento como cooperativas de crédito. También será necesario evitar la presión por la captación de recursos reduciendo el alto grado de apalancamiento de algunas entidades del sector, pues las deja a merced de los especuladores de los mercados de deuda, al tener que asumir elevados costes por la colocación de sus emisiones mayoristas. Por último, a corto plazo, parece conveniente que se proceda a una decidida reducción de los gastos de estructura, optimizando aún más la red de sucursales y la plantilla para adecuarlas al negocio que actualmente gestionan, sin olvidar las posibles ventajas en costes que podría suponer una fusión o la participación en un SIP. Junto con una clara apuesta por los nuevos canales de distribución, es seguro que se conseguirán mejores ratios de eficiencia, en este caso por la única vía que ofrece garantías: la reducción de costes.

NOTAS

(1) A su vez, los SIP pueden clasificarse como «reforzados» o «normativos», dependiendo del grado de compromiso, de solidaridad, de sus miembros. Para el SIP reforzado, el regulador exige que sus entidades participantes comprometan, al menos, el 40 por 100 de los recursos propios computables. Por el contrario, en el SIP normativo no hay obligación de comprometer ni beneficios ni el resto de recursos propios, aunque sí se contemplan mecanismos de garantía mutua en solvencia y liquidez.

(2) El índice de Herfindahl-Hirschman se utiliza como medida para de la concentración en los mercados bancarios (Belmonte y Cortés, 2010; Mercieca *et al.*, 2009; Alegría y Schaeck, 2008), por lo que se ha considerado oportuno aplicarlo para estudiar la dispersión de la red de sucursales de las cooperativas de crédito.

(3) En 2010, debido a un cambio en la estructura de la presentación de los balances públicos individuales en el *Anuario* de la UNACC, ya no se dispone de la partida agregada de recursos totales medios, entre otros cambios. Por ello, para ese año se ha considerado como inversión financiera la partida de inversión crediticia, la cartera (negociación y a vencimiento), los activos financieros disponibles para la venta y otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias. Asimismo, se ha considerado como recursos totales la partida de pasivos financieros a coste amortizado.

(4) La ratio de eficiencia operativa se ha construido a partir de la relación entre las partidas de gastos de explotación y la correspondiente al margen ordinario. Así, un incremento de esta ratio se interpreta como un dato negativo, puesto que supone un incremento del consumo de margen ordinario para cubrir gastos de explotación.

(5) Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, por el que se modifican el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito (*BOE* número 133, del 4 de junio de 2011).

(6) Con los datos suministrados por el *Boletín Estadístico* del Banco de España, el cálculo de la tasa de cobertura de créditos a otros sectores residentes, frente a pasivos de ese mismo colectivo, indica que en 1999 dicha tasa se situaba en el 81 por 100, mientras que en 2010 ascendía al 106 por 100.

BIBLIOGRAFÍA

Alegría, C., y Schaeck, K. (2008), «On measuring concentration in banking systems», *Finance Research Letters*, 5 (1): 59-67.

Arnold, I. J. M., y Van Ewijk, S. E. (2011), «Can pure play internet banking survive the credit crisis?», *Journal of Banking & Finance*, 35 (4): 783-793.

Ayadi, R.; Llewellyn, D.T.; Schmidt, R.H.; Arbak, E., y De Groen, W. (2011), *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe*, Centre for European Policy Studies, Bruselas.

Banco De España (2011), *Boletín Estadístico,* disponible en. www.bde.es.

Belmonte, L. J. (2007), *El sector de cooperativas de crédito en España. Un estudio por Comunidades Autónomas*, Consejo Económico y Social de Andalucía, Colección Premio de Investigación, Sevilla.

— (2011), «La concentración del sector de cooperativas de crédito españolas: similitudes con otros modelos europeos», *Mediterráneo Económico*, 19: 289-306.

Belmonte, L. J., y Cortés, F. J. (2010), «La concentración del sector de cooperativas de crédito en España», *CIRIEC-España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 68: 223-246.

Carbó, S., y López, R. (2009), «Bank-lending channel and non-financial firms: evidence for Spain», *Spanish Economic Review*, 11 (2): 125-140.

Carbó, S., y Rodríguez, F. (2007), «The determinants of bank margins in European banking», *Journal of Banking and Finance*, 31: 2043-2063.

Cortés, F. J., y Belmonte, L. J. (2010), «La base social de las cooperativas de crédito. La importancia de la responsabilidad social corporativa», *Revista de Estudios Empresariales,* segunda época, 2: 35-53.

Davis, K. (2005), «Credit union and demutualisation», *Managerial Finance*, 31 (11): 6- 25.

Groeneveld, J. M., y De Vries, B. (2009), «European co-operative banks: first lessons from the subprime crisis», *Working Paper*, Rabobank.

Melián, A.; Palomo, R. J.; Sanchis, J. R., y Soler, F. (2006), «La investigación en materia de cooperativas de crédito y de grupos cooperativos», *CIRIEC-España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 56: 25-64.

Mercieca, S.; Schaeck, K., y Wolfe, S. (2009), «Bank market structure, competition, and SME financing relationships in european regions», *Journal of Financial Services Research*, 36 (2-3): 137-155.

Mozas, A. (2004), «La violación del modelo de gestión democrático en las cooperativas oleícolas», *CIRIEC-España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 48: 167-191.

Palomo, R. (2000), *Pasado, presente y futuro de la banca cooperativa en España,* CIRIEC-España, Valencia.

Palomo, R., y Sanchis, J. R. (2008), «Un análisis del crédito cooperativo en España: situación actual, expansión territorial y proyección estratégica», *Estudios de Economía Aplicada*, 26 (1): 89-132.

Palomo, R., y Valor, C. (2001), *Banca cooperativa. Entorno financiero y proyección social*, UNACC, Madrid.

Spear, R. (2004), «El gobierno democrático en las organizaciones cooperativas», *CIRIEC-España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, (48): 11-30.

Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (1998 a 2010), *Anuario de las Cajas Rurales, Populares y Profesionales*, Servicio de Estudios de la UNACC, Madrid.

Xiao, Y. (2009), «French banks amid the global financial crisis», *Working Papers,* número 09/201, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.

ANEXO

CUADRO A.1

MAGNITUDES DE LAS ENTIDADES DEL SECTOR DE COOPERATIVAS DE CRÉDITO. AÑO 2010

ENTIDAD	SEDE SOCIAL	ACTIVO TOTAL (mill. €)	IMPLANTACIÓN				NEGOCIO Y MÁRGENES					EFICIENCIA	
			Prov. con presencia	Oficinas totales	HHI (1)	Δ IHH 1999-2010	Cobertura Créd./Dep. clientes	B.º (mill. €)	Δ Marg. Explotación '07-'10	Producto medio inversión	Coste medio recursos	Ratio 2010 (2)	Var. p.p. '07-'10
Cajamar, Caja Rural	Almería	28.340	38	935	0,133	▼	117,0%	34,8	-68,4%	3,3%	1,8%	62,1%	-6,3
C. Laboral Popular	Guipúzcoa	20.998	17	380	0,136	▼	86,3%	49,9	-79,5%	2,3%	1,0%	54,9%	-9,3
C. R. del Mediterránea - Ruralcaja	Valencia	8.635	6	509	0,327	▼	120,6%	4,6	-92,5%	3,7%	2,0%	75,4%	-16,8
C. R. de Navarra	Navarra	7.281	5	243	0,381	▼	119,0%	32,1	-47,1%	2,6%	1,5%	57,1%	-7,2
C. R. de Granada	Granada	4.701	4	198	0,894	▼	95,7%	15,2	-85,0%	3,7%	2,2%	70,6%	-6,5
C. R. del Sur	Sevilla	4.528	6	283	0,364	▼	95,9%	17,9	-66,7%	5,7%	1,9%	65,6%	-7,6
Ipar Kutxa Rural	Vizcaya	3.567	3	91	0,648	▼	82,8%	12,1	-46,6%	2,8%	1,4%	58,3%	2,6
C. R. de Toledo	Toledo	3.160	4	194	0,686	▼	92,8%	6,8	-73,1%	3,0%	1,4%	82,8%	-27,6
C. R. Aragonesa y Pirineos	Huesca	2.971	7	197	0,405	▼	105,7%	7,2	-65,3%	3,7%	1,9%	70,3%	-6,6
C. R. de Asturias	Asturias	2.900	1	112	1,000	◀▶	98,7%	13,4	-54,0%	3,1%	1,3%	55,5%	-2,8
C. R. de Aragón	Zaragoza	2.828	4	138	0,677	▼	128,3%	6,1	-76,2%	3,3%	1,9%	71,8%	-3,2
C. R. de Jaén	Jaén	1.899	3	147	0,921	▼	86,4%	8,6	-44,4%	3,9%	1,9%	72,2%	-10,0
C. de Ingenieros	Barcelona	1.768	5	14	0,378	▼	102,8%	5,0	-29,1%	2,6%	1,3%	88,8%	-12,2
C. R. de Albacete	Albacete	1.741	2	77	0,902	▼	84,6%	7,3	-45,0%	3,5%	1,7%	67,4%	-11,2
C. R. de Ciudad Real	Ciudad Real	1.709	2	110	0,982	▼	101,8%	10,4	-55,2%	3,5%	1,2%	56,9%	-6,6
C. R. de Zamora	Zamora	1.659	5	87	0,650	▼	99,1%	8,5	-57,8%	3,4%	1,9%	53,2%	-11,0
C. R. de Tenerife	Tenerife	1.343	3	83	0,767	▼	107,1%	3,1	-77,5%	4,3%	2,2%	65,4%	-6,5
C. R. de Córdoba	Córdoba	1.292	3	102	0,888	▼	89,4%	3,6	-112,3%	4,1%	2,2%	66,7%	-14,2
C. R. de Teruel	Teruel	1.252	3	76	0,899	▼	118,7%	3,8	-53,2%	3,5%	2,0%	52,1%	5,9
C. R. de Canarias	Las Palmas	1.233	2	69	0,644	▼	95,0%	2,4	-45,1%	4,2%	1,9%	75,8%	-11,9
C. R. de Soria	Soria	1.206	6	53	0,508	▼	96,5%	3,1	-67,2%	2,9%	1,6%	73,1%	-16,7
C. R. de Extremadura	Badajoz	1.188	3	111	0,679	▼	92,0%	4,8	-60,4%	4,2%	2,2%	64,8%	-7,5
Caja Campo, Caja Rural	Valencia	1.179	3	78	0,671	▼	97,3%	2,7	-58,0%	3,5%	1,8%	77,2%	-14,7
C. R. de Burgos	Burgos	1.122	4	74	0,716	▼	92,8%	3,9	-53,2%	3,6%	1,4%	51,6%	6,0
C. R. Central de Orihuela	Alicante	1.012	2	72	0,556	▼	106,1%	2,3	-63,1%	4,2%	2,2%	72,0%	-9,9
C. R. de Cuenca	Cuenca	959	1	83	1,000	◀▶	70,3%	7,2	-41,1%	3,1%	0,9%	67,5%	-16,5
C. de Arquitectos	Barcelona	925	22	26	0,050	▼	75,2%	4,1	-49,8%	3,7%	1,0%	62,9%	-5,6
C. R. Caixa Popular	Valencia	831	1	58	1,000	◀▶	88,3%	1,3	-81,3%	4,4%	2,0%	62,8%	-6,0
C. R. de Almendralejo	Badajoz	768	2	51	0,889	▼	61,1%	4,8	-18,1%	3,9%	1,9%	50,6%	4,5
C. R. de Salamanca	Salamanca	703	2	73	0,872	▼	98,2%	3,9	-51,7%	2,9%	0,9%	71,7%	-12,8
C. R. de Torrent	Valencia	689	1	37	1,000	◀▶	95,2%	0,1	-97,5%	3,4%	2,0%	107,7%	-43,4
C. R. Credit Valencia	Valencia	591	2	34	0,889	▼	99,4%	0,7	-89,8%	3,4%	1,8%	84,4%	-25,2
C. R. Galega	Lugo	513	4	44	0,585	▼	–	2,0	-48,6%	3,3%	489,8%	70,2%	-7,2
C. R. Castellón	Castellón	484	1	20	1,000	◀▶	99,8%	0,4	-57,6%	3,1%	1,7%	70,8%	-11,3
C. R. de Gijón	Asturias	366	1	10	1,000	◀▶	97,7%	1,0	-63,0%	3,2%	1,7%	62,3%	-11,7
C. R. de Villarreal	Castellón	385	1	9	1,000	◀▶	83,8%	0,6	-72,4%	3,3%	1,3%	67,7%	-12,1
C. R. de Guissona	Lleida	350	2	3	0,556	▼	51,4%	3,1	3,6%	2,7%	1,4%	30,6%	-1,6
C. R. la Vall «S. Isidro»	Castellón	311	1	7	1,000	◀▶	105,5%	1,5	-64,8%	4,0%	1,9%	68,0%	-22,1
C. R. Altea	Alicante	238	1	17	1,000	◀▶	91,9%	0,5	-70,4%	4,5%	1,5%	84,5%	-9,9
C. R. de Segovia	Segovia	236	1	28	1,000	◀▶	81,4%	0,6	-46,5%	3,5%	1,3%	78,3%	-6,0

(1) La expresión del índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) es $HH_j = \sum_{i=1}^{n} \left(\frac{N_i}{N}\right)$, donde:

- N_i es el número de oficinas de la entidad j en cada provincia donde al menos hay instalada una oficina bancaria.
- N es el número total de sucursales que tiene la entidad j.
- i es el número de provincias en las que tiene implantación la cooperativa.
- j representa cada una de las cooperativas de crédito objeto de análisis en el año considerado.

ANEXO *(continuación)*

CUADRO A.1

MAGNITUDES DE LAS ENTIDADES DEL SECTOR DE COOPERATIVAS DE CRÉDITO. AÑO 2010

			IMPLANTACIÓN				*NEGOCIO Y MÁRGENES*					*EFICIENCIA*	
ENTIDAD	*SEDE SOCIAL*	*ACTIVO TOTAL (mill. €)*	*Prov. con presencia*	*Oficinas totales*	*HHI (1)*	*Δ IHH 1999-2010*	*Cobertura Créd./Dep. clientes*	*B.º (mill. €)*	*Δ Marg. Explotación '07-'10*	*Producto medio inversión*	*Coste medio recursos*	*Ratio 2010 (2)*	*Var. p.p. '07-'10*
C. R. Regional	Murcia	231	1	12	1,000	◄►	65,9%	0,8	-59,5%	3,8%	2,1%	77,5%	-18,6
C. R. de Burriana	Castellón	214	1	4	1,000	◄►	90,9%	0,8	-76,5%	3,2%	1,7%	77,7%	-30,4
C. R. de Onda	Castellón	208	1	6	1,000	◄►	95,0%	0,4	-81,3%	2,8%	1,5%	76,9%	-34,8
C. R. de Algemesí	Valencia	207	1	7	1,000	◄►	102,1%	0,2	-92,2%	3,4%	1,8%	79,9%	-26,0
C. R. de Almassora	Castellón	191	1	4	1,000	◄►	70,9%	1,7	-44,3%	3,5%	1,7%	52,5%	-14,9
C. R. de Alcora	Castellón	180	1	3	1,000	◄►	37,8%	1,5	-7,4%	3,2%	1,5%	45,7%	-1,7
C. R. Callosa d'en Sarriá	Alicante	175	1	12	1,000	◄►	95,9%	0,2	-83,9%	3,6%	1,8%	82,7%	-18,2
C. R. de Benicarló	Castellón	172	1	5	1,000	◄►	93,0%	0,7	-79,5%	3,3%	1,6%	67,5%	-24,3
C. R. de Nules	Castellón	172	1	4	1,000	◄►	105,1%	0,1	-95,3%	3,3%	2,2%	108,1%	-36,1
C. R. de L'alcudia	Valencia	156	1	3	1,000	◄►	86,6%	0,9	-46,2%	3,6%	1,9%	62,5%	-16,5
C. R. C. Crédito de Petrel	Alicante	150	1	10	1,000	◄►	87,9%	0,4	-73,0%	3,4%	1,1%	81,8%	-21,5
C. R. Vinarós	Castellón	128	1	1	1,000	◄►	96,8%	0,5	-51,0%	3,9%	1,7%	59,5%	1,5
C. R. S. V. F. de Vall de Uxó	Castellón	126	1	4	1,000	◄►	105,7%	0,1	-82,2%	3,9%	2,2%	73,8%	-22,0
C. R. de Utrera	Sevilla	124	1	5	1,000	◄►	84,2%	0,6	-58,7%	3,7%	1,7%	72,4%	-17,9
C. R. de Alquerías del Niño Perdido	Castellón	122	1	1	1,000	◄►	128,0%	0,1	-92,9%	3,1%	2,0%	71,8%	-36,5
C. R. de Cheste	Valencia	113	1	5	1,000	◄►	80,5%	0,2	-82,4%	3,2%	1,8%	84,7%	-30,7
C. R. de Alginet	Valencia	99	1	3	1,000	◄►	87,4%	0,3	-73,4%	3,5%	1,7%	73,0%	-23,9
C. R. de Mota del Cuervo	Cuenca	88	1	1	1,000	◄►	92,1%	0,4	-55,8%	3,5%	1,8%	57,8%	-16,8
C. R. de Betxi	Castellón	79	1	2	1,000	◄►	91,7%	0,4	-56,2%	3,6%	1,6%	53,7%	-1,0
C. R. de Albal	Valencia	70	1	2	1,000	◄►	81,0%	0,2	-67,4%	3,2%	1,3%	68,8%	-12,6
Caja de Crédito Cooperativo	Madrid	67	1	1	1,000	◄►	59,0%	-1,6	-759,4%	2,2%	2,0%	492,5%	-343,9
C. R. de Baena	Córdoba	57	1	2	1,000	◄►	74,4%	0,3	-66,8%	3,6%	1,5%	60,6%	-18,8
C. R. de Villar	Valencia	57	1	2	1,000	◄►	61,0%	0,3	-49,1%	3,4%	1,3%	69,2%	-13,5
C. R. de Turis	Valencia	58	1	2	1,000	◄►	90,8%	0,1	-78,7%	3,1%	1,5%	95,4%	-44,1
C. R. de Cañete Torres	Córdoba	51	1	1	1,000	◄►	60,7%	0,3	-48,4%	3,3%	1,7%	66,7%	-19,7
C. R. de Villamalea	Albacete	50	1	1	1,000	◄►	76,5%	0,4	-33,2%	3,4%	1,4%	46,6%	-8,8
C. R. de Nueva Carteya	Córdoba	45	1	1	1,000	◄►	91,5%	0,1	-58,6%	3,3%	1,4%	65,7%	-12,1
C. R. de Villavieja	Castellón	44	1	1	1,000	◄►	62,3%	0,2	-64,5%	3,6%	1,6%	56,1%	-14,1
C. R. de Casinos	Valencia	44	1	1	1,000	◄►	106,9%	0,2	-50,9%	4,3%	1,9%	65,4%	-7,4
C. R. de Adamuz	Córdoba	43	1	1	1,000	◄►	70,5%	0,3	-44,6%	3,6%	1,5%	46,6%	-5,1
C. R. de Albalat	Valencia	42	1	2	1,000	◄►	110,3%	0,2	-73,9%	4,1%	1,8%	81,1%	-33,7
C. R. de Casas Ibáñez	Albacete	38	1	1	1,000	◄►	69,2%	0,4	-20,8%	3,8%	1,5%	49,9%	-6,7
C. R. de Coves de Vinromá	Castellón	35	1	1	1,000	◄►	40,3%	0,1	-64,0%	3,4%	1,3%	66,9%	-11,3
C. R. de Fuentepelayo	Segovia	31	1	3	1,000	◄►	78,7%	0,2	-26,7%	3,6%	1,1%	62,8%	1,3
C. R. de Almenara	Castellón	30	1	1	1,000	◄►	105,7%	0,2	-58,3%	3,8%	1,9%	76,8%	-24,0
C. R. de Chilches	Castellón	25	1	1	1,000	◄►	98,6%	-0,2	-156,0%	3,9%	2,2%	114,9%	-54,0
C. R. de Villafamés	Castellón	20	1	1	1,000	◄►	25,5%	0,1	-58,7%	2,9%	1,1%	76,6%	-19,1
C. R. de Casteldans	Lleida	8	1	1	1,000	◄►	42,6%	-0,2	-667,5%	3,2%	1,4%	208,0%	-124,4
Total sector de cooperativas de crédito		121.581		5.051			101,0%	313,2	-68,6%	3,2%	1,6%	64,8%	-9,2

(2) La ratio de eficiencia operativa de 2010 se ha calculado siguiendo los criterios del Anuario de la Unacc de 2007, relacionando la partida de gastos de explotación (gastos de personal, otros gastos generales de administración, amortización y otras cargas de explotación) con el margen ordinario (es decir, el margen bruto sin incluirle la partida de otros productos de explotación y sin restarle la partida de otras cargas de explotación). Así, la última columna, de variación entre 2007 y 2010, se encuentra plenamente homogeneizada en cuanto a criterios de cálculo.

CRISIS, RESTRICCIÓN CREDITICIA Y PYME (*)

José Luis CRESPO ESPERT
María Jesús ABELLÁN MADRID
Antonio GARCÍA TABUENCA
Universidad de Alcalá

Resumen

El objetivo de este trabajo es examinar el contexto de restricción crediticia de la financiación de las pequeñas y medianas empresas españolas, particularmente desde el inicio de la crisis. Esta restricción se debe a las propias dificultades que experimentan las entidades crediticias para financiarse así como al «efecto expulsión» generado por la deuda soberana y la mayor aversión al riesgo derivada de la crisis. Se expone y justifica la mayor necesidad de crédito estatal, si bien de manera transitoria, en tanto dure el proceso de desapalancamiento y mejoren las expectativas de los sectores institucionales y las condiciones productivas de las empresas.

Palabras clave: PYME, restrictión crediticia, crédito estatal.

Abstract

The aim of this paper is to examine the context of credit constraints of small and medium-sized Spanish companies financing, particularly since the beginning of the crisis. This restriction is due to the own difficulties experienced by credit instituions to finance and the «crowding-out effect» generated by the sovereign debt and the higher risk aversion arising from the crisis. It describes and justifies the increased need for public credit, albeit temporarily, while the deleveraging process takes place and the expectations of institutional sectors and the productive capacities of enterprises improve.

Key words: SMEs, credit constraints, public credit.

JEL classification: G21, G32, L53.

I. INTRODUCCIÓN

TRAS un largo período de estabilidad económica, en el verano de 2007 estalla una crisis financiera que un año después se había ya contagiado a la economía real y a la mayor parte de las economías desarrolladas, desencadenando una recesión tan severa que ha llegado a calificarse como la Tercera Gran Depresión. Entre los perjudicados destacan, por su mayor debilidad, junto a las familias, los autónomos y las pequeñas y medianas empresas.

El objetivo de este artículo es exponer: 1) las razones que explican la nueva situación económico-financiera de la economía española; 2) el comportamiento adoptado por las entidades financieras proveedoras de crédito en este contexto de crisis y de fuerte endeudamiento, y 3) los mayores problemas de acceso a recursos ajenos a los que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas y los autónomos para financiar sus necesidades productivas.

Con todo ello, el artículo, además de esta Introducción, consta de otros cinco apartados. En el II se expone el origen y evolución de la crisis financiera y su impacto en la economía real; en el III se presentan las principales razones que explican la actual restricción crediticia; en el IV se ilustran los problemas específicos que sufren las empresas de menor dimensión en el acceso al financiamiento externo; en el V se argumenta y justifica la conveniencia/necesidad y consecuencias del reforzamiento del crédito estatal otorgado en estas circunstancias. Finalmente, en el apartado VI se presentan las principales conclusiones.

II. CRISIS FINANCIERA E IMPACTO EN LA ECONOMÍA REAL

Esta recesión, la más severa desde la Segunda Guerra Mundial, tiene su origen en el verano de 2007, cuando estalló en Estados Unidos lo que se conoce como la crisis *subprime*. Este término hace referencia a las hipotecas *subprime*, o hipotecas de alto riesgo. Las condiciones de estas hipotecas eran bastante gravosas, con altas comisiones y tipos de interés mayores que los de un préstamo personal, pero para muchas familias suponía un modo de acceso a la vivienda. Debido al riesgo que conllevaban estos productos, la Reserva Federal establecía límites para la concesión de dichos préstamos. Sin embargo, los bancos encontraron formas de evitar estas restricciones, ya que este tipo de deuda es un producto financiero para el que existe un mercado y puede ser transferido mediante titulización, dando lugar a productos financieros de riesgo, pero atractivos por su alta rentabilidad. De este modo, las hipotecas *subpri-*

me se retiraban del activo de los bancos y su cuantía y número pudo crecer por encima de los límites impuestos por la Reserva Federal.

El detonante inicial del despegue de este producto en el año 2004 pudo ser la actuación de la Comisión de Valores Estadounidense (SEC), que relajó en ese mismo año la regla de capital neto de los bancos de inversión, permitiendo que estas entidades aumentaran su límite de apalancamiento. En cualquier caso, a todos estos factores se añadió el problema adicional de que, debido a los numerosos intercambios de la deuda y a su traspaso entre distintos fondos, el tenedor final de aquélla no conocía realmente la composición de sus activos y el alto riesgo introducido en ellos.

Durante el año 2007, el mercado de las hipotecas de alto riesgo fue mostrando síntomas de agotamiento, y el miedo a una crisis financiera global se fue acrecentando. Se sabía que se estaban produciendo impagos de hipotecas debido a los altos tipos de interés, pero no se sabía qué alcance podían tener ni cuántas entidades podían verse afectadas. Estos impagos comenzaron a hacer bajar el valor de las viviendas, que hasta ese momento se había mantenido inusualmente alto: según *The Economist* (2009), entre 1997 y 2006 el precio de una casa típica americana se incrementó en un 124 por 100.

Estos precios altos habían llevado a las familias norteamericanas a demandar hipotecas con dos fines: poder acceder a la vivienda o, en el caso de los que ya eran propietarios, poder acceder a segundas hipotecas o refinanciaciones respaldadas por el alto valor de sus inmuebles. De hecho, el endeudamiento de las familias era de un 134 por 100 de la renta personal disponible a mediados de 2008. Este endeudamiento permitía, por tanto, el acceso a unos inmuebles que de otro modo no se habrían podido costear, y también suponía una fuente extra de recursos económicos. Todo esto creaba en las familias una ilusión de riqueza que se trasladó fundamentalmente al consumo, en detrimento parcialmente de la inversión productiva.

Los bancos, por su parte, también se beneficiaban de estos precios elevados, que daban valor a los inmuebles que constituían sus garantías, por lo que el comienzo de los impagos y la consiguiente bajada de precios de la vivienda pusieron en alerta a los mercados financieros. Tras varios acontecimientos claramente premonitorios, como la quiebra en junio de 2007 de varios fondos flexibles de la gestora de fondos Bear Stearns o la caída del Dow Jones, durante los primeros días del mes de agosto se produce el colapso definitivo: el día 2 de agosto la compañía Blackstone anuncia su quiebra, y el día 6 lo hacen la American Home Mortgage (el décimo banco hipotecario de los Estados Unidos) y el National City Home Equity.

La quiebra de estas compañías, vinculadas con las hipotecas *subprime,* debido a la falta de liquidez hace presagiar la crisis, y pone en entredicho el trabajo de las agencias de calificación crediticia que, pese al aumento de la morosidad, mantuvieron calificaciones altas para fondos compuestos, en última instancia, por hipotecas de alto riesgo. Las bolsas de todo el mundo responden con fuertes caídas durante los días 9 y 10 de agosto, y la alerta por falta de liquidez se traslada a Europa de la mano del banco alemán IKB y del francés BNP Paribas, que suspende tres fondos. Ante esta situación, se hace inevitable la intervención de los bancos centrales para mitigar el problema de la falta de liquidez, que está ocasionando tensiones en el mercado interbancario, y transmitir confianza a los mercados. Así, la Reserva Federal inyectó en la economía el equivalente a 47.000 millones de euros, y el BCE, 200.000 millones de euros. El mes de agosto de 2007 se cerró con continuas inyecciones de liquidez de los bancos centrales, el rescate de algunas entidades financieras y la quiebra de una de las entidades hipotecarias más importantes de Estados Unidos, la First Magnus Financial.

En el año que transcurre entre los meses de septiembre de 2007 y 2008 se dan continuos agravantes de la situación creada: nuevas quiebras de entidades financieras, mayores inyecciones de liquidez y desplomes bursátiles a escala mundial. En este contexto, se producen los acontecimientos de septiembre de 2008, que supusieron la consolidación de la crisis financiera y su contagio a la economía real: el 15 de septiembre, Lehman Brothers, el cuarto banco de inversión norteamericano, se declara en quiebra tras las pérdidas originadas por las hipotecas *subprime,* y el Bank of America se ve obligado a comprar la entidad Merrill Lynch. El 22 de septiembre, la Reserva Federal de Estados Unidos tomó una medida que acababa con un modelo de banca con más de 80 años de historia: la aprobación de la conversión de los dos últimos bancos de inversión independientes, Goldman Sachs y Morgan Stanley, en bancos comerciales.

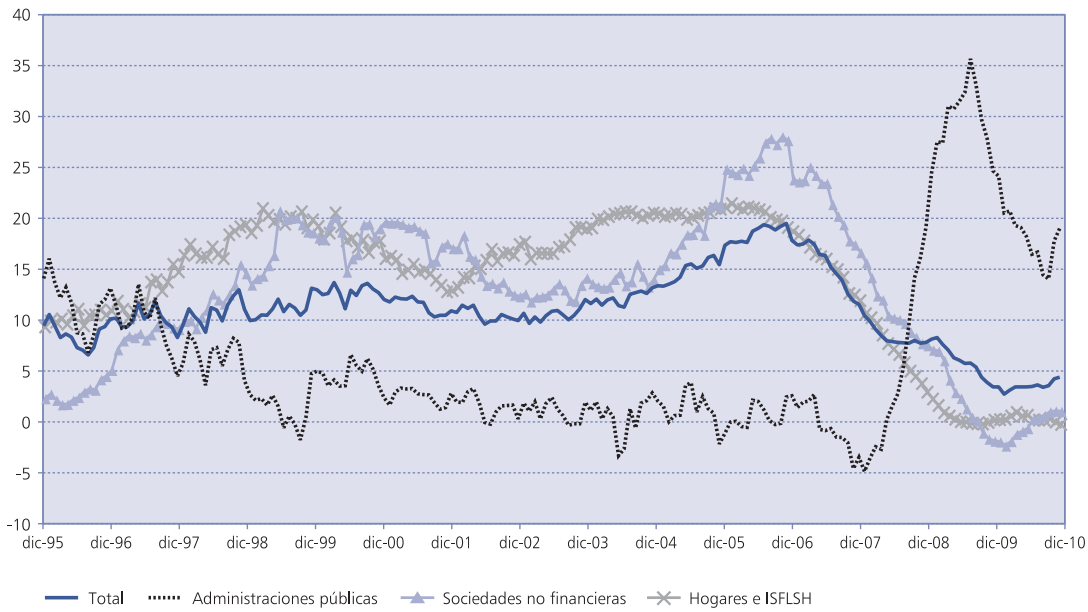
Las causas de la crisis aparecen resumidas en las declaracio-

nes de la cumbre del G-20 sobre mercados financieros y economía mundial, hechas el 15 de noviembre de 2008: «Durante un periodo de fuerte crecimiento global, crecientes flujos de capital y prolongada estabilidad al comienzo de esta década, los participantes del mercado buscaron rendimientos más altos sin una adecuada apreciación de los riesgos y no realizaron las investigaciones adecuadas. Al mismo tiempo, débiles estándares de garantías, prácticas de gestión del riesgo poco sólidas, productos financieros cada vez más complejos y opacos y, consecuentemente, un excesivo apalancamiento, se combinaron para crear vulnerabilidades en el sistema. Los políticos, reguladores y supervisores, en algunos países avanzados, no apreciaron y condujeron adecuadamente los riesgos que crecían en los mercados financieros, no siguieron el ritmo de las innovaciones financieras o no tuvieron en cuenta las ramificaciones sistémicas de las acciones regulatorias domésticas».

Así pues, desde septiembre de 2008 se considera que la crisis financiera ya se ha contagiado y que la economía real ha entrado, de forma indudable, en un período de recesión. El proceso de contagio tiene su origen en los propios mercados financieros, acuciados por graves problemas de liquidez: los bancos necesitan financiarse, pero el clima de desconfianza hace muy difícil el acceso a créditos en el mercado interbancario, lo que presiona al alza los tipos de interés. Este incremento se traslada a los tipos de interés de las hipotecas, desencadenando así el primer efecto sobre la economía real, al recortar la renta disponible de las familias. Las presiones del mercado interbancario quedan recogidas en la evolución del Euribor, que alcanza máximos históricos en julio y septiembre de 2008. Adicionalmente, la falta de liquidez de los bancos se traduce en un descenso de su actividad crediticia.

En el gráfico 1 se refleja, en tasas de variación interanual, el proceso de disminución de fondos seguido en la economía española entre enero de 2007 y mayo de 2010. La única excepción es el crecimiento de la financiación destinada a las administraciones públicas desde el primer trimestre de 2008 hasta el tercer trimestre de 2009. Sin embargo, a pesar de esto, el total de la financiación al conjunto de sectores no financieros ha experimentado una notable disminución de los fondos captados. Al seguir esta tendencia, estos sec-

GRÁFICO 1
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS EN ESPAÑA. 1995-2010
(Tasas de variación interanual)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

tores entran en un proceso de desapalancamiento que ha agudizado la restricción crediticia a lo largo de 2010, y que la incrementará, posiblemente, en 2011.

Así pues, las familias tienen que dedicar más recursos a pagar sus préstamos e hipotecas, y las empresas ven disminuir su financiación. Esto incide negativamente en la creación y mantenimiento del empleo: según los datos de la EPA, la tasa de paro en España estaba alrededor del 8 por 100 en el momento de iniciarse la crisis financiera, superando en el segundo trimestre de 2010 la barrera del 20 por 100. La persistencia de estas cifras elevadas genera el temor al paro de larga duración, con la consiguiente pérdida de habilidades de los trabajadores y la merma del capital humano de la economía. Además, la aparición del desempleo de larga duración puede provocar que la prestación por desempleo comience a agotarse antes de que los trabajadores consigan reintegrase al mercado laboral. Por otra parte, estos factores podrían desencadenar el fenómeno de la histéresis del desempleo.

En este contexto, es inevitable que el consumo, variable clave en el crecimiento económico, se resienta y acuse los problemas económicos de las familias, así como el aumento del ahorro por precaución ante el clima de desconfianza generado por la crisis. El resultado de todos estos factores es el freno del crecimiento económico medido por el PIB; esta variable comenzó a exhibir tasas de crecimiento negativas en el último trimestre de 2008, llegando, en junio de 2009, a un crecimiento del -4,45 por 100. Estas cifras suponen la mayor contracción trimestral de la economía española desde 1970.

En paralelo a estos acontecimientos, y como consecuencia, entre otras cosas, de la desaceleración experimentada por el consumo, la inflación baja su ritmo de crecimiento desde mediados de 2008, exhibiendo valores negativos entre marzo y octubre de 2009. Esto sembró en la economía el temor al círculo vicioso de la deflación, que provoca que los consumidores retrasen sus compras esperando conseguir precios más bajos, lo que frena el consumo y obliga a nuevas bajadas de precios, que activan así un bucle perjudicial para una economía en recesión.

Como consecuencia de estos hechos, y de los esfuerzos públicos por reflotar la economía (fundamentalmente, el aumento de las prestaciones por desempleo y el descenso de la recaudación tributaria), el ejercicio 2009 se cerró con un fuerte repunte del déficit público, que se situó en el 11,2 por 100 del PIB. La deuda pública, por su parte, también cerró el ejercicio al alza, situándose en el 53,2 por 100 del PIB, con el agravante adicional de grandes vencimientos para 2011. Como resultado de estas cifras era previsible la aparición de políticas públicas encaminadas a la contención del déficit —recortes en las partidas de gastos o subidas de impuestos (1)—, lo que activaría una vez más el círculo vicioso de la crisis, al desencadenar un impacto negativo sobre el gasto en consumo de la economía.

Por otra parte, el incremento de la deuda pública trae consigo el problema del *crowding out,* o efecto expulsión: el Estado, acuciado por una enorme necesidad de financiación, compite con las empresas privadas por la captación de fondos. Para ello, aplicará a sus emisiones tipos de interés atractivos, con el consiguiente desplazamiento de la inversión desde la iniciativa privada hacia el Estado y un presumible aumento de los tipos de interés.

Por último, cabe mencionar el impacto que la crisis y el clima de desconfianza generado tienen sobre las decisiones de inversión de los distintos agentes económicos. Así, el análisis de la evolución de los fondos de inversión pone de manifiesto la falta de confianza de los inversores, que se traduce en la gran caída experimentada por el patrimonio en dichos fondos (a partir de datos de Inverco), que se situó en septiembre de 2010 por debajo de los 150.000 millones de euros. Dicha disminución puede comprobarse también analizando el número de partícipes que presenta una disminución de la renta variable, asociada directamente con la mayor aversión al riesgo, así como cierto trasvase de la renta fija a largo plazo a la renta fija a corto plazo. Estos movimientos se ven acompañados también por una caída de los fondos más conservadores, motivada en este caso por la competencia de los depósitos bancarios, los bajos tipos de interés marcados por el BCE y las dudas sobre la deuda soberana generadas por la crisis griega.

En el caso de los planes de pensiones, el impacto de la crisis hace que el patrimonio total se resienta en 2008, pero en 2009 se observa una recuperación, que puede venir motivada precisamente por una preocupación creciente sobre la posible incidencia de la crisis económica en la sostenibilidad del sistema público de pensiones. En cualquier caso, se produce un descenso de la renta variable en sus dos modalidades y un trasvase de fondos desde la

renta fija mixta hacia la renta fija a corto plazo.

Según el informe de la Comisión Europea (2009) sobre las PYME, cabe esperar que, con base en experiencias anteriores, los mencionados efectos de la crisis financiera sobre la economía real se alarguen en el tiempo, y sigan sintiéndose mucho después de que la situación de los mercados financieros se haya estabilizado. El informe destaca que crisis de este tipo suelen tener efectos prolongados sobre el precio de los activos, la deuda pública, el PIB y el empleo. Entre ellos destaca el efecto sobre la primera variable que puede dar lugar a lo que se denomina como «recesión de hoja de balance», esto es, los activos de las empresas y de los consumidores pierden valor drásticamente, pero sus deudas y obligaciones (2) no ven disminuir su valor.

En el caso de los consumidores, su principal activo son las viviendas, cuyo precio ha caído drásticamente en los últimos años, según queda recogido en la evolución del Índice de Precios de la Vivienda elaborado por el INE. Este problema lleva a las empresas a recortar sus inversiones y a los hogares a disminuir su gasto en consumo.

III. RAZONES PARA LA RESTRICCIÓN CREDITICIA

Tras un período (3) caracterizado por los bajos tipos de interés y una expansión crediticia, en los distintos sectores (incluidas las pequeñas y medianas empresas), que alcanza tasas de variación interanual cercanas al 28 por 100 en 2006 en el caso de las sociedades no financieras, la llegada de la crisis financiera y su contagio a la economía real supone una mirada crítica al alto nivel de endeudamiento alcanzado por la economía española, un aumento del precio del dinero y el freno de la actividad crediticia. En efecto, la financiación comienza a crecer a un ritmo cada vez menor, llegando incluso a presentar tasas de variación negativas en los últimos meses de 2009, lo que supone el desapalancamiento empresarial.

La restricción al crédito emergió bruscamente, además de por la propia naturaleza financiera de la crisis, por la mayor dificultad de financiación de la economía española, y posiblemente por su elevado endeudamiento externo. La deuda externa de España experimentó un fuerte crecimiento en 2006. Este crecimiento se produjo en un momento de bonanza, en el que se confiaba en la economía española y se podía atraer a la inversión extranjera. Sin embargo, la situación actual no es la misma y, en este contexto, un endeudamiento con el exterior que roza el 168 por 100 del PIB es visto con recelo y genera desconfianza en los mercados internacionales, con la consiguiente dificultad para acceder a la financiación.

En este sentido, resultan premonitorias las palabras de José Barea, quien, en su intervención en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas en 2006, se pronunciaba ya sobre el déficit exterior de España señalando que «la sostenibilidad de la financiación del déficit exterior dentro de la Unión Monetaria no es un problema macroeconómico, sino microeconómico, relacionado con la percepción que los prestamistas tengan a largo plazo de la solvencia de los prestatarios». De este modo, se ponía ya de manifiesto la importancia de la confianza para mantener el modelo de financiación exterior, al tiempo que se exponía la necesidad de que el Estado «apruebe reformas estructurales que disminuyan paulatinamente el recurso creciente a la financiación exterior».

Por tanto, la economía española llega a 2010 con un considerable déficit exterior que no puede verse como irrelevante, especialmente en un contexto de desconfianza del sector exterior. Prueba de esta desconfianza es el empeoramiento del riesgo país, que se refleja en las rebajas que ha sufrido la calificación de la deuda soberana española. Estas rebajas reflejan la debilidad de las perspectivas de crecimiento económico, el abultado déficit y el gran endeudamiento de España. Esta situación es común a otras economías de la zona euro, y llevó al Banco Central Europeo a anunciar (mayo de 2010) la compra de bonos para mejorar los diferenciales de la deuda soberana. Según el FMI (2010), entre mayo y julio de 2010 el BCE compró deuda pública en el mercado secundario por valor de, aproximadamente, 59.000 millones de euros netos.

Esta medida ha tenido un efecto positivo pasajero para algunos países, que recortaron su diferencial con el bono alemán por un tiempo, pero no para Italia y España. Según el FMI, estas presiones en el mercado de los bonos públicos responden a las fuertes necesidades de refinanciamiento de estos países, que tendrán que competir con economías más fuertes en la búsqueda de financiación. Según indica el FMI, en su *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* de julio de 2010, «los países de la zona del euro en que actualmente se registra un aumento considerable de los diferenciales frente a los bonos alemanes

necesitan refinanciar aproximadamente 300.000 millones de deuda que vence en el tercer y cuarto trimestres de este año. Al hacerlo, tendrán que competir con las ingentes necesidades de refinanciamiento de Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y otros países de la zona del euro, cuyo total asciende a aproximadamente US$4 billones, con vencimientos en el tercer y el cuarto trimestre».

En este sentido, el FMI recomendaba en dicho informe que continúe el apoyo de liquidez del BCE a los mercados secundarios de bonos, ya que, según esta institución: «Los mercados aún no están convencidos del compromiso del banco central de ampliar las compras, si fuera necesario, para impedir que siga deteriorándose el funcionamiento del mercado».

Otro indicador de la desconfianza existente en los mercados es el aumento del coste de asegurar la deuda pública española. Este coste se refleja en la cotización de los *Credit Default Swaps* (CDS), un instrumento financiero que es asimilable a un seguro de protección frente al evento de impago de los títulos de deuda de un determinado emisor. En efecto, los CDS de la deuda de España se encarecieron hasta alcanzar y superar, en ocasiones, la barrera de los 300 puntos básicos.

El problema de desconfianza afecta, en general, a los países desarrollados, haciendo que la deuda de los países emergentes empiece a ser percibida como una mejor opción en términos de riesgo. Esto es razonable a la vista de la evolución del peso de la deuda sobre el PIB, claramente más favorable para los países emergentes. Este hecho, como señala *The Economist* en su especial sobre la deuda de julio de 2010, no pasa desapercibido a los inversores, que ya están comenzando a desplazar su capital hacia estos países.

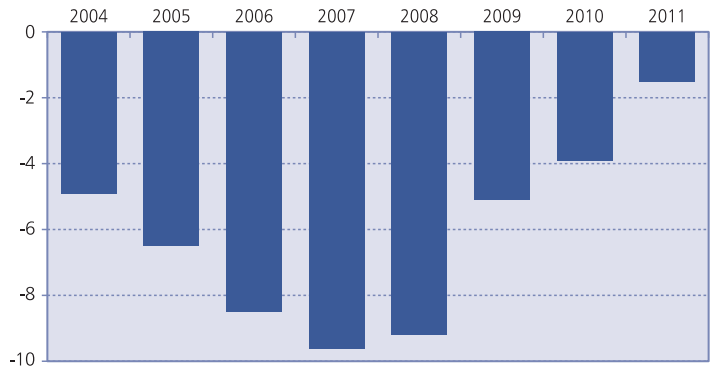
Volviendo a los indicadores de desconfianza, las tensiones existentes se han reflejado también en el diferencial a diez años de la deuda soberana española respecto a los bonos alemanes. Estas tensiones de la deuda soberana se pueden contagiar fácilmente a los bancos, grandes tenedores de deuda pública de distintos países, con el consiguiente deterioro de la actividad del mercado interbancario. Ante esta situación, las empresas han venido encontrando graves problemas para financiar su actividad, tanto a la hora de iniciar nuevas inversiones productivas como para abordar las inversiones que requiere el mantenimiento de su estructura técnica, así como para afrontar la inversión en circulante, e incluso los pagos de diversa naturaleza de vencimiento en el corto plazo.

Así, la economía española debe afrontar un proceso de desapalancamiento, que se está poniendo ya de manifiesto en la continua disminución del déficit por cuenta corriente y en la evolución de la necesidad de financiación de la economía (cuenta corriente más cuenta de capital) en porcentaje del PIB (gráfico 2).

Es conveniente destacar, en cualquier caso, que la mencionada reducción del déficit por cuenta corriente está motivada principalmente por el recorte en el déficit de la balanza de rentas, ya que la balanza de bienes está experimentando un aumento de su saldo negativo, fruto del crecimiento de las importaciones energéticas.

Este proceso no es único de la economía española, ya que «el futuro de la economía mundial parece estar abocado a un escenario de menor liquidez internacional donde el desapalancamiento de las empresas y la apelación al valor de los fondos propios van a ser crecientes» (Cano *et al.*, 2008). Asimismo, tal como ya se ha indicado, el efecto *crowding out* de la deuda pública estimula la subida del tipo de interés y hace más difícil la financiación de las empresas.

GRÁFICO 2
NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA, 2004-2011
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

De este modo, las dificultades exteriores de la economía española se han traducido en una crisis de confianza que afecta a la actividad del mercado interbancario. Este efecto se ve reforzado por una situación de falta de liquidez para prestar a las empresas y a un repunte de los tipos de interés. Para paliar en lo posible esta situación en distintas economías europeas, el BCE llevó a cabo en diciembre de 2008 la mayor bajada de tipos de la historia, lo que se tradujo en caídas de los tipos de interés en el mercado interbancario. Esta medida sirvió para dar oxígeno a la renta de las familias, pero no consiguió animar la actividad crediticia. Esto es así debido a la incierta situación económica, que ha exigido a las instituciones de crédito una extrema cautela en el proceso de analizar la conveniencia de los riesgos asumidos en la concesión de préstamos y créditos a las PYME y los autónomos que los solicitan. Según un informe del Banco Central Europeo (2010), el 42 por 100 de las PYME que solicitaron financiación en la segunda mitad de 2009 informaron de que observaban un deterioro en la disponibilidad del crédito.

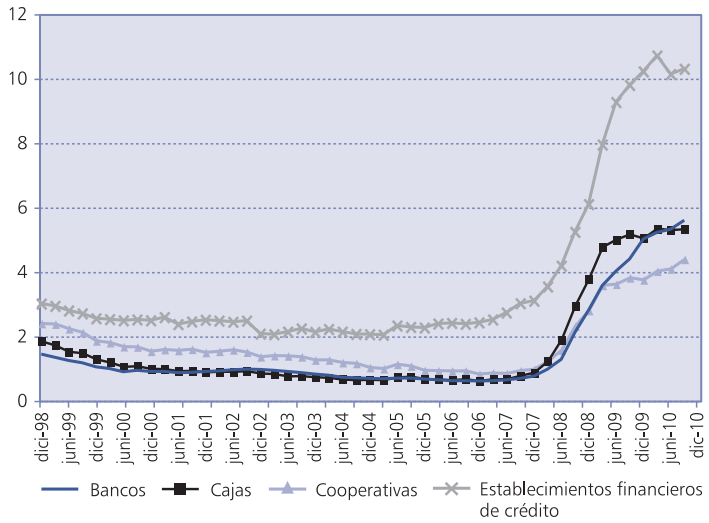
Esta aversión al riesgo parece estar sin embargo justificada, especialmente a la vista de la evolución registrada por la tasa de morosidad desde el comienzo de la crisis. En el gráfico 3 puede verse el fuerte incremento de dicha tasa (en julio de 2010 era del 5,47 por 100 frente al 0,78 por 100 de julio de 2007), que se calcula como el cociente entre el crédito dudoso y el total de crédito concedido.

El desglose de la tasa de morosidad permite ver el mayor impacto de la crisis sobre los establecimientos financieros de crédito (EFC) y sobre las actividades relacionadas con la construcción y los servicios inmobiliarios, donde el porcentaje de créditos dudosos llega a alcanzar el 12 por 100. El análisis de la mora por finalidad del crédito pone de manifiesto el carácter peculiar de los préstamos con garantía hipotecaria, que, si bien se resienten al comienzo de la crisis, tienden después a estabilizarse en cuanto al porcentaje de dudosos. Detrás de este fenómeno se pueden encontrar diversos factores, como el esfuerzo de las familias por preservar su vivienda y el esfuerzo de las entidades financieras por evitar que estos productos entren en mora, lo que cargaría sus balances con unos activos ilíquidos.

Se trata, en cualquier caso, de un incremento directamente relacionado con la coyuntura económica actual, caracterizada por el constante aumento del desempleo. La relación entre ambos fenómenos es muy estrecha, y queda recogida en el gráfico 4, donde la nube de puntos presenta una bondad de ajuste lineal de un 98 por 100. Así, los aumentos de la tasa de desempleo se estarían traduciendo, entre otras cosas, en un incremento de la tasa de mora de la economía, y también en un aumento de la cautela de las entidades de crédito.

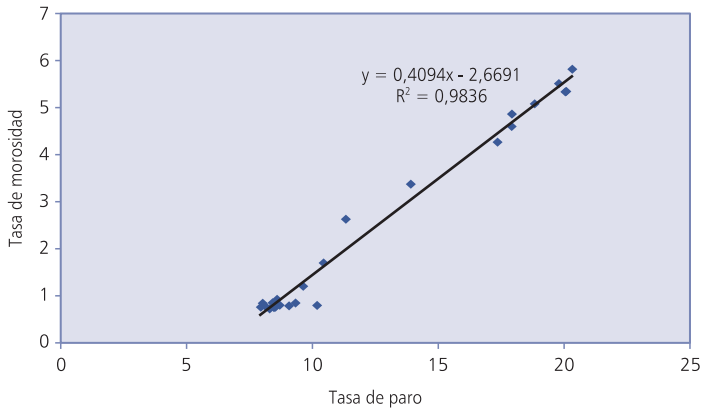
Otro indicador que puede justificar la mayor cautela de las entidades de crédito es el aumento de la siniestralidad de las operaciones vencidas. Así queda recogido en el *Informe Anual 2009* de la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA, 2010), que señala que la siniestralidad se elevó hasta el 17,4 por 100 para el conjunto de las sociedades de garantía recíproca (SGR); la cifra de 2009 duplica ampliamente la registrada en 2008 (7,6) y sextuplica el dato de 2007 (2,7); ello obligó a CERSA a atender 56,5 millones de euros en el mencionado ejercicio.

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE MOROSIDAD POR INSTITUCIONES. 1998-2010
(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

GRÁFICO 4
RELACIÓN ENTRE LA TASA DE PARO Y LA TASA DE MOROSIDAD. 2005-2010 (Porcentajes)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España y del INE.

Además, a esta circunstancia se le unen las necesidades que estas mismas instituciones de crédito tienen de liquidez para atender los pagos de su endeudamiento dentro del propio proceso de desapalancamiento que requieren. Las entidades prestamistas no pueden arriesgarse a que se produzcan importes significativos de fallidos en sus operaciones activas en inversión crediticia, particularmente cuando con su tesorería han de afrontar calendarios de pagos ineludibles. A este respecto, se ha señalado también que «los balances de las entidades están cargados de activos completamente ilíquidos y muy difíciles de valorar, y probablemente con un valor real mucho menor que el contable» (4).

Así, en la actualidad vuelve a reproducirse con intensidad lo que ya ha ocurrido en diversas ocasiones en los últimos años: «los bancos se muestran menos dispuestos a conceder préstamos a otros bancos, salvo con vencimientos mínimos» (FMI, 2010), lo que afecta a la disponibilidad de crédito en la economía productiva.

En un intento de salvaguardar el funcionamiento y la actividad del mercado interbancario, el Gobierno aprobó, en octubre de 2008, 100.000 millones de euros para avalar préstamos interbancarios. Esta medida tenía una duración inicial de seis meses, pero se ha prorrogado en diversas ocasiones y, recientemente, el Gobierno ha solicitado a la Comisión Europea un nuevo período de seis meses (hasta julio de 2011) para que la banca pueda emitir deuda con el aval del Estado. La medida parece necesaria por las dificultades que siguen existiendo en los mercados mayoristas y por las necesidades de financiación de muchas entidades, que tienen que afrontar vencimientos de deuda por encima de 100.000 millones de euros en 2012.

Adicionalmente, las mencionadas dificultades de financiación han hecho también necesaria la actuación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). El FROB se creó por el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio de 2009, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, y tiene por objeto gestionar los procesos de reestructuración de las entidades de crédito y contribuir a reforzar los recursos propios de éstas, en los términos establecidos en dicho Real Decreto-ley.

En cualquier caso, según recoge el Banco Central Europeo (2010a), aunque el volumen de vencimientos de deuda que las entidades de crédito de la zona euro tendrán que refinanciar en los próximos dos años y medio es sustancial, «[…] parece manejable a juzgar por la experiencia del pasado reciente y dependerá de que se normalicen las condiciones de financiación en los mercados de renta fija». Asimismo, «la necesidad de renovar los valores de renta fija emitidos que vayan venciendo podría ser menor que en el pasado, en la medida en que las entidades de crédito de la zona del euro podrían modificar sus modelos de negocio —a la luz de la crisis financiera— reduciendo su dependencia de la financiación en los mercados y recurriendo cada vez más a la financiación mediante depósitos».

Sin embargo, la decisión de recurrir a los depósitos, aunque puede ser positiva a largo plazo, ya que hará a las entidades financieras menos dependientes de los mercados mayoristas, puede entrañar ciertos riesgos a corto plazo. En efecto, las entidades aún son dependientes de las fuentes mayoristas de financiación y, como se ha mencionado, deben atender sus calendarios de pagos. Si no pueden optar a una refinanciación en el mercado mayorista, acudirán a los depósitos de un modo cada vez más masi-

vo, lo que trae consigo el peligro de las guerras de depósitos.

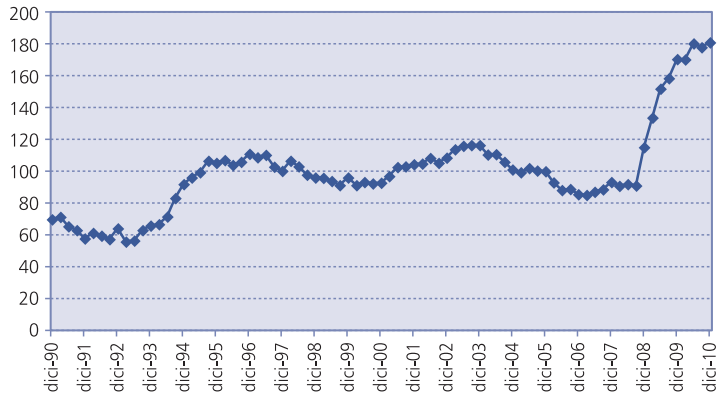
Este riesgo se ha materializado en la economía española, que desde comienzos de 2010 se halla inmersa en este proceso de lucha entre las entidades financieras por captar financiación en el mercado minorista. En este sentido, La Caixa (2010) recoge el incremento de la retribución media de los depósitos bancarios en junio, que se situó en el 1,37 por 100, y expone que «el aumento de la retribución de los depósitos a plazo está en sintonía con la ligera elevación del Euribor a un año, pero también expresaba el interés de las entidades en financiarse con depósitos de la clientela ante las dificultades para acceder a los mercados internacionales después del estallido de la crisis fiscal griega». Así, la acuciante necesidad de liquidez lleva a los bancos a ofrecer productos de alta rentabilidad, mientras que, paradójicamente, el dinero que prestan les aporta una rentabilidad considerablemente menor al estar usualmente referenciado al Euribor, que, aunque en ascenso, continúa por debajo del 2 por 100. Estas guerras de depósitos han continuado durante los primeros meses de 2011 y han llevado a que el Fondo Monetario Internacional concluya, en su último informe sobre Europa (FMI, 2011), que la guerra que se ha desencadenado por los depósitos minoristas ha colocado «presiones insostenibles sobre los márgenes de los intereses».

Con el fin de evitar estos riesgos, aliviar tensiones del mercado interbancario y mejorar la situación de las entidades financieras, el BCE ha realizado continuas inyecciones de liquidez desde el comienzo de la crisis, e incluso «[…] el BCE pasó a satisfacer directamente las necesidades brutas de liquidez de las entidades, reemplazando así, de hecho, al mercado interbancario en su función de intermediación entre las entidades» (Banco de España, 2009a). Este aumento en la provisión de liquidez supuso un gran incremento del volumen vivo de las operaciones para satisfacer la preferencia de las entidades por asegurarse un exceso de liquidez que les permita atender sus calendarios de pagos. Por otra parte, se procedió también a reforzar la financiación a más largo plazo, ya que, debido al contexto de creciente incertidumbre, se observó que las entidades estaban aumentando su demanda de liquidez a plazos más dilatados. También se han realizando inyecciones en dólares estadounidenses a fin de evitar que las entidades tengan problemas para atender a los vencimientos de su deuda en dólares.

Sin embargo, esta liquidez aportada por el BCE no acaba de tener su reflejo en la economía real, ya que la actividad crediticia de las entidades financieras sigue estando deteriorada. Así, parte de las entradas de liquidez recibidas acabarían teniendo como contrapartida una presencia más activa de dichas entidades en los mercados de deuda pública. Es posible observar este hecho en los siguientes gráficos, donde se puede contrastar el significativo aumento experimentado por la deuda pública en poder de instituciones financieras monetarias residentes. Este aumento tiene lugar tanto en términos absolutos (gráfico 5), donde el incremento es sustancial debido al fuerte incremento experimentado también por la deuda pública, como en porcentaje del total (gráfico 6), lo que supone un incremento del protagonismo de estas entidades como tenedores de deuda.

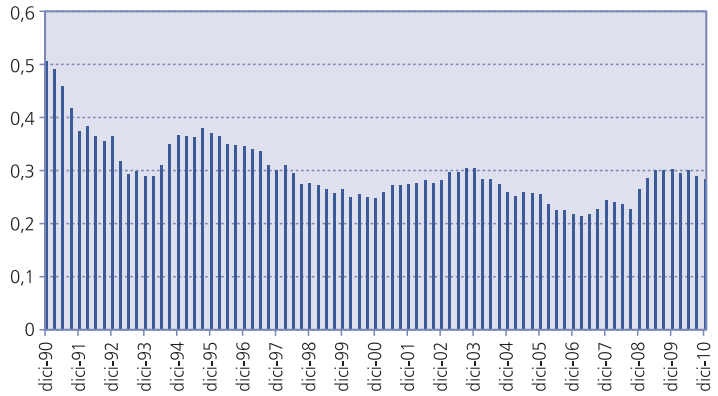
Detrás de este fenómeno está el deseo de las entidades de sacar partido del margen de rentabilidad (*carry trade*) que pueden obtener en el mercado de *repos* de deuda pública, aprovechando para ello la oportunidad de obtener dinero del BCE a bajos tipos de interés. Esta actividad plantea el

GRÁFICO 5
DEUDA PÚBLICA SEGÚN PDE. TOTAL EN PODER DE INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS DISTINTAS DEL BANCO DE ESPAÑA. 1990-2010
(Millones de euros)



Nota: PDE son las siglas de Protocolo de Déficit Excesivo.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

GRÁFICO 6
DEUDA PÚBLICA SEGÚN PDE. TOTAL EN PODER DE INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS DISTINTAS DEL BANCO DE ESPAÑA. 1990-2010
(Porcentaje de la deuda total)



Nota: PDE son las siglas de Protocolo de Déficit Excesivo.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

riesgo de la posible caída de cotización de la deuda pública española en los mercados internacionales, con el consiguiente impacto negativo en los balances de las entidades.

También es posible que parte de la liquidez se esté destinando a la adquisición de renta variable en el mercado bursátil. En este sentido se pronunciaba, a finales de octubre de 2010, Laurence Fink (5): «el próximo miércoles la Fed anunciará más compra de deuda. […] lo que realmente busca la Fed es generar un *rally* en la Bolsa. Una subida en este mercado mejora la confianza y la psicología de los inversores». Así, parte de la liquidez tendría un efecto indirecto sobre la economía real: puede no dedicarse directamente a incrementar la actividad crediticia, pero, al destinarse a impulsar el mercado de renta variable, genera un efecto positivo a través del aumento de la confianza.

De hecho, es posible observar cómo la evolución de los principales índices bursátiles de España (IBEX-35), Francia (CAC-40), Reino Unido (FTS-100) y Alemania (DAX-30) refleja el impacto de la crisis, con fuertes caídas hasta los primeros meses de 2009, en los que comienza una recuperación que respondería, entre otros factores, a la labor llevada a cabo por el BCE con continuas inyecciones de liquidez desde octubre de 2008.

Por otra parte, existe también cierta preocupación (6) sobre el posible efecto adverso de Basilea II en la actividad crediticia de los bancos. El segundo de los acuerdos de Basilea, publicado en 2004, es el producto de numerosas revisiones, y muchas de ellas tenían como objetivo alcanzar una mayor flexibilidad de las reglas, lo que en principio podría beneficiar a las PYME. La realidad podría ser, sin embargo, distinta, ya que la introducción de Basilea II suele ir acompañada de una gestión del riesgo más rigurosa por parte de los bancos. Esto puede ser bueno a priori, pero podría estar perjudicando a las PYME que buscan financiación en el actual contexto económico. Estas empresas necesitan un modelo de banca basado en una relación próxima con la entidad financiera que permita un mayor conocimiento de su negocio, de sus necesidades y del riesgo real de la operación. La introducción de Basilea II, y el sometimiento de las solicitudes de crédito recibidas a sistemas automáticos de *scoring* en las oficinas centrales, podría estar afectando negativamente a las empresas de menor tamaño.

Todos estos factores hacen complicado el acceso a la financiación por parte de las empresas, siendo este problema más grave para aquéllas de menor tamaño. Así lo señala la OCDE (2009) en su informe de 2009, donde señala la mayor vulnerabilidad de este tipo de empresas debido a que: *a)* es más difícil para ellas reducir su tamaño para adaptarse a la menor financiación, dado que ya son pequeñas; *b)* están menos diversificadas en sus actividades; *c)* tienen estructuras financieras más débiles o menor capitalización; *d)* tienen *ratings* crediticios más bajos; *e)* son fuertemente dependientes del crédito, y *f)* tienen menores opciones de financiación, especialmente en los mercados financieros.

El riesgo ante esta situación es que cuando el sistema financiero consiga corregir los problemas de desconfianza, y los créditos vuelvan a recuperarse, es posible que los tipos de interés no sean ya tan atractivos. Así lo señalaba el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés): «[…] no cabe prolongar indefinidamente una política monetaria de carácter expansivo. Si las tasas de interés son bajas, pueden distor-

sionar las decisiones de inversión, y cuando son extremadamente reducidas durante mucho tiempo, pueden plantear riesgos para la estabilidad financiera que deben sopesarse cuidadosamente, ya que podrían incitar a los prestatarios a acortar los plazos de su deuda, facilitar el apalancamiento en posiciones de riesgo y retrasar la necesaria corrección de los balances financieros. Si bien las autoridades pueden y deben abordar estos riesgos con otras herramientas, es posible que tengan que endurecer la política monetaria antes de lo que sugerirían por sí solas las perspectivas macroeconómicas» (BIS, 2010).

IV. DIFICULTADES PARA EL ACCESO AL CRÉDITO

Como señala el informe de la Comisión Europea (2009) sobre las PYME, el acceso a la financiación es, después del descenso de la demanda ocasionado por la crisis, el gran problema al que se enfrentan las PYME. Según este informe, en la segunda mitad de 2009 el acceso a la financiación era el problema más acuciante para el 19 por 100 de las PYME en la zona euro, ya que la crisis ha hecho que las entidades de crédito sean más adversas al riesgo y requieran más garantías. A su vez, según el informe del Banco Central Europeo (2010), que sirvió de base para el mencionado informe de la Comisión Europea, un 18 por 100 de las PYME que solicitaron financiación en la segunda mitad de 2009 no la consiguió. Esta cifra empeora en el caso de España, alcanzando al 25 por 100 de las PYME que solicitaron préstamos bancarios.

La necesidad de suplir la carencia de recursos internos llevó a muchas de estas empresas a solicitar financiación a las entidades de crédito, encontrándose, especialmente en el caso de las microempresas, con numerosos problemas y con un endurecimiento de las condiciones de préstamo. El Banco de España (2009), en su *Boletín Económico,* publicó una encuesta a empresas no financieras sobre condiciones de acceso al crédito. Según este informe, las dificultades de financiación originadas por la crisis han provocado que muchas empresas opten por no solicitar nueva financiación a los bancos, ante el convencimiento de que no la van a conseguir, o bien decidan hacer un mayor uso de líneas de crédito previamente abiertas. Según la encuesta, un 13 por 100 del conjunto de las empresas encuestadas hizo un mayor uso de este modo de financiación debido a las dificultades para obtener fondos por vías alternativas, o bien por su menor coste. Además, un 4 por 100 de la muestra de empresas decidió no solicitar financiación alguna, ya que no esperaba conseguirla. Por otra parte, el estudio muestra que durante la primera mitad de 2009 cerca del 20 por 100 de las empresas que solicitaron financiación bancaria no pudo acceder a ningún préstamo, bien porque su solicitud fue rechazada o bien porque las ofertas recibidas tenían condiciones excesivamente onerosas para la empresa. Del informe se desprende que la mayoría de las empresas que no consiguieron los fondos solicitados tuvieron que tomar algún tipo de medida: la más común fue recortar las inversiones previstas (50 por 100 de las empresas), el 37 por 100 pensaba que el acceso al crédito de su compañía empeoraría en los siguientes seis meses, siendo este porcentaje ligeramente superior en el caso de las empresas de menor tamaño.

En este sentido, en una encuesta más reciente realizada por el Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2010) sobre el acceso de las PYME a financiación ajena en el tercer trimestre de 2010, el 85,8 por 100 de las PYME declaraba tener problemas a la hora de acceder a la financiación ajena. Se trata del porcentaje más elevado desde que comenzó a realizarse la encuesta (primer trimestre de 2009). El 12,7 por 100 de estas empresas con problemas señalaba que no había conseguido la financiación necesaria, y el 33,5 por 100 vio reducido el volumen de su financiación. Por otra parte, para el 62,3 por 100 de las empresas se ha incrementado el coste de financiación, y para el 67,8 por 100 los gastos y comisiones se han encarecido respecto al trimestre anterior. Además, para el 82,3 por 100 de las PYME han aumentado las exigencias de garantías y avales, para el 46,8 por 100 se ha dilatado el plazo de la respuesta de la entidad financiera a su solicitud, y el 46,2 por 100 de las que obtuvieron financiación no consiguió la totalidad de lo solicitado. La encuesta revela también que el 91,8 por 100 de las PYME ha necesitado recursos externos para financiar circulante y que un 28,3 por 100 de ellas solicitan financiación ajena para proyectos de inversión.

En otra reciente encuesta realizada en el seno de una investigación sobre la actividad emprendedora en España, realizada por el Instituto de Análisis Económico y Social (2009), de la Universidad de Alcalá, cuando se preguntó sobre los problemas principales a los que el emprendedor se está enfrentando en las circunstancias económico-financieras actuales, tras la respuesta de la «disminución de las ventas» (alrededor del 55 por 100), so-

bresalen los problemas de la «financiación del circulante» (casi el 30 por 100), la refinanciación de la deuda a largo plazo (más del 10 por 100) o el aumento de financiación para nuevas inversiones (alrededor del 8 por 100).

La restricción del crédito también se puede analizar desde el punto de vista de las propias entidades financieras, empleando para ello los resultados de la *Encuesta sobre préstamos bancarios* (EPB) en la zona del euro llevada a cabo por el Eurosistema (Banco Central Europeo, 2010a) en julio de 2010. Según recoge el Banco Central Europeo (2010b), los resultados de la encuesta indican que «en el segundo trimestre de 2010, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas se incrementó (7) hasta el 11 por 100, superando con ello las expectativas de las entidades de la encuesta anterior (el 2 por 100)». Además, «entre los factores que contribuyeron al endurecimiento neto de los citados criterios en el segundo trimestre de 2010, las entidades participantes señalaron una mayor contribución de factores específicos de las entidades de crédito, lo que posiblemente se debiera a la reaparición de las tensiones en los mercados financieros».

Los mayores problemas de las PYME quedan recogidos en el Banco de España (2010a), donde se expone que «las pequeñas y medianas compañías encuestadas en la ECAF (Banco Central Europeo, 2010) también señalan una menor disponibilidad de los bancos a prestarles, independientemente de su posición financiera y del impacto de la situación cíclica, lo que podría estar relacionado con el mayor riesgo que normalmente conlleva este tipo de créditos en general, así como con las mayores dificultades para valorar los proyectos presentados en un contexto de elevada incertidumbre como el actual y las menores garantías de que suelen disponer las Pymes».

Como consecuencia de esta necesidad de aportar garantías y del endurecimiento de las condiciones de crédito, se ha producido un incremento de actividad de las sociedades de garantía recíproca (SGR). Así se recoge en el informe de la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA, 2010), donde se indica que las SGR tuvieron que hacer frente durante el ejercicio 2009 a «la creciente demanda de avales exigidos por las entidades de crédito, especialmente para operaciones de circulante, con un incremento de su volumen de actividad del 12 por 100, respaldando operaciones por un importe total de 2.497 millones de euros».

De todos modos, parece que las PYME también encontraron dificultades en su relación con las entidades especializadas en la cobertura contra riesgos de crédito, según se expone en la encuesta realizada por el Consejo Superior de Cámaras de Comercio —citada atrás— sobre el acceso de las PYME a financiación ajena en el tercer trimestre de 2010. Así, del total de PYME (155.000) que recurrieron a estas entidades para solicitar cobertura «el 30,8 por 100 la obtuvo, pero con condiciones más duras que en otras ocasiones, a un 17,3 por 100 le fue denegada, mientras que un 26,9 por 100 de las empresas decidió no contratarla debido a las condiciones».

Por su parte, CERSA ha experimentado también cambios en su actividad como consecuencia de la crisis. Así, en noviembre de 2008 se adoptó la decisión de aumentar la cobertura de las operaciones de circulante del 30 al 50 por 100. Esta decisión ha ocasionado que en 2009 un 56 por 100 del volumen total reafianzado por la compañía fuera destinado a reavalar este tipo de operaciones. Además, de los 2.497 millones de euros respaldados por las SGR, 1.246 millones correspondieron a garantías con reafianzamiento de CERSA, sobre las que la compañía había asumido un riesgo de 576 millones de euros a 31 de diciembre de 2009, un 40 por 100 más que en 2008.

La drástica restricción del crédito está conduciendo a las empresas, especialmente a las de menor tamaño, a recurrir a la inversión informal, buscando fuentes alternativas de financiación que, debido a la crisis, tampoco parecen disponer de la liquidez necesaria. También se plantea complicada la opción de recurrir a la financiación con fondos propios: así, desde que en 2008 se inauguró el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), pensado para atender las necesidades de las PYME (8), sólo trece compañías han salido a cotización hasta febrero de 2011, ya que el proceso de salida puede resultar largo y costoso para la mayoría de las empresas. Esta situación podría cambiar, sin embargo, en los próximos meses, ya que la Comunidad de Madrid aprobó en el mes de marzo de 2010 una serie de normas reguladoras para ayudas directas destinadas a facilitar el acceso al MAB de las empresas madrileñas. En el ámbito estatal, la Empresa Nacional de Innovación (ENISA) es el organismo encargado de estas ayudas, concediendo préstamos de hasta 1,5 millones de euros para afrontar la salida a cotización en el Mercado Alternativo Bursátil.

V. JUSTIFICACIÓN Y CONSECUENCIAS DEL CRÉDITO ESTATAL

Recopilando los hechos analizados hasta el momento, se observa que las repercusiones de la crisis son variadas, pero una de las más destacadas es el freno de la actividad crediticia. Esta repentina restricción del crédito se convierte en un fuerte obstáculo tanto para la creación de nuevas empresas como para la consolidación de las ya existentes mediante nuevas inversiones o crecimiento. También supone un grave problema por su incidencia en la gestión y financiación del circulante empresarial, lo que puede llevar a situaciones de concurso de acreedores. Las dificultades de las empresas se traducen así en problemas para el mercado laboral, que presenta ya una tasa de paro superior al 20 por 100.

A estas consideraciones hay que añadir el efecto del desempleo sobre la renta disponible de las familias y el impacto social de un problema que está afectando ya a hogares completos. Así lo expone el INE en la nota de prensa sobre la EPA del segundo trimestre de 2010: «El número de hogares con todos sus miembros activos en paro aumenta en 9.800 respecto al trimestre anterior y en 190.000 en los 12 últimos meses. El número total de hogares en esta situación es de 1.308.300. En el segundo trimestre de 2010 el número de hogares que tienen a todos sus miembros activos trabajando disminuye en 19.600 y se sitúa en 9.175.500. En los últimos 12 meses hay 344.000 hogares menos en esta categoría» (INE, 2010). Otra característica especialmente preocupante del desempleo es su impacto sobre la población joven, indicador en el que España ocupa un papel destacado tras el impacto de la crisis.

En algunos casos, las dificultades que experimentan las empresas son mayores y conllevan, además de la reestructuración de las plantillas, el concurso de acreedores de la empresa afectada. La Estadística de Procedimiento Concursal elaborada por el INE así lo demuestra, con un total de deudores concursados para el segundo trimestre de 2010 de 1.511, cifra más de cinco veces superior a la del mismo período de 2007. Es especialmente llamativo el alarmante incremento de los concursos de acreedores durante el año 2009, en el que la cifra de deudores concursados creció un 79,6 por 100 respecto al ejercicio anterior.

La inversión en I+D también puede resentirse como consecuencia de las dificultades que experimentan las empresas. Así parecen indicarlo las cifras sobre I+D en 2009 publicadas por el INE. La nota de prensa expone lo siguiente: «El gasto en I+D ascendió a 14.582 millones de euros en el año 2009, con un descenso del 0,8 por 100 respecto a 2008. Este gasto supuso el 1,38 por 100 del PIB» y «La Administración Pública aumentó su gasto en I+D un 9,5 por 100, mientras que las Empresas lo redujeron un 6,3 por 100 respecto a 2008» (INE, 2010a).

Por último, la actividad emprendedora también sufre el impacto negativo de la coyuntura económica y de las necesidades de financiación que no pueden ser atendidas. De este modo, las altas de empresas se redujeron desde el comienzo de las crisis, con un drástico descenso en el año 2009. De hecho, las altas registradas en 2009 suponen el valor más bajo de esta variable desde 1999, primer año para el que se pueden consultar los datos del Directorio Central de Empresas (DIRCE) que elabora el INE. El impacto negativo sobre la actividad emprendedora queda también puesto de manifiesto en el informe de la OCDE (2009a) *Measuring Entrepreneurship: A Digest Of Indicators,* donde se presentan algunos indicadores que reflejan los efectos de la crisis sobre dicha actividad.

El informe expone además la preocupación existente a escala mundial por los efectos negativos sobre la actividad emprendedora, ya que «está suficientemente claro que la actividad emprendedora es importante para el crecimiento económico, la productividad, la innovación y el empleo, y muchos países de la OCDE han hecho de la actividad emprendedora una prioridad política explícita». En este sentido se pronuncia también el *Informe Mensual* de La Caixa (2010), en el que se analizan las dificultades crediticias a las que se enfrentan las PYME y señala la relación existente entre el acceso al crédito y las perspectivas de negocio de éstas. El deterioro de las perspectivas de negocio de las empresas es sin duda un factor que lleva a la banca a actuar con cautela, pero se da una doble relación de causalidad, y así, el menor acceso al crédito acaba también deteriorando las perspectivas de negocio.

En este contexto, resulta evidente que las empresas necesitan acceder al crédito, e igualmente que esta necesidad no encuentra respuesta en los mercados financieros, ya que son muchas las dificultades de financiación que encuentran las empresas. Por todo ello, se ha hecho necesario en los últimos tiempos un mayor apoyo financiero desde el sector público que proporcione la liquidez necesaria al tejido empresarial.

Dentro de esta vía, y siguiendo el informe citado en Comisión Europea (2009), ésta ha procedido a simplificar las reglas de las ayudas estatales y ha introducido nuevas condiciones para las ayudas a las PYME mediante el nuevo Reglamento general de exención por categorías, que permite un control más simple y rápido de las ayudas estatales. Y ha adoptado también un manual sobre las reglas para las ayudas estatales a las PYME que incluye un marco para medidas transitorias de apoyo al acceso al crédito durante la crisis financiera y económica. Acorde con estos apoyos, la OCDE, en su informe sobre la financiación de las PYME (OCDE, 2009) afirmaba que «…las medidas que muchos gobiernos están tomando o planeando tomar para contrarrestar los efectos de la crisis y estimular sus economías deberían incluir la facilitación del acceso a la financiación de Pyme y emprendedores…».

En el caso de España, existen varias instituciones que pueden proporcionar ayudas de diferente índole (préstamos, avales, créditos) a las empresas, pero la entidad de referencia para el desarrollo de la actividad crediticia del Estado es el Instituto de Crédito Oficial (ICO).

Desde 2009, el ICO ha empleado sus distintos instrumentos para paliar los efectos de la crisis. Así, para facilitar el acceso al crédito, el ICO ha aumentado su dotación presupuestaria, incrementando los fondos de algunas líneas de mediación, creando otras nuevas más adecuadas para la coyuntura empresarial actual y realizando un importante cambio en las condiciones de sus operaciones directas. En concreto, en el año 2009 el ICO presentó su línea ICO-Liquidez, con una dotación de 10.000 millones de euros. La principal novedad de esta línea es que, como su nombre indica, tiene como objetivo ayudar a las PYME y a los autónomos en sus necesidades de financiación del capital circulante, en contraste con la estrategia habitual del ICO de financiación de los activos fijos.

El éxito de la nueva línea fue moderado en sus comienzos, ya que, según el Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2010), en el primer trimestre de 2009, sólo un 28 por 100 de las PYME demandantes de recursos solicitó el acceso a las líneas de ICO. Además, según este mismo estudio, un 57,1 por 100 de las PYME que recurrieron a líneas del ICO encontró obstáculos para la concesión de la financiación. En la actualidad, sin embargo, el éxito de la línea parece haber mejorado, ya que los datos de esa misma encuesta para el primer trimestre de 2011 indican que el 37,5 por 100 de las PYME demandantes de recursos solicitó financiación al ICO, y que el porcentaje de ellas que encontraron obstáculos para la concesión de la financiación fue del 34,7 por 100.

Por otra parte, el ICO también ha empleado sus operaciones directas para paliar los problemas crediticios originados por la crisis. Esto ha sido posible gracias a que el Consejo de Ministros aprobó el 9 de abril de 2010 la autorización para conceder financiación directa a PYME y autónomos. De este modo, el ICO pudo lanzar el pasado 14 de junio el producto ICO Directo, destinado a cubrir las necesidades de financiación de dichos colectivos, que podrán solicitar un importe máximo de 200.000 euros. Además, los fondos podrán ser dedicados a proyectos de inversión o a cubrir sus necesidades de liquidez. Como en cualquier operación directa, el ICO asume el 100 por 100 del riesgo de crédito y estudia directamente las solicitudes que, de forma novedosa, han de presentarse por Internet.

En cualquier caso, conviene tener presente que esta nueva actividad crediticia del ICO, al suponer una asunción del 100 por 100 del riesgo, debe ser desarrollada con cautela por la entidad. Así lo expone el Banco de España en su *Boletín Económico* de julio-agosto de 2010: «[…] esta creciente actividad crediticia del ICO supone una mayor asunción de riesgos por parte del sector público. La evaluación rigurosa de la calidad crediticia de los prestatarios de estos programas es la mejor garantía de que dichos riesgos se mantendrán dentro de los límites razonablemente asumibles para alcanzar los objetivos perseguidos», (Banco de España, 2010a).

Finalmente, en este intento de aportar ideas para paliar los efectos de la restricción crediticia y prestar apoyo financiero a la PYME, resulta sugerente el artículo recientemente aparecido en prensa titulado «El sistema bancario español: ¿quo vadis?»: que enfatiza en que «[…] Una vez reducido el peso inmobiliario en los balances bancarios, las entidades financieras —y en particular, las cajas— tienen que asumir con todas las consecuencias su papel de evaluadoras de proyectos de inversión. Las pymes deberían ser las receptoras fundamentales de este cambio, y las cajas, los prestamistas relacionales que lideren el proceso… Eso sí, desde una nueva perspectiva profesional más abierta y global…» (9).

VI. CONCLUSIONES

Tras un período de estabilidad económica denominado como la

gran moderación, en el verano de 2007 estalla una crisis financiera que un año después se había ya contagiado a la economía real y a la mayor parte de las economías desarrolladas, desencadenando así la recesión más severa desde la Segunda Guerra Mundial. El período de estabilidad previo a la crisis se caracterizó por un fuerte endeudamiento de todos los agentes económicos, amparados en gran medida por la creciente revalorización de sus activos. La irrupción de la crisis puso de manifiesto los peligros asociados a un endeudamiento excesivo y la necesidad de acometer un proceso de desapalancamiento por parte de todos los sectores afectados.

Mientras se acomete este proceso, los efectos de la crisis sobre la economía real son inevitables y diversos, y se dejan sentir con fuerza sobre familias y empresas, especialmente sobre aquellas de menor tamaño. Así muchas de ellas experimentan problemas para financiar el circulante o acometer inversiones, lo que afecta a sus perspectivas de negocio, forzando en muchos casos reducciones de plantilla o incluso la desaparición de la empresa, con el consiguiente empeoramiento de la economía real. Detrás de estas dificultades para las empresas se encuentra, entre otros factores, el freno de la actividad crediticia desencadenado por la crisis.

Las entidades de crédito han llegado a esta situación por la acumulación de una pluralidad de factores, entre los que destacan las dificultades que ellas mismas experimentan para financiarse y atender los pagos de su propio endeudamiento, el efecto expulsión generado por las grandes emisiones de deuda soberana y la mayor aversión al riesgo impuesta por la crisis, que favorece una mayor cautela en el estudio de las operaciones. Con el fin de mejorar la situación de las entidades financieras y conseguir que el crédito vuelva a fluir hacia el tejido productivo de la economía, se han llevado a cabo diversas actuaciones entre las que destacan las inyecciones de liquidez del Banco Central Europeo, la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) o la transmisión de confianza a los mercados internacionales mediante políticas fiscales contractivas. Se trata, en cualquier caso, de medidas cuyos efectos sobre la economía no son inmediatos. Por este motivo, y en consonancia con las actuaciones que, en materia de apoyo al acceso a la financiación, han desarrollado organismos como la Comisión Europea o el Banco Europeo de Inversiones, el Gobierno de España amplió entre 2009 y 2010 la oferta financiera del Instituto de Crédito Oficial (ICO).

Así, con el fin de garantizar el acceso a la financiación de las PYME, se aprobaron en 2009 nuevas líneas de mediación y en 2010 se creó el producto ICO Directo, un nuevo instrumento mediante el que el ICO puede conceder directamente financiación a PYME y autónomos asumiendo el 100 por 100 del riesgo de la operación.

Por último es importante destacar que, aunque el refuerzo del papel del ICO es una medida necesaria y positiva para las empresas, debe verse como una actuación paliativa y transitoria, que deberá estar acompañada en todo momento por las medidas regulatorias adecuadas que garanticen el correcto funcionamiento del sistema financiero y su futura estabilidad. En este sentido, instituciones como el Banco de Pagos Internacionales plantean la necesidad de trabajar para fomentar «Un nuevo modelo de negocio, basado en mayores reservas de capital y liquidez, [lo que] podría fortalecer las instituciones financieras, estabilizando así el flujo de crédito hacia la economía».

Este flujo de crédito hacia el tejido productivo constituye, por tanto, una garantía de recuperación económica, aunque su crecimiento debe ser moderado y situarse en todo momento por debajo del incremento del PIB, de tal modo que la economía española pueda acometer con éxito el proceso de desapalancamiento tan necesario para la restauración de la confianza en los mercados internacionales.

NOTAS

(*) Este trabajo se ha basado en otro más amplio anterior realizado por los autores para la Agencia Estatal de Evaluación de las Políticas Públicas y la Calidad de los Servicios (AEVAL), adscrita al Ministerio de Política Territorial y Administración Pública. Los autores desean dejar constancia de su agradecimiento a AEVAL por la oportunidad brindada en este campo de evaluación e investigación, y por autorizar esta publicación. Este trabajo fue entregado para su publicación el 28 de julio de 2011.

(1) En julio de 2010, el tipo general del Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA) ha experimentado una subida de dos puntos y el tipo reducido de un punto. En el Decreto-ley de 3 de diciembre de 2010, *de actuaciones en el ámbito fiscal, laboral y liberalizadoras para fomentar la inversión y la creación de empleo*, entre otras medidas, se contempla una subida de los impuestos al tabaco y una reducción del 5 por 100 (del 30 al 25 por 100) en el Impuesto de Sociedades para empresas de menor dimensión y autónomos que presenten una base imponible de hasta 300.000 euros. Asimismo, la cifra de los Presupuestos Generales del Estado para 2011 en gasto no financiero se ha reducido en un 18,9 por 100 respecto a la de 2010.

(2) En España, el endeudamiento bruto de las familias alcanzó en 2007 el 130 por 100 de su renta disponible bruta.

(3) Este período ha sido denominado como *la gran moderación,* un término acuñado por el economista James Stock, de la Universidad de Harvard, y que se emplea para designar lo que se creía el fin de la volatilidad económica.

(4) Luis Garicano, diario *Expansión,* 2 de julio de 2010.

(5) Laurence Fink es presidente y consejero delegado de BlackRock, una de las entidades de fondos de inversión más importantes del mundo. Fue entrevistado por el diario *El Mundo* en una visita a España a finales de octubre de 2010.

(6) Así queda recogido en el informe de 2009 de la OCDE *The Impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Response.*

(7) Los últimos resultados de la encuesta parecen indicar una mejora, situándose este porcentaje en el 4 por 100.

(8) El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es un mercado de valores que opera con empresas de reducida capitalización, ya sea por su tamaño o por su fase de desarrollo. Las empresas cotizan en un mercado promovido por Bolsa y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la CNMV para valores de la Unión Europea y también de Latinoamérica, que incluye a inversores institucionales y particulares.

(9) Artículo de Santiago Carbó Valverde, en las páginas de negocios del diario *El País,* 6 de marzo de 2011: http://www.elpais. com/articulo/primer/plano/sistema/bancario/espanol/quo/vadis/elpepueconeg/20110306elpneglse_10/Tes.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (2010), *Survey on the Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises in the Euro Area,* febrero de 2010.

— (2010a), *The Euro Area Bank Lending Survey*, segundo trimestre de 2010.

— (2010b), *Boletín Mensual,* agosto de 2010.

BANCO DE ESPAÑA (2008), *Informe de estabilidad financiera*, abril de 2008.

— (2009), «Encuesta a empresas no financieras sobre condiciones de acceso al crédito», *Boletín Económico,* mayo de 2009.

— (2009a), *Boletín Económico,* junio de 2009.

— (2010), «Evolución reciente de la financiación a sociedades no financieras en España», *Boletín Económico,* junio de 2010.

— (2010a), «La evolución en España de los programas públicos de apoyo financiero al sector privado durante la crisis», *Boletín Económico,* julio-agosto de 2010.

— (2010b), «El apoyo público al sector financiero en la zona del euro durante la crisis», *Boletín Económico,* septiembre de 2010.

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES - BIS (2010), *Informe Anual 2009*.

BAREA, J. (2006), *¿Es sostenible la financiación del déficit exterior español?,* discurso ante la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

CANO, D. *et al.* (2008), «MAB: Impulso al tejido económico y productivo español», *Revista Bolsa,* 18, cuarto trimestre.

CERSA (2010), *Informe Anual 2009*.

COMISIÓN EUROPEA (2008), *Reglamento general de exención por categorías*, Reglamento (CE) N.º 800/2008 de la Comisión, de 6 de agosto de 2008.

— (2009), *European SMEs under Pressure. Annual report on EU small and medium-sized enterprises 2009.*

— (2009a), *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses.*

— (2009b), *Manual de normas comunitarias sobre ayudas estatales para las PYMEs.*

CONSEJO SUPERIOR DE CÁMARAS DE COMERCIO (2010), *Encuesta sobre el acceso de las Pyme a financiación ajena en el tercer trimestre de 2010*.

COUNCIL ON FOREIGN RELATIONS (2008), *Statement from G-20 summit*, noviembre de 2008.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL - FMI (2009), *The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor. November 2009,* IMF Staff Position Note, noviembre de 2009.

— (2010), *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, julio de 2010.

— (2010a), *The Human Cost of Recessions: Assessing* It, Reducing It, IMF Staff Position Note, noviembre de 2010.

— (2011), *Regional Economic Outlook: Europe, Strenthening the Recovery*, mayo 2011.

HARVARD UNIVERSITY (2008), *State of the Nation's Housing Report 2008.*

ICO (2010), *Nota de prensa sobre el tercer trimestre de 2010,* octubre de 2010.

INE (2010), *Nota de prensa sobre la EPA del segundo trimestre de 2010*, julio de 2010.

— (2010a), *Nota de prensa sobre la Estadística sobre Actividades en I+D. Año 2009. Resultados avance,* junio de 2010.

LA CAIXA (2010), *Informe Mensual*, septiembre de 2010.

— (2010a), *Informe Mensual*, octubre de 2010.

OCDE (2009), *The Impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Response.*

— (2009a), *Measuring Entrepreneurship: A Digest of Indicators*.

THE ECONOMIST (2009), 30 de diciembre 2009.

— (2010), *Is there life after debt?,* 26 de junio de 2010.

COLABORACIONES

IV.
GESTIÓN DEL RIESGO, GOBIERNO CORPORATIVO Y OTROS RETOS

CONDICIONES ECONÓMICAS Y RIESGO EN LA BANCA EUROPEA

Phil MOLYNEUX

Bangor University

John O. S. WILSON

University of St. Andrews

Resumen

En este artículo, se analizan las relaciones entre las condiciones económicas y el riesgo bancario antes y después de la crisis financiera. Se revisa el *boom* de la actividad bancaria antes de la crisis. Se consideran las características de la crisis y los cambios en la arquitectura financiera europea (y estadounidense) ocurridos para afrontar los fallos del sistema bancario. Finalmente, se estudian los test de estrés de los bancos europeos y el impacto de la crisis de la deuda soberana, que plantea serios riesgos sobre la estabilidad financiera del sistema bancario (y de la eurozona). Los test de estrés muestran la necesidad de capital, y los escenarios más pesimistas sugieren que los bancos tendrán que incrementar su capital. La recesión presionará a la baja los márgenes, aumentando los costes de financiación. Además, será más difícil incrementar los recursos propios con beneficios no distribuidos y los mercados financieros serán menos receptivos a las peticiones de capital. Aunque continuará la puesta a punto de las estructuras regulatorias, estas presiones forzarán a los gobiernos a seguir financiando a sus principales bancos.

Palabras clave: competencia, crisis, banca europea, regulación, riesgo, supervisión.

Abstract

This paper examines economic conditions and risk in European banking pre- and post-financial crisis. We provide an overview of booming banking activity pre-crisis. We considerer the features of the financial crisis and highlight changes to the European (and US) financial architecture to deal with banking system failure. Finally, we look at European bank stress tests and the impact of the sovereign debt crisis. The latter presents serious challenges to the preservation of financial stability of the banking system (and the euro area). Stress tests still reveal capital shortages, and more pessimistic scenarios suggest that banks will have to continue to keep on capital raising. In a recessionary environment there will be downward pressure on margins and increased funding costs Banks will find it difficult to boost equity from retained earnings, and financial markets may be less than receptive for more capital calls. While an overhaul of regulatory structures will continue to take place, the gloomy operating climate may force governments to continue to financially support their major banks.

Key words: competition, crisis, European banks, regulation, supervision.

JEL classification: G21, G28, G38.

I. INTRODUCCIÓN (*)

LA Primera Directiva Bancaria que fue aprobada en 1977 pretendía reducir barreras a la actividad bancaria transfronteriza. La desregulación de los mercados financieros a escala nacional eliminaba muchas de las líneas de demarcación entre bancos y otros proveedores de servicios, y contribuyó a facilitar la competencia entre los sectores bancarios de distintos países. Muchos bancos europeos aprovecharon las oportunidades de la desregulación e incrementaron la escala de sus operaciones, a menudo mediante fusiones y adquisiciones. Tales expansiones se hicieron para conseguir economías de escala y de alcance, y así diseminaron riesgos mediante la diversificación geográfica o de producto. La diversificación geográfica implicaba el establecimiento de filiales y sucursales en otros países de la UE. Con el nuevo siglo, ya se habían hecho muchos progresos para crear un mercado bancario y de servicios completamente integrado a escala europea. Sin embargo, aunque la banca mayorista había conseguido una gran integración, la banca al por menor y el crédito minorista todavía mostraban una orientación nacional, con relativamente poca actividad internacional (1).

La estructura de los sistemas bancarios de cada uno de los países miembros de la UE era bastante heterogénea. También había una variación sustancial en lo concerniente a la rentabilidad media de los bancos localizados en diferentes países de la UE. Por ejemplo, los bancos alemanes tuvieron niveles de rentabilidad relativamente bajos hasta mediados de la década de los años dos mil, mientas que los bancos en Bélgica, Suecia y Reino Unido disfrutaron de rentabilidades medias relativamente altas. Tales diferencias se debieron a las que existían en los sistemas contables y fiscales, a factores estructurales tales como la intensidad de la competencia en segmentos de productos específicos y el grado de diversificación geográfica y de producto, y a los efectos del ciclo económico.

La quiebra de Northern Rock en 2007 precedió a la crisis financiera de los sistemas bancarios en Europa y en todas partes, especialmente en Estados Unidos. La crisis financiera provocó grandes pérdidas, así como la quiebra y cierre de muchos bancos, y forzó una intervención tanto de los bancos centrales como de los gobiernos de todo el mundo. Las respuestas iniciales a la crisis fueron variadas e incluían: la compra por parte de los gobiernos de los activos tóxicos, los cambios en la regulación de activos relacionados aceptados como avales, la nacionalización total o parcial de las instituciones financieras demasiado grandes para caer, y un incremento de las garantías por parte del Gobierno a los depósitos de consumo y a los pasivos bancarios. Las políticas monetarias po-

bres; los incentivos mal asignados a los inversores, bancos y agencias de crédito; la pobre información financiera, las normas contables, los estándares de préstamo laxos, así como las lagunas jurídicas y en la supervisión y el fraude, han sido citados como factores que contribuyeron a la crisis.

Los gobiernos europeos respondieron con una variedad de políticas para mejorar la información y la transparencia, y reducir así el potencial riesgo moral asociado a las redes de seguridad bancarias de cada país. Se han tomado medidas concretas tales como: la extensión de la cobertura de la regulación bancaria, los requerimientos para incrementar el capital, requisitos contracíclicos de capital, promoción de la regulación y de la supervisión de la liquidez, promoción de la supervisión de las agencias de calificación del crédito, normas sobre los pagos a ejecutivos y sobre beneficios, mejora de los compromisos normativos de las actividades transfronterizas de los bancos, reforma de las normas contables y establecimiento de las agencias de protección al consumidor.

En 2009, hubo algunos signos de recuperación del sector, evidenciados por ganancias en las bolsas. Esta tendencia se acabó con el comienzo de la crisis de la deuda soberana, que ha atacado a varias economías europeas de forma especialmente significativa (en concreto, Grecia, Irlanda, Portugal, Italia y España) durante 2010 y 2011. La deuda pública y los déficits condujeron a una crisis de confianza que dio lugar a mayores diferenciales entre bonos, y a elevaciones del coste de los seguros de estos bonos (los *credit default swaps,* CDS). En mayo de 2010, los países de la eurozona y el Fondo Monetario Internacional acordaron un préstamo de 110.000 millones de euros a Grecia, condicionado a la aplicación de medidas de austeridad. Posteriormente, también en mayo, los ministros de finanzas de la Eurozona pusieron en marcha el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (que contiene un amplio paquete de medidas de rescate y garantías que asciende ya a un billón de dólares) para asegurar la estabilidad financiera de la Eurozona. Después del rescate a Grecia, Irlanda tuvo que ser apoyada con 85.000 millones de euros en noviembre de 2010, a lo que siguió un programa de apoyo de 78.000 millones a Portugal en mayo de 2011. Ello ayudó a muchos bancos europeos (en particular, de Alemania y Francia) que son grandes tenedores de deuda soberana, aunque en la mayoría de los países los grandes bancos todavía han tenido que elevar sus recursos propios de forma muy considerable y continúan luchando por conseguir rendimientos que superen el coste del capital. La caída y la reorganización de las cajas de ahorros españolas, junto al desplome de los precios de la propiedad inmobiliaria, hacen que España sea otro candidato potencial para un rescate mientras se escribe este trabajo (agosto 2011). Los bancos en Europa, y en otros lugares, se han hecho cada vez más conservadores, incrementando capital, restringiendo el préstamo y alentando sus posiciones de liquidez. Los bancos más grandes e internacionalmente más activos de Europa también están sujetos a requerimientos de capital y liquidez más estrictos bajo Basilea III.

Con estos antecedentes, este trabajo analiza la relación entre las condiciones económicas y el riesgo en la banca europea. El resto del artículo se estructura como se indica a continuación: el apartado II hace una breve revisión de la evolución de la banca europea anterior a la crisis financiera de 2007 y el periodo subsiguiente; el III repasa los recientes cambios en la arquitectura financiera; el IV se refiere a las pruebas de resistencia realizadas por los grandes bancos europeos en el contexto de la actual crisis de la deuda soberana; finalmente, el apartado V ofrece las conclusiones.

II. EVOLUCIÓN DE LA BANCA EUROPEA ANTES DE LA CRISIS DE 2007

Los sectores bancarios europeos han cambiado de modo significativo durante los últimos veinte años. La desregulación (a través de la Segunda Directiva Bancaria), la creación del mercado único de servicios financieros y la introducción del euro han hecho que los bancos pudieran operar más libremente no sólo en sus mercados nacionales, sino también en Europa, y éstos han incrementado su rango de productos y servicios, llevando a que la distinción entre bancos, compañías de seguros y otras empresas financieras fuese cada vez más borrosa. La entrada de bancos de propiedad extranjera en muchos mercados bancarios europeos hizo que la competencia se hiciera más intensa en muchos segmentos. Ello generó presión adicional para que los bancos redujeran sus costes y propuso nuevas formas de incrementar los rendimientos mediante nuevos tipos de productos y servicios. La aplicación del Plan de Acción de los Servicios Financieros de la UE, entre 1999 y 2004, tuvo como resultado una mayor integración del sistema bancario europeo e incrementó las interconexiones entre las instituciones financieras de los distintos países. Además, los avances tecnológicos también tuvieron su influencia sobre el comportamiento bancario, con la pro-

liferación de la banca por Internet y su reflejo en la publicidad y la proliferación de nuevas formas de pago. La tecnología ha revolucionado los sistemas de concesión de crédito y ha propiciado diferentes modelos de negocio para los pequeños y los grandes bancos. El gran énfasis sobre el comportamiento y el valor del accionista animó a muchos bancos a reconsiderar sus estrategias de gestión de activos y pasivos.

En resumen, la banca europea se transformó en las dos décadas que precedieron a la crisis en varias dimensiones, que incluyen: la globalización, la desregulación, el cambio tecnológico y la integración y armonización mediante la creación de un mercado único bancario en Europa. Los cambios ya mencionados han impactado sustancialmente en la organización industrial del sector bancario. Por ejemplo, el cuadro n.º 1

CUADRO N.º 1

INDICADORES ESTRUCTURALES DEL SECTOR BANCARIO DE LA UE-15

PANEL A

PAÍS	*NÚMERO DE BANCOS*				*ACTIVOS (Millardos de euros)*				*NÚMERO DE SUSCURSALES (*)*			
	1985	*1995*	*2006*	*2009*	*1985*	*1995*	*2006*	*2009*	*1985*	*1995*	*2006*	*2009*
Austria	1406	1041	809	790	-	-	789,8	1036,6	-	-	4258	4167
Bélgica	120	143	105	104	285,9	589,4	1121,9	1155,5	8207	7668	4574	n.a
Dinamarca	259	202	191	164	96,3	125,5	822,4	1104,5	3411	2215	2144	1996
Finlandia	498	381	361	349	-	-	255,1	387,6	-	1612	1598	1538
Francia	1952	1469	829	712	1348,8	2513,7	5728,1	7155,4	25782	26606	40013	38479
Alemania	4739	3785	2050	1948	1495,1	3584,1	7122,8	7423,9	39925	44012	40282	39411
Grecia	41	53	62	66	69,2	94,0	315,1	490,1	1815	2417	3699	4078
Irlanda	42	56	78	18	21,0	45,8	1186,2	1323,6	-	808	935	1228
Italia	1101	970	807	801	546,8	1070,5	2793,2	3692,0	13033	20839	32337	34035
Luxemburgo	177	220	154	147	169,8	445,5	839,6	797,5	120	224	234	n.a
Holanda	178	102	345	295	226,7	650,0	1873,1	2217,0	6868	6729	3456	3137
Portugal	226	233	178	166	38,0	116,3	397,1	520,2	1494	3401	5618	6430
España	364	506	352	352	311,3	696,3	2515,5	3433,3	32503	36405	43691	44431
Suecia	598	249	204	180	-	-	773,7	934,5	-	-	2004	2147
Reino Unido	772	564	401	389	1293,6	1999,5	9651,5	9421,0	22224	17522	12880	12360

(*) El gran incremento de sucursales en Francia entre 1995 y 2006 refleja el establecimiento de la Banque Postale en 2005, cuando aproximadamente 12.000 antiguas oficinas de correos fueron reconvertidas en sucursales bancarias.

PANEL B

PAÍS	*EMPLEADOS (Miles de personas)*				*CONCENTRACIÓN (CR_5 medido sobre los activos)*			
	1985	*1995*	*2006*	*2009*	*1985*	*1995*	*2006*	*2009*
Austria	-	-	76	77	-	39	43,8	37,2
Bélgica	71	77	68	n.a	48	54	84,4	77,1
Dinamarca	52	47	46	50	61	72	64,7	64,0
Finlandia	-	31	24	25	-	70,6	82,3	82,6
Francia	449	408	435	n.a	46	41,3	52,3	47,2
Alemania	591	724	693	n.a	-	16,7	22,0	25,0
Grecia	27	54	62	66	80,6	75,7	66,3	69,2
Irlanda	-	-	39	38	47,5	44,4	45,0	58,8
Italia	319	337	340	322	-	32,4	26,3	34,0
Luxemburgo	10	19	25	26	26,8	21,2	29,1	27,8
Holanda	92	111	117	110	72,9	76,1	85,1	85,0
Portugal	59	60	58	62	61	74	67,9	70,1
España	244	249	262	267	35,1	47,3	40,4	43,3
Suecia	-	-	47	49	-	-	57,8	60,7
Reino Unido	350	383	483	471	-	28,3	35,9	40,8

Fuentes: Informes de varios bancos centrales; Goddard *et al*. (2001, capítulo 2); ECB (2006, 2007 y 2010).

muestra los indicadores estructurales de los sectores bancarios de los países que conforman la UE-15. El cuadro n.º 1 muestra que entre 1985 y 2009 el número total de bancos que operaban en todas las grandes economías cayó de manera sustancial. Sin embargo, en Francia, Alemania, Italia, España y Reino Unido, conjuntamente, el incremento de los activos totales nominales en este periodo excedió el 400 por 100.

En Francia, Italia y España el número de sucursales bancarias creció entre 1985 y 2009, mientras que en el Reino Unido disminuyó. El empleo del conjunto del sector bancario de la UE-15 aumentó en más de un 15 por 100 a lo largo del mismo periodo alcanzando los 2,8 millones en 2009. Como muestra también el cuadro n.º 1, las ratios de concentración bancaria en los mercados definidos por las fronteras nacionales se han incrementado en la mayoría de los países de la UE. Papademos (2005) estima que los catorce mayores grupos bancarios suponían alrededor de un tercio del total de activos bancarios de la UE en 2005. A la vista de las fusiones transfronterizas de la década de los años dos mil, se puede decir que existe una tendencia a largo plazo a la concentración del sector bancario de la Unión Europea.

Ha habido variaciones sustanciales en la rentabilidad media de los bancos localizados en distintos países de la UE. El cuadro número 2 muestra la relativamente baja rentabilidad de los bancos alemanes durante comienzos y mediados de la década de los dos mil, cuando los bancos en Bélgica, Suecia y el Reino Unido disfrutaban de una rentabilidad media relativamente alta. Las diferencias en la rentabilidad media entre países se han atribuido a los siguientes factores: variación de los sistemas contables y fiscales; factores estructurales, tales como la intensidad de la competencia, en segmentos de productos específicos; el tamaño de la diversificación geográfica y de productos, y los efectos del ciclo económico (Llewellyn, 2005; Carbó y Rodríguez, 2007; Goddard *et al*., 2007 y 2011).

La competencia en la banca europea parece haberse hecho más intensa durante la década de los dos mil, a medida que se han ido reduciendo o eliminando las barreras a la diversificación geográfica y de producto. Los márgenes de intereses han estado presionados a la baja, animando a muchos bancos a establecer otros ingresos por comisiones y tasas. Muchos bancos se han diversificado hacia actividades no tradicionales, tales como los fondos de seguros y mutualidades, la banca privada y la gestión de activos. Antes de la crisis crediticia de 2007 y 2008 (que abordamos en el próximo apartado), se habían titulizado buena parte de las carteras de préstamos de los bancos europeos. La titulización supuso 496.000 millones de euros en 2007, y de ella más del 50 por 100 se refería a hipotecas (European Securitisation Forum, 2008). Mientras tanto, las empresas de seguros y los fondos de inversión y de pensiones han in-

CUADRO Nº 2

ROE MEDIA (RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS) DE LOS SECTORES BANCARIOS NACIONALES DE LOS PAÍSES DE LA UE-15 (1990 a 2009, en porcentaje)

País	*1990-94*	*1995-99*	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*	*2009*
Bélgica	9,57	14,54	20,48	15,90	11,76	16,07	14,03	17,11	19,46	9,94	-1,74	6,89
Alemania	12,97	12,48	7,86	0,84	-1,71	-2,70	2,26	8,33	11,02	4,79	2,87	3,57
Grecia	24,60	21,16	19,21	11,80	7,71	14,01	11,54	10,86	13,93	11,44	2,86	-1,95
España	9,73	10,40	10,37	12,30	12,65	13,35	14,60	8,94	15,22	11,53	8,65	1,74
Francia	6,18	7,36	12,08	10,94	9,38	9,85	13,43	9,54	14,77	9,47	5,80	8,36
Irlanda	n/a	19,80	17,88	10,77	11,90	14,50	18,30	12,46	17,84	7,07	-0,16	-49,97
Italia	11,14	9,29	17,58	8,42	6,44	7,59	11,45	8,17	10,50	8,74	6,75	3,47
Luxemburgo	12,73	21,87	20,51	12,89	10,62	13,73	9,88	12,79	19,22	10,99	2,10	8,24
Holanda	13,99	15,92	17,19	12,39	9,75	14,73	19,50	14,14	16,96	18,63	11,43	9,41
Austria	8,13	9,17	11,33	7,85	7,83	9,50	10,49	10,91	16,31	7,81	1,60	1,63
Portugal	10,07	7,78	8,84	13,43	12,30	13,44	11,40	8,04	13,40	9,07	7,68	4,57
Finlandia	-21,57	8,05	22,07	22,79	8,40	18,11	12,12	7,36	10,92	6,71	1,23	7,92
Suecia	17,09	18,42	19,50	18,85	13,39	15,34	18,45	11,07	15,70	9,60	3,56	9,98
Reino Unido	15,40	27,88	21,49	13,47	11,59	14,43	19,90	9,84	16,10	12,59	10,38	4,37
Dinamarca	-2,77	15,70	15,24	10,23	11,26	15,75	16,46	12,06	16,84	9,00	-12,36	-6,90

Fuente: BANKSCOPE.

vadido el terreno previamente ocupado por los bancos en la medida en que el ahorro de los hogares se ha dirigido hacia productos de inversión y de ahorro alternativos.

III. LA CRISIS FINANCIERA EN EUROPA Y SUS REPERCUSIONES

La crisis financiera afectó por primera vez a la banca europea en el verano de 2007, cuando un pequeño prestamista alemán, el IKB Deutsche Industriebank, se topó con dificultades debido a que la cartera de activos que tenía uno de sus vehículos estructurados de inversión (un SIV conocido como Rhineland) tuvo problemas. Ello precipitó un rescate en el que un accionista mayoritario del IKB propiedad del Estado, el Kreditanstalt fur Wiederaufbau (KfW), suministró liquidez y borró las sustanciales pérdidas de la cartera de préstamos del IKB. La liquidez del sistema bancario se evaporó, y los intereses de la financiación aumentaron de forma dramática de la noche a la mañana. Una rápida inyección de liquidez en el sistema bancario de la eurozona fue la herramienta más efectiva para evitar un fracaso bancario mayor. Sin embargo, el panorama empeoró dramáticamente en septiembre de 2008, como consecuencia de la caída del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers y la adquisición acordada de otro banco de inversión estadounidense, el Merrill Lynch, llevada a cabo por el Bank of America. La Reserva Federal anunció entonces un paquete de rescate de 85.000 millones de dólares para la gran aseguradora AIG, a cambio de una participación del 80 por 100. El banco estadounidense Washington Mutual quebró y los activos que tenía fueron vendidos a JP Morgan Chase. La Agencia Federal estadounidense para la financiación de los hogares nacionalizó las empresas financieras de hipotecas patrocinadas por el Gobierno: la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Estos acontecimientos crearon una crisis de confianza que llevaron a las bancas norteamericana y europea al borde del abismo en septiembre y octubre de 2008.

Como cabría esperar, el sistema bancario europeo recibió un gran impacto, expresado en la crisis crediticia que siguió. Entre 2007 y 2010, los mayores bancos europeos registraron enormes pérdidas en sus carteras de créditos y recibieron masivas inyecciones de capital (cuadro n.º 3), siendo los grandes bancos británicos y suizos las principales víctimas. Las mayores depreciaciones fueron compensadas por incrementos de capital. Desde octubre de 2008, la capitalización de muchos de los mayores bancos europeos había sido impulsada mediante inyecciones de financiación pública, fundamentalmente a través de adquisiciones públicas de participaciones preferentes y otros instrumentos cuasi-accionariales.

Como respuesta a la crisis, cada gobierno europeo anunció una combinación de esquemas de garantía de préstamos, planes de rescate y paquetes de estímulo fiscal, en un intento de preservar sus sistemas bancarios y evitar las secuelas de la recesión potencialmente dañinas (2).

Debido al aumento de estas oleadas de rescates bancarios, planes de recapitalización, inyecciones de liquidez y programas de garantía de créditos, los políticos han mostrado su inquietud acerca de los actuales modelos de negocio de la banca europea. Los rescates bancarios a gran escala han preocupado seriamente por los costes sociales y económicos de aquellas instituciones «demasiado grandes para caer» (TBTF: *too big to fail*) o «sistémicamente importantes para caer». Algunos bancos pequeños, tales como el inglés Northern Rock, fueron rescatados porque los responsables políticos y los supervisores percibieron que tenían importancia sistémica. Una cuestión importante para los gestores de la política económica es si se deberían establecer límites al tamaño de los bancos, a su crecimiento o a la concentración para minimizar el riesgo moral de los bancos TBTF o similares. Además de la acción de los gobiernos nacionales, la Comisión Europea ha emitido varios comunicados sobre distintos aspectos de la crisis: la aplicación de normas estatales de ayuda al sector bancario, el tratamiento de los activos tóxicos de los bancos, la recapitalización de las instituciones financieras y la provisión de ayuda estructurada a los bancos. Se constató que había importantes lagunas en el marco regulatorio y de supervisión a escala europea para enfrentar los problemas del sistema financiero (Fonteyne *et al*., 2010). Las posturas nacionales para luchar contra la crisis y proteger a los inversores eran inadecuadas, y generaban externalidades negativas sobre otros estados miembros de la UE. También se apreció una falta de acuerdo y cooperación sobre los compromisos para reducir los costes fiscales derivados de la crisis.

Los gobiernos, y sus respectivos reguladores, se han movido para tapar los agujeros y las debilidades del sistema en relación con la regulación y la supervisión

CUADRO N.º 3

DEPRECIACIÓN E INCREMENTO DE CAPITAL DE LA BANCA EUROPEA
(Hasta diciembre de 2010, miles de millones de dólares)

Posición	*Nombre*	*País*	*Depreciación y pérdidas*	*Capital*
1	Royal Bank of Scotland Group Plc	Reino Unido	75,9	97,8
2	UBS AG	Suiza	58,4	51,1
3	HSBC Holdings Plc	Reino Unido	56	28,8
4	Barclays Plc	Reino Unido	44,8	31,6
5	Banco Santander SA	España	30,2	29,4
6	HBOS Plc	Reino Unido	29,5	25,7
7	UniCredit SpA	Italia	27,9	15,9
8	Credit Suisse Group AG	Suiza	27,4	22,3
9	Deutsche Bank AG	Alemania	24,5	28,9
10	BNP Paribas	Francia	24	13,6
11	ING Groep N.V.	Holanda	19,8	24,6
12	Societe Generale	Francia	19,5	17,8
13	Bayerische Landesbank	Alemania	19,3	21,4
14	Commerzbank AG	Alemania	17,1	26,3
15	KBC Groep NV	Bélgica	15	7,9
16	IKB Deutsche Industriebank AG	Alemania	14,8	11
17	Allied Irish Banks Plc	Irlanda	13	18
18	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	España	12,7	0
19	Danske Bank A/S	Dinamarca	10,8	0
20	Credit Agricole S.A.	Francia	9,9	12,9
21	Intesa Sanpaolo	Italia	9,7	5,8
22	Fortis	Bélgica	9,4	23,2
23	Natixis	Francia	9	8,3
24	Landesbank Baden-Wurttemberg	Alemania	8	7,2
25	DZ Bank AG	Alemania	7,8	0
26	Anglo Irish Bank Corp	Irlanda	7,6	4,4
27	Hypo Real Estate Holding AG	Alemania	7,2	11,2
28	Dexia SA	Bélgica	7	9,2
29	Erste Group Bank	Austria	6,1	3
30	Dresdner Bank AG	Alemania	5,2	0
31	Banco Popolare	Italia	4,5	0
32	HSH Nordbank AG	Alemania	4,2	1,8
33	National Bank of Greece SA	Grecia	4,1	0,8
34	Bank of Ireland	Irlanda	4,1	11,7
35	WestLB AG	Alemania	4	7,2
36	EFG Eurobank	Grecia	3,9	0
37	Lloyds Banking Group Plc	Reino Unido	3,6	51,2
38	Banco Popular Espanol SA	España	3,6	1,7
39	Rabobank	Holanda	3,5	1,5
40	Northern Rock PLC	Reino Unido	3,3	5,6
41	Alliance & Leicester Plc	Reino Unido	2,6	0
42	Landesbank Sachsen AG	Alemania	2,5	0
43	Deutsche Postbank AG	Alemania	2,5	1,4
44	ABN AMRO Holding NV	Holanda	2,3	0
45	Alpha Bank	Grecia	2,1	0
46	Bradford & Bingley PLC	Reino Unido	2,1	3,1
47	Piraeus Bank	Grecia	2	0
48	Groupe Caisse d'Epargne	Francia	1,2	5,2
49	Landesbank Hessen-Thueringen	Alemania	0,8	0
50	HVB Group	Alemania	0,7	0

Fuente: BLOOMBERG.

bancaria. La aprobación de la Ley estadounidense Dodd-Frank, de Reforma de Wall Street y de Protección al Consumidor en julio de 2010, la mayor reforma financiera en Estados Unidos desde la Gran Depresión, es un buen reflejo de esta tendencia, y es indicativa del tipo de medidas que los gobiernos nacionales pueden adoptar.

La Ley Dodd-Frank revisa el sistema de regulación y supervisión actual para mejorar la presentación de la información, la transparencia y la seguridad del sistema financiero. La Ley estableció un Consejo de Vigilancia de la estabilidad financiera, promovió nuevas medidas específicas para las instituciones financieras sistémicamente importantes, creó una Oficina de Protección al Consumidor, reformó la Reserva Federal, mejoró la transparencia de los derivados e introdujo nuevas reglas sobre la retribución a ejecutivos, y sobre las agencias de calificación del crédito. Todas ellas se describen brevemente a continuación.

El propósito del Consejo de Vigilancia de la estabilidad financiera es identificar y tener en cuenta los riesgos sistémicos de empresas financieras grandes y complejas antes de que puedan amenazar a la estabilidad de la economía. El Consejo consta de diez reguladores financieros, de un miembro independiente y de cinco miembros sin voto. Está presidido por el Secretario del Tesoro. Las principales funciones del Consejo son las de reforzar la gestión del capital, la liquidez y el riesgo cuando los bancos son «demasiado grandes». Por mayoría de dos tercios, el Consejo puede pedir que los intermediarios financieros sistémicamente importantes (ya sean bancarios o no) sean regulados por la Reserva Federal (se sabe previamente que aproximadamente treinta y cinco instituciones sistémicamente importantes serán reguladas por la Reserva Federal, incluyendo a todas las organizaciones bancarias con activos que superen los 50.000 millones de dólares). También por mayoría de dos tercios, la Reserva Federal puede acabar con aquellos intermediarios financieros complejos que supongan una «grave» amenaza sistémica. Finalmente, un objetivo más amplio del Consejo es vigilar el riesgo del sistema financiero.

La Ley Dodd Frank establece claramente que «no se castigará al contribuyente» y que se prohíbe al FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) destinar recursos a intermediarios financieros sistémicamente importantes. La llamada normativa Volcker se ha aprobado para prohibir a los bancos minoritarios involucrarse en actividades no financieras y limitar las inversiones en *hedge funds,* o su participación en fondos de inversión más allá del 3 por 100 del capital. Las instituciones sistémicamente importantes tendrán que proporcionar sus «últimas voluntades» (*living wills*), que son sus planes de acción para ejecutar rápidamente el cierre en caso de quiebra. La Ley también crea mecanismos ordenados de liquidación para que el FDIC pueda deshacer empresas sistémicamente relevantes.

Se crea una nueva Oficina de Protección al Consumidor, con sede en la Reserva Federal, confiriéndole autoridad para asegurar que los consumidores americanos reciban la información clara y precisa que necesitan para contratar hipotecas, tarjetas de crédito y otros productos financieros y protegerles de comisiones ocultas, términos abusivos y engaños. Podrá ejercer su auditoría sobre bancos y entidades de crédito que tengan más de 10.000 millones de dólares en activos.

Los poderes de préstamo de emergencia de la Reserva Federal (establecidos en 1932 en el capítulo 13(3) de la Ley de la Reserva Federal) le confieren autoridad para prestar a instituciones que no pueden captar depósitos (bancos de inversión, aseguradoras) bajo «circunstancias inusuales y exigentes». La Ley Dodd Frank condiciona este préstamo a la aprobación por parte de la Secretaría del Tesoro. La Reserva Federal tendrá que revelar todos los detalles del préstamo relacionados con el capítulo 13(3), y estará sometida a una auditoría de préstamos de emergencia por parte de la Oficina Contable del Gobierno (GAO) durante la crisis (3). Se creará un nuevo puesto de Vicepresidente de la Reserva Federal para la supervisión, y la GAO examinará los asuntos de gobierno y la designación de directores.

La Ley insta a negociar los derivados en las cámaras de compensación centrales y en la Bolsa. Los reguladores y los responsables de las bolsas deberán determinar qué debería ser comerciado en Bolsa. Los derivados bursátiles son más transparentes que los OTC, y los riesgos de crédito cambian con el intercambio. Además, se establecerá una nueva Agencia de Calificación de Créditos en la Comisión de Valores y Bolsa (SEC) que examinará a las agencias de calificación, y se permitirá a los inversores demandar a las agencias por «conocimiento y uso indebido». Los accionistas tienen más que decir en la compensación y los blindajes salariales en caso de despido (*golden parachutes*), y las instituciones bancarias deben publicar la ratio de remuneraciones ejecutivas en relación con las de la

media de los trabajadores. Habrá provisiones en términos de recuperación de las compensaciones si la razón desempeño financiero/proyecciones demuestra ser incorrecta.

Finalmente, otras reformas que se recogen en la Ley Dodd-Frank son la abolición de la Oficina de Supervisión de Ahorro (el ahorro ahora estará supervisado por la Oficina de Control de Cambios, OCC). La Reserva Federal tendrá que examinar los *holdings* de servicios financieros no bancarios, revocar la prohibición de pagar intereses sobre las cuentas corrientes instrumentadas en cheques, establecer una nueva Oficina Federal de Aseguramiento (para supervisar la industria), otorgar más recursos financieros a la SEC, incrementar el seguro de depósito a 250.000 dólares y forzar a los titulizadores de hipotecas de riesgo a tener que compartir el riesgo. Los prestamistas deben asegurar que el prestatario puede refinanciar el préstamo de la vivienda verificando sus ingresos, su historial de créditos y su categoría laboral. Además, habrá restricciones al establecimiento de comisiones a los consumidores, entre otras por uso de tarjetas de crédito (que se espera que le cuesten al sector bancario miles de millones de dólares).

Como se puede comprobar, es muy probable que la Ley Dodd-Frank reforme el modo en que el sector bancario estadounidense está regulado con mayores restricciones sobre el tipo de actividades que los bancos pueden acometer, y que continúe presionando para reforzar el capital y la liquidez, poniendo fin (al menos en teoría) a los rescates pagados por los contribuyentes. La principal crítica de la legislación es que la «acción de refuerzo» debería ser perfilada y consolidada dentro del laberinto de las estructuras legales estadounidenses.

En el Reino Unido se estableció una Comisión Bancaria Independiente para analizar las reformas estructurales y no estructurales del sector bancario británico, en aras de promover la estabilidad financiera y la competencia. El 12 de septiembre de 2011 la Comisión publicó un informe final que, a la vista de las posibles reformas, sugiere lo siguiente:

— La actividad bancaria minorista debe separarse de la banca al por mayor y de inversión.

— Las distintas divisiones del mismo banco deberían tener entes legales separados, con sus propios consejos de administración.

— Los bancos sistémicamente importantes y las grandes operaciones de la banca minorista británica deberían tener una ratio mínima del 10 por 100 de recursos propios sobre el total de activos.

— El capital contingente y la deuda deberían estar disponibles para mejorar la falta de absorción de pérdidas en el futuro.

— Los riesgos de gestión deberían convertirse en un negocio menos complejo e independiente para la banca minorista, pero éste debería continuar siendo complejo para la banca al por mayor y de inversión.

Es probable que el coste de estas reformas para la economía del Reino Unido supongan entre 1.000 y 3.000 millones de libras esterlinas anualmente, cifra mucho más favorable que el coste anual estimado de 40.000 millones de libras de producción perdida que sigue a las crisis financieras. Si se adoptan, las reformas propuestas han de ser implementadas hacia 2019 (en sucesivos gobiernos del Reino Unido).

En Europa se está vislumbrando una nueva arquitectura de la supervisión, como se ha dicho en el Informe De Larosière (febrero 2009). Un elemento clave se refiere al asunto de la cooperación internacional, la cual es crucial dado el desarrollo de la banca transfronteriza. El Parlamento Europeo y el ECOFIN adoptaron una nueva legislación, y cambios en la arquitectura normativa y de supervisión, en noviembre de 2010. Se han establecido nuevos compromisos en el ámbito de la supervisión macro y micro-prudencial. En concreto, un Consejo de Riesgo Sistémico Europeo (ESRB), que fue establecido en diciembre de 2010 para seguir y evaluar los riesgos sistémicos en el sistema financiero de la UE. Si es necesario, el ESRB hará recomendaciones sobre las medidas requeridas a la hora de considerar la generación de riesgos en el sistema financiero.

A un nivel microprudencial, se creó un Sistema Europeo de Supervisores Financieros (ESFS) en enero de 2011. El ESFS aúna las agencias nacionales de supervisión de la UE con tres nuevas autoridades sectoriales supranacionales (ESA) que cubren: a la banca europea (Autoridad Bancaria Europea, EBA); a los mercados financieros (Autoridad de los Valores Europeos y de los Mercados, ESMA), y a los seguros (Autoridad de los Seguros Europeos y de las Pensiones, EIOPA). Las ESA se forman a partir de organismos ya existentes. La EBA reemplaza al Comité de Supervisores de la Banca Europea; la ESMA, al Comité de Reguladores de Valores Europeos, y la EIOPA,

al Comité de Supervisores de los Seguros Europeos y de las Pensiones. Estas autoridades marcarán las guías a seguir en asuntos de supervisión y realizarán concienzudos análisis (incluyendo las pruebas de resistencia de las instituciones financieras de la UE). Además, se ha creado un Comité Conjunto para asegurar que se lleva a cabo de modo efectivo la supervisión de los conglomerados financieros.

Más allá de Europa y de Estados Unidos, hay discusiones políticas para mejorar la coordinación de la regulación de la banca internacional, con el objetivo de mejorar las responsabilidades de los países de origen y de destino en caso de que haya quiebras bancarias que afecten a distintas jurisdicciones. Se están examinando también las posibilidades para un arbitraje regulatorio transfronterizo, con el objetivo de eliminar lagunas legales. Durante la crisis, las reuniones del G7 y del G20 han servido como foro de discusión internacional sobre varias formas de intervención en materia de política económica. Existen diferencias obvias, tanto de énfasis como de enfoque, entre los gobiernos y, a veces, es difícil conseguir una acción política coordinada. Sin embargo, si se consideran conjuntamente los acontecimientos sucedidos después de la crisis, parece existir una fuerte correlación entre las acciones políticas de Estados Unidos y el Reino Unido y (en alguna medida) de Europa, que no es, desde luego, una mera coincidencia. A medida que la banca se internacionaliza o globaliza, la necesidad de coordinar las acciones de política es más importante (particularmente, en tiempos de crisis).

La crisis crediticia también ha mostrado las debilidades del régimen actual de regulación del capital bancario. En el régimen normativo del capital ponderado por riesgo de Basilea II, el uso de modelos que se fijaban en el pasado para evaluar el riesgo creó una tendencia procíclica (desestabilizadora) de la provisión de capital que parecía amplificar el ciclo económico. Durante la fase alcista, las tasas observadas de impago de los prestatarios caían. De acuerdo con esta observación, los activos bancarios de cualquier clase de riesgo se consideran de menor riesgo y necesitan un menor aprovisionamiento. En tales circunstancias, los colchones de capital pueden apoyar el incremento de préstamos bancarios, que tienden a aumentar en la fase alcista del ciclo. Sin embargo, ahora se considera, de forma general, que los bancos deberían acumular capital durante el periodo alcista para que esas reservas estén disponibles durante los periodos de tensión económica. El aprovisionamiento de capital ejercería por tanto un efecto contracíclico (estabilizador). La regulación pasada también se ha fijado mucho en el capital, a expensas de la liquidez. Durante el camino hacia la crisis, muchos bancos parecen haber estado operando con una liquidez peligrosamente reducida, considerando la ratio de activos de liquidez sobre el total de activos. Como ha quedado claro, una severa escasez de liquidez puede generar fácilmente una crisis de capitalización.

En respuesta a todo ello, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) ha fijado las guías de la nueva regulación bancaria y de capital (conocidas como Basilea III), que han de ser aplicadas en su totalidad a finales de 2019. Todos los mayores centros financieros del G-20 se tienen que comprometer a adoptar el Marco de Capital de Basilea III a finales de 2011. Basilea III pretende reforzar el capital global y la normativa de liquidez para mejorar la habilidad del sector bancario a la hora de absorber choques y disminuir las externalidades del sector financiero sobre la economía real. Las principales características de Basilea III son:

— Propone un nuevo apalancamiento de capital y estándares de liquidez para reforzar la regulación bancaria, la supervisión y la gestión de riesgos. Ello requerirá que los bancos mantengan mayores niveles de capital, y que éste sea de mayor calidad según las actuales reglas de Basilea II.

— Basilea III introducirá una ratio de apalancamiento como medida suplementaria al marco de riesgo establecido por Basilea II. Las nuevas propuestas también introducirán una serie de medidas para promover la construcción de colchones de capital durante las fases de bonanza, que han de ser desplegados en periodos de tensión (recudir la prociclicidad y promover los colchones contracíclicos).

— La cobertura de riesgos del marco de capital se reforzará mediante: mayores requerimientos de capital frente a exposiciones de crédito de los bancos; derivados, *repos* y transacciones financieras de valores; incentivos adicionales para trasladar contratos de derivados OTC a entes centrales (cámaras de compensación), e incentivos para reforzar la gestión del riesgo de las exposiciones de crédito.

— Basilea III introduce un estándar mínimo global de liquidez para los bancos que operan internacionalmente que incluye una ratio de cobertura a 30 días, sustentado sobre una ratio de liqui-

dez estructural a más largo plazo llamada ratio neta de financiación estable.

Además de lo anterior, el Comité de Basilea también está reconsiderando la necesidad de capital adicional, liquidez y otras medidas de supervisión para reducir las externalidades de las TBTF asociadas a instituciones sistémicamente importantes.

La regulación efectiva también ha estado constreñida por una falta de transparencia sobre los modelos de negocio de los bancos. Aunque la crisis ha forzado a los bancos a tener que dar información detallada sobre sus exposiciones, la revelación de los modelos de negocio, de la gestión de riesgo y de las prácticas de valoración permanece todavía limitada. Del mismo modo, la restauración de la confianza en los mercados extrabursátiles (OTC) para los activos titulizados y los derivados del crédito precisará de un incremento de la transparencia, de una disminución de la complejidad y de una mejora de la vigilancia. En el caso de los derivados de crédito, los riesgos de contrapartida han sido una seria preocupación, con tenedores de *swaps* sobre el impago del crédito (CDS) temerosos de que la contraparte pudiera fallar en sus obligaciones en caso de impago de los activos subyacentes. Por consiguiente, los gestores de la política económica han mostrado su disposición a orientar estas transacciones hacia las cámaras de compensación.

IV. RIESGO Y ESTABILIDAD EN LA BANCA EUROPEA

Como se puede comprobar, los desarrollos normativos posteriores a la crisis han sido significativos, con el principal objetivo de reforzar el capital y la liquidez en el sistema bancario, así como de introducir normas que limiten los comportamientos favorables a la toma de riesgos de los bancos. Además, los participantes en el mercado, así como las agencias de regulación, están observando muy de cerca, y cada vez más, el comportamiento de los bancos para garantizar que la fortaleza financiera de las principales instituciones esté en estándares aceptables. El cuadro n.º 4 ilustra las estimaciones del BCE sobre la actuación de los grandes y complejos grupos bancarios de la eurozona entre 2005 y 2010, señalando las pérdidas acaecidas en 2008 y el repunte posterior del ROE. Es preciso tener en cuenta el colosal incremento de las ratios de coste sobre ingreso en 2008 debido a la caída de los ingresos. También se ha observado un incremento sustancial de la ratio de capital *Tier 1* y de solvencia en 2009 y 2010. Otro buen ejemplo de análisis pormenorizado del desempeño se refiere a las pruebas de resistencia, o tests de estrés, publicadas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA). Los tests más recientes, publicados el 15 de julio de 2011, se aplicaron a noventa bancos de veintiún países europeos. Para este ejercicio, la EBA permitió que el incremento específico de recursos propios en los cuatro primeros meses de 2011 fuese incluido en sus cálculos. Ello motivó a los bancos a reforzar su solvencia antes del test. Los resultados de las pruebas se resumen a continuación:

— En diciembre de 2010 veinte bancos no habían alcanzado la referencia *Tier 1* de la ratio de capital a un horizonte de dos años del ejercicio (2010-2012). Ello supone un déficit de capital de 26.800 millones de euros.

— Los noventa bancos en cuestión incrementaron sus recursos propios en 50.000 millones de euros más entre enero y abril de 2011.

CUADRO N.º 4

COMPORTAMIENTO DE LOS GRUPOS BANCARIOS DE MAYOR DIMENSIÓN EN LA EUROZONA
(En porcentaje)

AÑO	*RENDIMIENTO SOBRE RECURSOS PROPIOS*		*PRÉSTAMOS EN MORA/ TOTAL DE ACTIVOS*		*RATIO COSTES OPERATIVOS/ MARGEN BRUTO*		*RATIO TIER 1*		*RATIO BIS DE SOLVENCIA*	
	Mediana	*Media*	*Mediana*	*Media*	*Mediana*	*Media*	*Mediana*	*Media*	*Mediana*	*Media*
2005	10,04	11,93	0,08	0,11	60,69	58,87	7,89	8,20	11,05	11,23
2006	14,81	14,61	0,07	0,11	55,95	56,40	7,75	8,07	11,01	11,16
2007	11,97	11,65	0,05	0,10	63,00	62,95	7,40	7,72	10,60	10,72
2008	2,26	-14,65	0,27	0,31	73,36	160,96	8,59	8,58	11,70	11,37
2009	2,97	0,34	0,45	0,55	60,35	62,47	10,15	10,33	13,60	13,37
2010	7,68	6,76	0,24	0,32	60,40	62,01	11,20	11,38	14,10	14,38

Fuente: Adaptado de ECB (2011, cuadro S5: S30-S31).

— Ocho bancos no alcanzaron el umbral de capital del 5 por 100, lo que suponía un *gap* de 2.500 de euros.

— Dieciséis bancos alcanzaron una ratio *Tier 1* de entre el 5 por 100 y el 6 por 100.

Basándose en estos resultados, la EBA ha emitido una recomendación a las autoridades supervisoras de cada país señalando que los bancos que tienen el *Tier 1* de capital por debajo del umbral del 5 por 100 deberían remediar la situación lo antes posible. La EBA también ha recomendado que las autoridades supervisoras nacionales pidan a todos los bancos cuya ratio *Tier 1* está por encima, pero cercana al 5 por 100, y que por tanto tienen considerables exposiciones a las deudas soberanas estresadas, que tomen las medidas oportunas para reforzar su solvencia, incluyendo (cuando sea necesario) restricciones a los dividendos, desapalancamientos, nuevas emisiones de capital o la conversión de instrumentos de menor calidad en capital *Core Tier 1.*

Desde varias posiciones se ha sugerido que los test de estrés llevados a cabo no fueron lo suficientemente contundentes (especialmente, porque se incluyó la subida de 50.000 de euros extra del primer trimestre de 2011). Varios analistas han informado de otros escenarios. Por ejemplo, Goldman Sachs (2011) hace varios supuestos sobre las exposiciones de la deuda soberana y aplica un recorte a la deuda de Grecia, Irlanda y Portugal. Ello daría un déficit de 25.900 millones en relación con la referencia del 5 por 100 del capital *Core Tier 1*. Si se recorta un 10 por 100 más a la deuda italiana y española, este agujero se incrementaría hasta los 29.800 millones de euros. De manera más positiva, Barclays Capital (2011) estima que sólo cuatro de los treinta bancos principales fallarían el escollo del 5 por 100, al hacer el ajuste al mercado también en los balances bancarios.

Una preocupación que todavía permanece se refiere a cómo la crisis de la deuda soberana impactará sobre los costes de financiación bancarios en los próximos meses. Es bien conocido que los costes de financiación están positivamente ligados a los riesgos soberanos (véanse IMF, 2011; BIS, 2011). Un incremento en tal riesgo conlleva un mayor diferencial *vis-à-vis* al típico activo libre de riesgos en Europa, el bono alemán, y ello, a su vez, aumenta el coste financiero (principalmente, porque el bono contiene una proporción sustancial de tales pasivos). Los tests de estrés antes mencionados revelaron que en diciembre de 2010 los noventa bancos analizados tenían 8,2 billones de euros de financiación al por mayor/interbancaria, de la cual alrededor del 56 por 100 tenía una maduración a dos años. Reemplazar esta financiación va a ser un gran reto en el contexto de la crisis soberana. De hecho, el reciente *Informe sobre Estabilidad Financiera* del BCE (ECB, 2011) advierte sobre este riesgo creciente.

V. CONCLUSIÓN

Durante las décadas de cambio tecnológico de los años noventa y los dos mil, la innovación financiera y la desregulación condujeron a cambios significativos en la organización y la prestación de los servicios financieros del sector bancario europeo. Mientas que la banca al por mayor se convirtió en un negocio europeo, la banca al por menor ha seguido centrada en lo nacional. Los bancos han adoptado, cada vez más, modelos de negocio más sofisticados, y se han diversificado en nuevas áreas de productos y de servicios para aunar riesgos, alcanzar economías de escala y de alcance, y reducir las ineficiencias de gestión.

La crisis financiera de finales de la década de los años dos mil, y la consiguiente crisis de la deuda soberana, conllevan serios retos para la preservación de la estabilidad financiera del sistema bancario y la zona euro en sí misma. Las recientes pruebas de resistencia revelan la existencia de necesidades de capital en el sector bancario, y los escenarios más pesimistas en lo concerniente a los recortes de la deuda soberana sugieren que los bancos tendrán que continuar incrementando el capital en un futuro previsible. Esto ocurre en un entorno macroeconómico de recesión, donde va a haber una presión creciente a la baja sobre los márgenes al tiempo que una mayor capacidad de servicios de venta cruzada. En breve, los bancos hallarán dificultades a la hora de incrementar los recursos propios con beneficios no distribuidos, y el mercado puede ser menos receptivo a la inversión en capital bancario. Parece más que probable que, por un tiempo, los gobiernos y el BCE continúen financiando, en la retaguardia, a los principales bancos.

Es preciso, en todo caso, continuar con la puesta a punto de las estructuras regulatorias actuales. Las nuevas normas destacan: ratios simples de liquidez y apalancamiento, la restricción de modelos de negocio opacos y la minimización de distorsiones causadas por los TBTF y/u otros bancos estratégicamente impor-

tantes. Se establecerá gradualmente una nueva arquitectura macro y microprudencial. Cualquiera que sea la configuración futura del sector bancario europeo, la crisis financiera de finales de la década de los años dos mil y la actual crisis de la deuda soberana transformarán todos los aspectos de la estructura futura, de la conducta y de la regulación de la banca europea.

NOTAS

(*) Los autores agradecen a Yalman Onaran de Bloomberg que les haya aportado los datos bancarios relevantes. Se le exime, en cualquier caso, de toda responsabilidad sobre los contenidos del artículo.

Este artículo, titulado originalmente «Economic conditions and risk in European Banking», ha sido traducido del inglés por M.ª Teresa Fernández Fernández.

(1) Dermine (2006) debate extensamente la evolución del sector bancario europeo.

(2) Hacer un amplio inventario de las variadas medidas de apoyo de los gobiernos puestas en marcha por los bancos europeos desde 2008, y de su valoración, no encaja con el propósito de este trabajo. Véanse para ello Stolz y Wedow (2010) y ECB (2011).

(3) *Nota del traductor.* En los organismos financieros que se relacionan en este apartado, se mantienen las siglas en inglés por su amplia difusión y uso en la literatura financiera.

BIBLIOGRAFÍA

BARCLAYS CAPITAL (2011), «Life goes on. The European stress test», *Barclays Capital Equity Research*, 18 de julio.

BIS (2011), «The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions», *Committee on the Global Financial System*, julio.

CARBÓ, S., y F. RODRÍGUEZ (2007), «The determinants of bank margins in European banking», *Journal of Banking and* Finance, 31: 2043-2063.

DERMINE, J. (2006), «European banking integration: Don't put the cart before the horse», *Financial Institutions, Markets and Money*, 15: 57-106.

EUROPEAN CENTRAL BANK, ECB (2006), *EU Banking Structures*, Francfort.

— (2007), *EU Banking Structures*, Francfort.

— (2010), *EU Banking Structures*, septiembre, Francfort.

— (2011), *Financial Stability Review*, junio, Francfort.

EUROPEAN SECURITISATION FORUM (2008), *ESF Securitisation Data Report,* Invierno, Londres.

FONTEYNE, W.; W. BOSSU; L. CORTAVARRIA-CHECKLEY; A. GIUSTINIANI; A. GULLO; D. HARDY, y S. KERR (2010), «Crisis management and resolution for a European Banking System», *IMF Working Papers*, WP/10/70.

GODDARD, J.; P. MOLYNEUX, y J. O. S. WILSON (2001), *European Banking: Technology, Efficiency and Growth,* Londres, John Wiley and Sons.

GODDARD, J.; P. MOLYNEUX; J. O. S. WILSON, y M. TAVAKOLI (2007), «European Banking: an overview», *Journal of Banking and Finance*, 31: 1911-1936.

GODDARD, J.; H. LIU; P. MOLYNEUX, y J. O. S. WILSON (2011), «Do bank profits converge?», *European Financial Management*, en prensa.

GOLDMAN, SACHS (2011), «Stress test II: Banks not buckling under EBA's Stress: Focus moving to connectivity», *Goldman Sachs Equity Research*, 18 de julio.

IMF (2011), *Global Financial Stability Report*, abril.

LLEWELLYN, D. T. (2005), «Competition and profitability in European banking: Why are UK banks so profitable?», *Economic Notes*, 34: 279–311.

PAPADEMOS, L. (2005), «Banking supervision and financial stability in Europe», discurso emitido en la *Conference on Supervision of International Banks,* European Banking Federation, Bruselas, 28 de octubre.

STOLZ, S. H., y M. WEDOW (2010), «Extraordinary measures in extraordinary times - public measures in support of the financial sector in the EU and the United States», *Occasional Paper Series*, n.º 117. Francfort, ECB.

DIMENSIÓN BANCARIA Y GESTIÓN DEL RIESGO

Elena CUBILLAS MARTÍN
Ana Rosa FONSECA DÍAZ
Francisco GONZÁLEZ RODRÍGUEZ (*)
Universidad de Oviedo

Resumen

Este trabajo analiza la relación entre tamaño y riesgo bancario puesta de manifiesto en la literatura, y proporciona nueva evidencia sobre dicha relación en 25 países de la Unión Europea (UE25) entre 1992 y 2007. Los potenciales beneficios, en términos de diversificación y/o economías de escala y alcance, en los bancos grandes se contraponen con el mayor poder de mercado y los incentivos «perversos» que genera la anticipación por los inversores de una política de *too big to fail* (TBTF) en caso de crisis bancaria. Los resultados obtenidos sugieren la presencia de un problema de TBTF en la UE25, y apoyan las propuestas encaminadas a reforzar el control de riesgos sobre los bancos de mayor tamaño.

Palabras clave: tamaño bancario, riesgo, estabilidad financiera, *too big to fail*, datos de panel.

Abstract

This paper analyzes the relation between bank size and risk-taking highlighted in the literature and provides new empirical evidence for the 25 country members of the European Union (EU25) over the 1992-2007 period. Better diversification and the presence of economies of scale or scope have to be compared in large banks with the higher market power and incentives to take excessive risks induced by the expectation of a «too big to fail» (TBTF) policy in case of a banking crisis. The results suggest the relevance of a TBTF problem in the EU 25 and support proposals oriented to strengthen the control of bank risk-taking in large entities.

Key words: bank size, risk, financial stability, too big to fail, panel data.

JEL classification: G21, G32, L22.

I. INTRODUCCIÓN

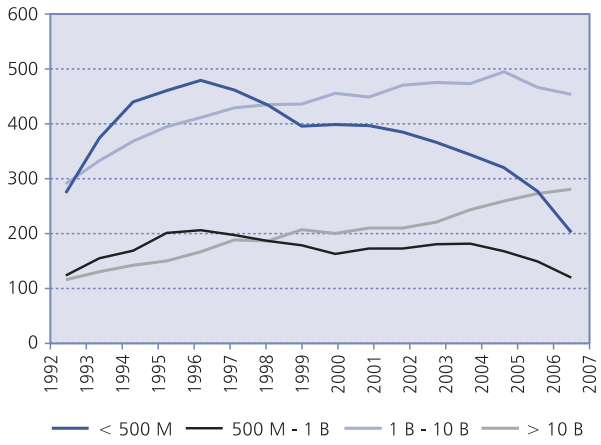
LA industria bancaria ha experimentado en las últimas décadas un proceso de consolidación impulsado básicamente por el progreso tecnológico, la desregulación financiera, y la globalización financiera y de los mercados de bienes y servicios, que en la mayoría de los países ha originado un aumento del tamaño medio y la complejidad de las entidades (Mester, 2008). El mayor tamaño bancario incrementa los problemas de riesgo sistémico en caso de quiebra de la entidad, y puede llegar a comprometer la capacidad de las cuentas públicas para abordar determinados tipos de intervención. La actual crisis financiera ha reavivado esta problemática y el debate sobre el control de riesgos en los bancos de gran tamaño. Por este motivo, el presente trabajo revisa la literatura, analizando la relación entre tamaño y riesgo bancario, a la vez que proporciona nueva evidencia para 25 países miembros de la Unión Europea - UE25 (1).

El gráfico 1 utiliza datos de BankScope, y muestra que en la UE25 se ha incrementado el número de bancos con activos superiores a un billón de dólares, mientras que se ha reducido el número de bancos con tamaño inferior al billón de dólares (2). Este proceso de consolidación es un fenómeno global, y no sólo de la Unión Europea. En Estados Unidos, por ejemplo, el 85 por 100 de los activos del sistema bancario pertenecía en el año 2000 a bancos de más de un billón de dólares, y entre 1995 y 2007 se han realizado 12.000 fusiones de bancos, que multiplicaron por cuatro el tamaño medio de las entidades (FDIC, 2007).

La existencia de un menor número de entidades con tamaño cada vez mayor tiene implicaciones importantes en términos de estabilidad financiera. En primer lugar, incrementa el riesgo sistémico. Un *shock* adverso en un banco grande puede trasmitirse al resto del sistema financiero como consecuencia de los vínculos existentes entre entidades. El informe del Grupo de los 10 (2001) sobre consolidación muestra evidencia de que las interdependecias entre bancos grandes y otras entidades bancarias se han incrementado en Estados Unidos, Japón y Europa a través de los préstamos interbancarios, derivados OTC y el sistema de pagos y liquidación.

En segundo lugar, el mayor tamaño de las entidades puede generar incentivos a asumir riesgos adicionales que incrementen su ya elevado riesgo sistémico, debido a la anticipación de una política de *too big to fail* (TBTF). La idea que está detrás de una política de *too big to fail* (TBTF) es que las autoridades intervienen garantizando, parcial o totalmente, las pérdidas de acreedores no asegurados antes de

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE ENTIDADES POR CATEGORÍAS DE TAMAÑO (*)



(*) El gráfico muestra la evolución del número de entidades para cuatro categorías de tamaño bancario entre 1992 y 2007 en la UE25. Las cuatro categorías son: 1) bancos con activos inferiores a 500 millones de dólares; 2) bancos con activos entre 500 millones y un billón de dólares; 3) bancos con activos entre 1 billón y 10 billones de dólares, y 4) bancos con activos superiores a 10 billones de dólares.
Fuente: BankScope.

la insolvencia para evitar que la crisis se contagie a otras entidades con las que se relacionaba la entidad quebrada. La anticipación por los acreedores de esa cobertura implícita disminuye sus incentivos a supervisar al banco y promueve una mayor asunción de riesgos. En estas circunstancias, un mayor tamaño de la entidad aumenta la probabilidad de que sea considerada demasiado grande para dejarla caer, o TBTF. Por tanto, la aplicación de una política de TBTF proporciona a los accionistas bancarios incentivos no sólo a incrementar el riesgo para maximizar el valor de las acciones, sino también a incrementar el tamaño del banco para aumentar la probabilidad de ser considerado TBTF. Este tipo de incentivos representan un problema de riesgo moral y costes para la economía en su conjunto.

Un aumento del tamaño que venga motivado por la búsqueda de beneficios asociados a una política de TBTF no es socialmente óptimo, y justificaría la aplicación de límites a los procesos de consolidación en el sector bancario. Además, un elevado tamaño bancario puede reducir la capacidad de las autoridades para intervenir, tratando de evitar riesgos sistémicos, si el tamaño del déficit de la entidad amenaza la estabilidad de las cuentas públicas. Esta última característica ha estado presente en la reciente crisis financiera con, por ejemplo, el caso del *Anglo Irish Bank* en Irlanda, o en otros países donde los potenciales problemas de insolvencia por parte de su sistema bancario han originado dudas sobre la capacidad de las cuentas públicas para intervenir cubriendo las potenciales pérdidas de los acreedores bancarios.

En respuesta a las distorsiones que puede originar la anticipación de una política de TBTF, y a las limitaciones que las autoridades públicas han evidenciado en la actual crisis financiera para intervenir en entidades de gran tamaño, se han realizado recientemente diversas propuestas regulatorias, básicamente procedentes del Comité de Basilea: 1) la exigencia de mayores requerimientos de capital para entidades sistémicamente importantes (Bank of Internacional Settlements, 2011); 2) la aplicación de una mejor supervisión, tanto nacional como internacional (Financial Stability Board, 2010), y 3) la aplicación de mayores impuestos a las entidades de mayor tamaño (Cottarelli, 2010).

Los problemas asociados a un mayor tamaño provocan que el debate sobre el tamaño bancario se plantee en términos de contraponer los costes de un mayor riesgo sistémico, y de los incentivos «perversos» asociados a una política de TBTF, con los efectos sobre el poder de mercado y los potenciales beneficios que, en términos de mayores posibilidades de diversificación, del aprovechamiento de economías de escala y de alcance y/o de mayores niveles de eficiencia, puede proporcionar un mayor tamaño bancario. Como en cualquier análisis donde la recomendación final resulta del *trade-off* entre beneficios y costes, es crucial disponer de evidencia empírica que permita cuantificar el efecto neto.

En las siguientes páginas analizamos las principales conclusiones proporcionadas por la literatura sobre el papel del tamaño bancario en la estabilidad financiera, y proporcionamos nueva evidencia para 25 países de la UE con el fin de poder extraer implicaciones de política regulatoria y supervisora. En el apartado II, discutiremos la evidencia empírica existente, y en el III y el IV, presentaremos los resultados del análisis empírico realizado en la UE25; el apartado V resume las conclusiones del trabajo.

II. TAMAÑO Y ESTABILIDAD DEL SISTEMA BANCARIO

1. Tamaño, diversificación y riesgo bancario

La literatura bancaria tiende a suponer que diversificación y tamaño son dos aspectos positiva-

mente relacionados, y apunta a la reducción de riesgos a través de la diversificación de activos como una de las razones para justificar la propia existencia de intermediarios financieros (Diamond, 1984). Demsetz y Strahan (1997) muestran empíricamente esta relación positiva entre tamaño y diversificación en grandes bancos norteamericanos. También muestran que los grandes bancos no utilizan su ventaja en diversificación para reducir el riesgo total, sino para tener menores ratios de capital y activos más arriesgados. En la misma línea, Stever (2007) muestra que los bancos grandes tienen mayor riesgo sistémico pero menor riesgo específico que los bancos más pequeños, haciendo que el riesgo total sea similar entre ambos grupos de bancos. Aprovechar las ventajas de la diversificación para incrementar la rentabilidad esperada y no para reducir el riesgo total es consistente con la presencia en el sector bancario de incentivos a asumir riesgos hasta donde permita la regulación. Este comportamiento justifica la importancia de una adecuada regulación y supervisión bancaria, que imponga límites a la asunción de riesgos en todo tipo de entidades a pesar de los beneficios que los bancos más grandes tienen en términos de diversificación.

Diferencias en las posibilidades de diversificación y el hecho de que la regulación controle el riesgo total, sin diferenciar entre riesgos específico y sistémico, sí originan diferencias en la política de inversiones de bancos con distinto tamaño. La investigación empírica, realizada básicamente en Estados Unidos, ha puesto de manifiesto que la menor capacidad de los bancos pequeños para diversificar les obliga a tener un menor porcentaje de préstamos en sus activos, a conceder préstamos a prestatarios menos arriesgados o a exigir mayores garantías reales en sus préstamos, centrándose en el sector inmobiliario, mientras que los bancos grandes se centran más en préstamos a empresas. Dentro de los préstamos a empresas, los bancos grandes generalmente se concentran en grandes empresas con larga tradición crediticia e información de mayor calidad. Por el contrario, los bancos pequeños están más especializados en una banca relacional, caracterizada por la concesión de créditos a empresas pequeñas, locales y con menor historial crediticio e información (DeYoung *et al.,* 2004; Berger *et al.,* 2004).

La evidencia empírica disponible sugiere que la diversificación puede ser entonces una motivación importante para buscar un mayor tamaño bancario y, por tanto, para los procesos de consolidación. Bancos más grandes pueden operar con mayores niveles de endeudamiento, y asumir inversiones más arriesgadas y potencialmente más rentables, sin incrementar su riesgo total debido a la ventaja que les proporciona su mayor diversificación. Estos beneficios de la diversificación llevarían a esperar una relación positiva entre tamaño y rentabilidad después de controlar por el riesgo, pero no a una reducción del riesgo total de las entidades.

2. Tamaño, economías de escala y riesgo bancario

El aprovechamiento de economías de escala y de alcance ha sido otro de los principales argumentos para justificar los beneficios de un mayor tamaño y el proceso de consolidación bancaria producido en las últimas décadas. El coste medio puede disminuir con el tamaño si existen costes fijos importantes que pueden ser absorbidos por operaciones de mayor tamaño (racionalización de la red de oficinas, reducción del *back-office*). El cambio tecnológico ha proporcionado a los bancos nuevos instrumentos de ingeniería financiera (derivados, garantías fuera de balance, *risk management*) que pueden ser más eficientemente realizados por bancos grandes. También las nuevas formas de distribución de los servicios bancarios (banca *online*, banca telefónica, cajeros automáticos) favorecen a los grandes bancos, ya que pueden repartir los elevados costes fijos del establecimientos de dichos sistemas sobre un mayor volumen de operaciones. Respecto a la variedad de productos, existen complementariedades como, por ejemplo, los beneficios asociados a una imagen de marca, que pueden originar que la producción de múltiples productos en un mismo banco sea más eficiente.

Existe una literatura muy amplia sobre la eficiencia de los bancos comerciales, y varios trabajos que la revisan (Berger y Humphrey, 1997; Berger, 2003; Mester, 2008). Las conclusiones de estos trabajos han ido evolucionando con el tiempo (Mester, 2008). Estudios iniciales en los años ochenta no encontraban en Estados Unidos economías de escala por encima de tamaños relativamente pequeños (100 millones de dólares en activos). Los estudios más recientes que incorporan el riesgo y el capital encuentran economías de escala incluso para los bancos más grandes, de hasta 25 billones de dólares en activos (Berger y Mester, 1997; Hughes *et al.,* 2001) (3). Los estudios que han utilizado muestras internacionales de bancos obtienen escalas óptimas para minimizar costes muy diferentes entre países, al variar entre 3 y 60 billones de dólares

(Allen y Rai, 1996). La literatura que analiza las economías de alcance es mucho más reducida, y la mayoría de los estudios no muestran resultados que apoyen la relevancia de dichas economías (Mester, 2008).

Incluso aunque los bancos operen a su escala eficiente de producción y de *mix* de productos ofrecidos, podrían no estar minimizando costes. Por ejemplo, problemas de agencia con los directivos hacen que éstos tiendan a consumir recursos excesivos, o los problemas de TBTF pueden fomentar que los propios accionistas busquen un mayor tamaño aunque sea aceptando inversiones no rentables (ineficiencia X). Por ello, la investigación empírica más reciente se ha centrado más en el análisis de la eficiencia que en el de las economías de escala. Maudós *et al.* (2002) muestran que existe una amplia variación entre los niveles de eficiencia de los bancos de diez países de la UE, y que son las entidades con activos inferiores a diez billones de dólares las que tienen una mayor eficiencia en costes y en beneficios.

La literatura bancaria también ha analizado directamente si la concentración del sector bancario es debida a la adquisición de las entidades menos eficientes por las más eficientes (la tradicional hipótesis de *eficiencia-estructura*). La evidencia empírica proporcionada por Berger (1995) para Estados Unidos, por Goldberg y Rai (1996) para once países europeos, y por Maudós (2001) para España no encuentra que la eficiencia sea un determinante significativo de la estructura de mercado. González (2009) encuentra, en una muestra de 69 países, que las características regulatorias e institucionales de cada país afectan a la relevancia de la eficiencia bancaria para explicar los procesos de consolidación, siendo mayor en países con mejor entorno institucional.

A diferencia de los trabajos que estudian la relación entre eficiencia bancaria y estructura de mercado, los trabajos que analizan los cambios en la eficiencia y en la rentabilidad de las entidades tras procesos de fusión obtienen resultados mayoritariamente consistentes con la hipótesis de eficiencia-estructura, al encontrar tanto en Estados Unidos (Berger y De Young, 2001; DeLong, 2001) como en Europa (Díaz *et al.*, 2004; Campa y Hernando, 2006) mejoras en la eficiencia tras la fusión.

La evidencia revisada en este apartado sugiere, por tanto, la relevancia de las economías de escala en las entidades de tamaño elevado, y de las ganancias en eficiencia, para explicar los incrementos de tamaño resultantes de procesos de fusión entre entidades.

3. Tamaño, poder de mercado y riesgo bancario

El logro de un mayor poder de mercado sería otro de los potenciales determinantes de la búsqueda de un mayor tamaño por parte de los bancos. Un mayor poder de mercado les permitiría incrementar el margen de intermediación y explicaría mayores rentabilidades esperadas después de controlar por el riesgo en las entidades de mayor tamaño. Sin embargo, y a diferencia de los beneficios que provoca la mayor diversificación o el aprovechamiento de economías de escala o alcance, un mayor poder de mercado impone costes sociales e incrementa la complejidad de los efectos del tamaño, al poder originar efectos contrapuestos sobre la eficiencia y la estabilidad del sistema bancario.

La literatura ha abordado la relación entre tamaño, poder de mercado y estabilidad financiera analizando: 1) la variación del poder de mercado con los procesos de consolidación acontecidos a escala internacional, y 2) la relación entre los cambios en el poder de mercado y la estabilidad del sistema bancario.

En el primer aspecto, el potencial incremento del poder de mercado asociado a los procesos de consolidación podría haberse visto compensado por la creciente desregulación financiera de las últimas décadas, que ha eliminado barreras a la entrada y limitaciones en la operativa de las entidades, y que ha favorecido una mayor competencia y expandido las fronteras del mercado de referencia. Este *trade-off* hace que el cambio realmente experimentado en el poder de mercado de las entidades sea una cuestión empírica. Los resultados hasta el momento no son unánimes. De Bandt y Davis (2000) y Covoisier y Gropp (2002) caracterizan a los mercados bancarios de los países de la zona euro, a finales de los noventa, como de competencia monopolística, y obtienen que los procesos de consolidación sólo han reducido la competencia en los segmentos en los que la proximidad geográfica y las asimetrías de información son relevantes. Fernández de Guevara *et al.* (2005) muestran que cuatro de los cinco países de la Unión Europea analizados incrementan su poder de mercado, medido a través del índice de Lerner, en la década de los noventa. Además, el poder de mercado de las entidades está más rela-

cionado con su tamaño y su eficiencia que con la concentración del mercado. Fernández de Guevara y Maudós (2007) obtienen resultados similares para el caso español. Uchida y Tsutsui (2005) muestran, sin embargo, que en Japón la competencia en el sector bancario se ha incrementado en el último cuarto del siglo XX.

Acerca del efecto del poder de mercado bancario sobre la estabilidad financiera también existe un debate abierto, a pesar de que dicha relación ha sido ampliamente analizada en la literatura (Berger *et al.,* 2004). Por una parte, la visión tradicional de *competencia-fragilidad* sugiere que un sistema bancario más competitivo erosiona el poder de mercado de los bancos, disminuye el margen de intermediación y, en consecuencia, los beneficios. Beneficios esperados más reducidos disminuyen el valor de la ficha bancaria e incrementan los incentivos de los bancos a asumir riesgos, pues se reduce la pérdida en caso de que la asunción de riesgos culmine con la quiebra de la entidad (Keeley, 1990; Hellman *et al.,* 2000; Matutes y Vives, 2000).

Por otra parte, literatura más reciente ha sugerido una visión contraria (visión de *competencia-estabilidad*), argumentando que una mayor competencia puede favorecer la estabilidad financiera. Y es que un sistema bancario más competitivo hace que los bancos cobren tipos de interés más reducidos a los prestatarios e induce comportamientos menos arriesgados en éstos. Esta menor asunción de riesgos por los prestatarios se trasladaría a los bancos y reduciría su riesgo (Boyd y De Nicoló, 2005).

La visión de *competencia-fragilidad* ha sido ampliamente verificada en el mercado norteamericano. El trabajo pionero de Keeley (1990) muestra cómo, después de la introducción de reformas financieras, se redujo el valor de la ficha bancaria y se incrementó el riesgo bancario. Estos resultados son apoyados por múltiples trabajos posteriores como los de Saunders *et al.* (1990), Grossman (1992), y Anderson y Fraser (2000), entre otros. Salas y Saurina (2003) y Konishi y Yasuda (2004) también muestran evidencia favorable a la visión de *competencia-fragilidad* en España y Japón, respectivamente. En la misma línea, Beck *et al.* (2006) encuentran en una muestra de 69 países que una mayor concentración del sistema bancario reduce la probabilidad de quiebra en sus entidades. El paradigma de *competencia-estabilidad* propuesto es contrastado empíricamente por Boyd *et al.* (2006) y De Nicoló y Loukoianova (2007) en una muestra de más de 130 países. En la misma línea obtienen evidencia Jayaratne y Strahan (1998), para Estados Unidos, y Uhde y Heimeshoff (2009), en 25 países de la Unión Europea entre 1997-2005.

La literatura más reciente ha cuestionado la idoneidad del grado de concentración como *proxy* de la falta de competencia y ha utilizado indicadores propuestos desde la nueva economía industrial, básicamente el estadístico H de Panzar y Rosse y el índice de Lerner. Aunque esta literatura apoya mayoritariamente la visión de *competencia-fragilidad*, los resultados no son totalmente unánimes. Consistente con la visión de *competencia-estabilidad*, Schaeck *et al.* (2009) utilizan el estadístico H en 38 países para mostrar que sistemas bancarios más competitivos tienen una menor probabilidad de sufrir crisis bancarias. Por el contrario, Levy-Yeyati y Micco (2007) obtienen resultados consistentes con la visión de *competencia-fragilidad* utilizando este mismo estadístico en 8 países de Latinoamérica. Resultados similares obtienen Jiménez *et al.* (2007), Turk Ariss (2010) y Agoraki *et al.* (2011) utilizando el índice de Lerner, respectivamente, en España, en los países en desarrollo y en las economías en transición de los países de Europa del Este.

Berger *et al.* (2009) muestran que las dos visiones no necesariamente llevan a predicciones contrarias, ya que mientras que un poder de mercado puede llevar a un mayor riesgo en la cartera de préstamos, como consecuencia de los mayores problemas de riesgo moral de los prestatarios que soportan tipos de interés más elevados, los bancos pueden reducir el riesgo de insolvencia y proteger el mayor valor de la ficha bancaria, que proporciona el mayor poder de mercado, utilizando otros instrumentos como los colchones de capital o estrategias de cobertura de riesgos. Obtienen resultados favorables con la visión de *competencia-fragilidad* cuando analizan la relación entre el poder de mercado y el riesgo global de entidades de 23 países desarrollados. Martínez-Miera y Repullo (2010) también obtienen resultados parcialmente consistentes con ambas visiones al proponer una relación no lineal, en forma de U, entre competencia y riesgo bancario.

Por tanto, la evidencia disponible sugiere que la búsqueda de un mayor poder de mercado es un factor que también justifica incrementos de tamaño en el sector bancario, pero es menos claro que dicho poder de mercado contribuya a incrementar la inestabilidad financiera.

4. Tamaño, *too big to fail* y riesgo bancario

La percepción entre los participantes en el mercado de que las autoridades gubernamentales intervendrán para evitar la quiebra, o limitar las pérdidas de acreedores no asegurados, si una entidad bancaria de tamaño grande tiene problemas de insolvencia, es otro de los potenciales determinantes de la búsqueda de un mayor tamaño o de los procesos de consolidación bancaria. El argumento que subyace a esta idea es que, en general, las autoridades estarán inclinadas a rescatar a las instituciones consideradas de importancia sistémica, es decir, instituciones cuya potencial quiebra pudiese amenazar la estabilidad de sistema financiero en su conjunto.

Esta posibilidad de rescate bancario se denomina generalmente política del TBTF. La expectativa de la aplicación de una política de TBTF genera, sin embargo, un problema de riesgo moral y costes para el sistema financiero, y la economía en general, al incentivar que los bancos busquen tanto la asunción de mayores riesgos como un mayor tamaño. Una política de TBTF acentúa el problema de riesgo moral asociado a la existencia de una garantía parcial de los depósitos, al extender la falta de incentivos a supervisar a todos los acreedores que, pese a no tener una cobertura explícita, anticipan que su inversión está garantizada con el rescate que el Estado realizará en caso de quiebra del banco. Se disminuye así la disciplina que ejercen los aportantes de deuda, y se promueve que los accionistas asuman mayores riesgos, al no compensarse los mayores beneficios esperados con el pago de primas de riesgo más elevadas a los aportantes de deuda.

La expectativa de una política de TBTF puede provocar, por tanto, que los bancos grandes no sólo tengan un mayor riesgo sistémico desde un punto de vista meramente estructural, sino que también tengan incentivos a asumir mayores riesgos respecto a bancos pequeños que no sean considerados TBTF. Existe, además, una interacción entre tamaño y riesgo bajo una política de TBTF. Por una parte, cuanto mayor sea el tamaño del banco mayor es el beneficio de asumir riesgos, y por otra parte, cuanto mayor sea el riesgo del banco mayor es el incentivo de éste a incrementar su tamaño para beneficiarse de una política de TBTF. Tamaño y riesgo actúan, por tanto, de forma complementaria.

Algunos estudios empíricos han analizado la relevancia del problema de riesgo moral asociado al TBTF tanto en Estados Unidos como en Europa. En Estados Unidos, Boyd y Gertler (1994) encuentran una relación negativa entre tamaño y rentabilidad en la segunda mitad de la década de los ochenta, y sugieren que esta correlación es indicativa del incremento de la percepción del subsidio proporcionado por el TBTF tras el rescate del Continental Illinois en 1984. En el mismo sentido, O'Hara y Shaw (1990) muestran que, tras el anuncio en septiembre de 1984 de que determinados bancos serían objeto de rescate en caso de quiebra, las acciones de éstos experimentaron rentabilidades anormalmente positivas. Penas y Unal (2004) analizan fusiones bancarias y observan que el incremento en la rentabilidad de los bonos emitidos por las entidades fusionadas es mayor en el caso de bancos de tamaño medio que pasan a convertirse en grandes tras la fusión. Benston *et al.* (1995), sin embargo, no proporcionan evidencia consistente con subsidios asociados a una política de TBTF en las fusiones de la primera mitad de los ochenta.

En el caso de Europa, hay estudios recientes que obtienen resultados diversos analizando fusiones bancarias entre entidades de diferentes países de la Unión Europea. Carbó *et al.* (2011) muestran que las fusiones transnacionales dentro de la Unión Europea, en los años anteriores a la actual crisis financiera, han estado motivadas por la búsqueda de beneficios asociados a mayores coberturas o protecciones estatales que posibilitaban diferencias en las regulaciones nacionales. En el mismo sentido, Molyneux *et al.* (2010) encuentran que los premios pagados en fusiones de bancos europeos cotizados están positivamente relacionados con la probabilidad de que el banco resultante de la fusión recibiese apoyo estatal durante la actual crisis financiera. Una conclusión diferente obtienen Hagendorff *et al.* (2011), al encontrar que los premios pagados en las fusiones europeas entre 1997 y 2007 son más elevados cuanto mayor sea la rentabilidad y menor el riesgo de la entidad adquirida. No obtienen, sin embargo, resultados consistentes con la búsqueda de regulaciones menos exigentes o subsidios asociados a una política de *too big to fail*.

Bajo el problema de riesgo moral originado por el TBTF podríamos esperar, por tanto, que un mayor tamaño estuviese asociado a un mayor riesgo sin implicar mayores rentabilidades esperadas ya que, por una parte, los bancos tendrían incentivos a crecer, incluso aceptando inversiones no rentables, con el objetivo de convertirse en una entidad TBTF y, por otra parte, los bancos grandes tienen más incentivos a realizar inversiones arriesgadas, aunque no sean

rentables, al ser mayor la cobertura pública esperada en caso de fracaso.

III. TAMAÑO Y RIESGO BANCARIO EN LA UE25

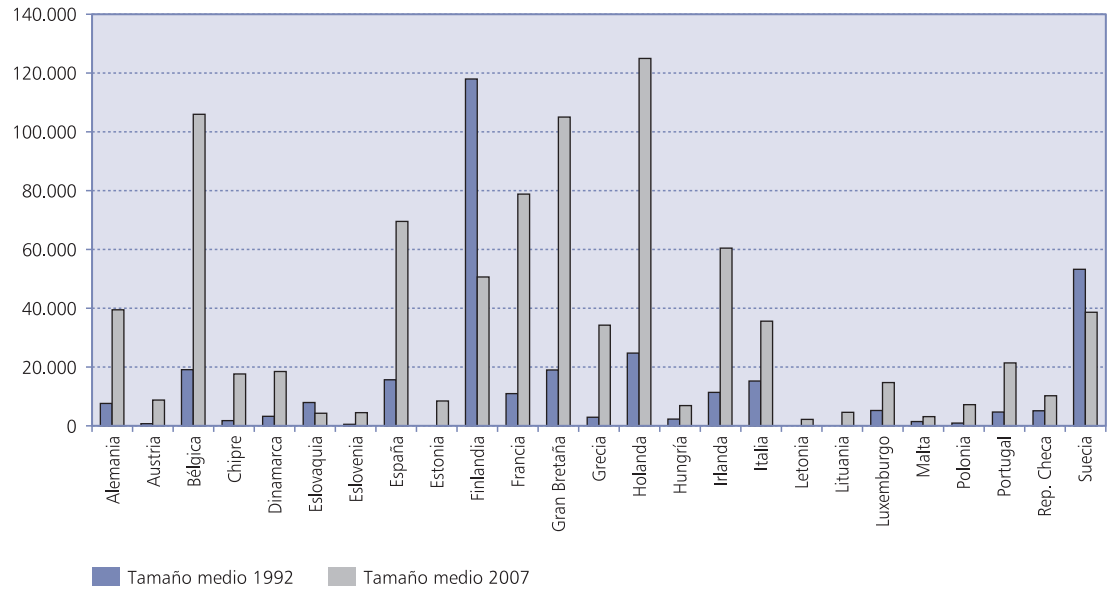
En este apartado se analiza la relación entre tamaño y riesgo bancario en los bancos comerciales de la UE25, utilizando la información del balance de situación y de la cuenta de resultados entre 1992 y 2007 proporcionada por la base de datos *Fitch-IBCA Ltd. Bankscope*. La información utilizada ha sido la de los estados financieros consolidados, y los datos están expresados en dólares reales.

El número medio de bancos en cada año es de 1.157 para el conjunto de la UE25. El gráfico 2 muestra que Alemania, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Gran Bretaña, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Portugal y Suecia tienen bancos con un tamaño medio superior a diez billones de dólares. Además, la mayoría de los países han incrementado el tamaño medio de sus bancos entre 1992 y 2007. Sólo Eslovaquia, Finlandia y Suecia han experimentado una reducción del tamaño medio de la entidad.

El gráfico 3 muestra que el número de bancos con activos superiores al billón de dólares representaban un 51 por 100 de las entidades existentes en 1992 (789) frente al 70 por 100 en 2007 (1.041), incrementándose el tamaño medio de este grupo de entidades un 148,5 por 100. Por el contrario, el número de entidades de un tamaño inferior a 500 millones de dólares pasó de representar un 34 por 100 en 1992 a un 19 por 100 en 2007, reduciéndose su tamaño medio un 2,7 por 100. Los diez mayores bancos representaban en 2007 el 38,11 por 100 del total activos bancarios, frente al 36,92 por 100 que representaban en 1992. En el caso de los veinte mayores bancos dichos porcentajes se situaban respectivamente en el 56,65 por 100 y el 52,72 por 100.

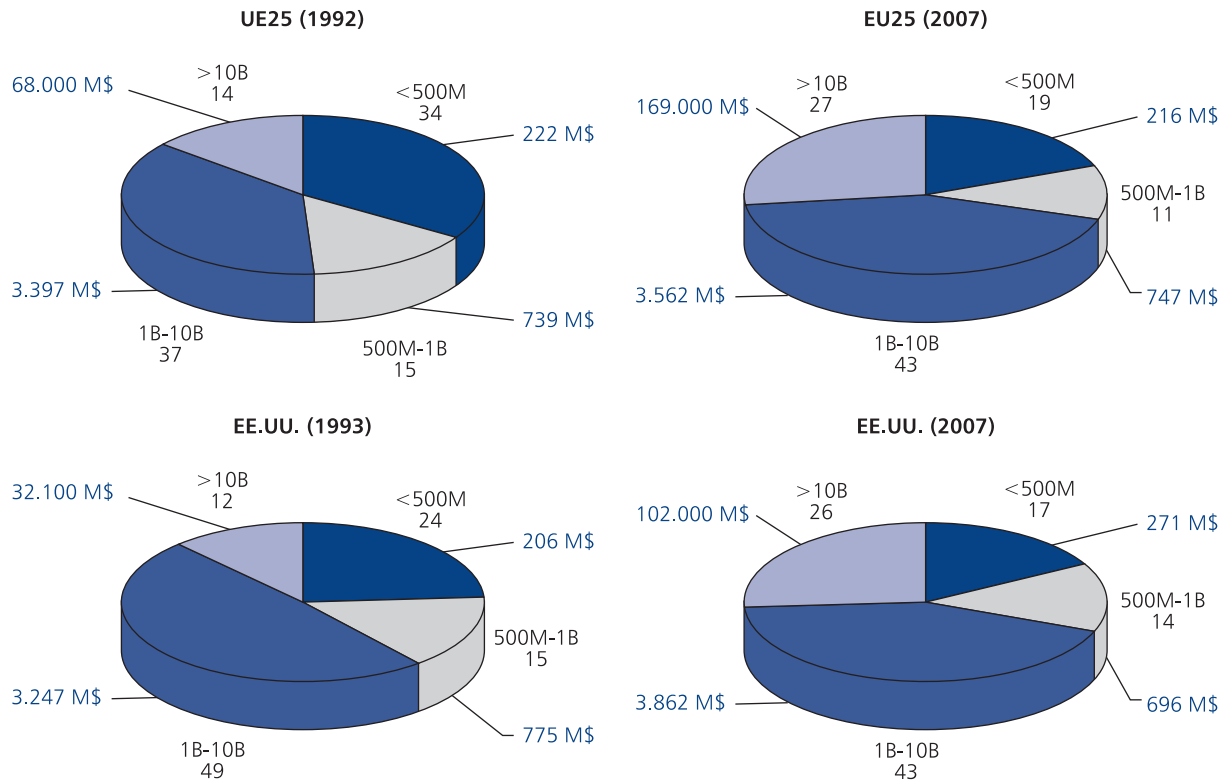
Estos datos ponen de manifiesto la concentración creciente de la actividad bancaria para el conjunto de la UE25. Además, este proceso de concentración no ha sido inferior al experimentado en Estados Unidos, donde los bancos con activos superiores a un billón de dólares representaban en 1993 el 61 por 100 del total de entidades registra-

GRÁFICO 2
TAMAÑO DE LOS BANCOS EN LA UE25 (*)



(*) El gráfico muestra los activos medios existentes en 1992 y 2007. Datos en millones de dólares.
Fuente: Bankscope.

GRÁFICO 3
DISTRIBUCIÓN (EN PORCENTAJE) DEL NÚMERO DE BANCOS POR CATEGORÍAS DE TAMAÑO (*)



(*) El gráfico muestra el porcentaje que el número de entidades en cada categoría de tamaño representa respecto al número total de entidades en la UE25 y en EE.UU. Se muestra también el volumen de activos medios en cada categoría de tamaño. Los valores se muestran para el primer y último año del periodo analizado. La falta de datos para Estados Unidos en 1992 hace que el primer año analizado sea 1993. Las cuatro categorías son: 1) bancos con activos inferiores a 500 millones de dólares; 2) bancos con activos entre 500 millones y un billón de dólares; 3) bancos con activos entre 1 billón y 10 billones de dólares, y 4) bancos con activos superiores a 10 billones de dólares.
Fuente: BankScope.

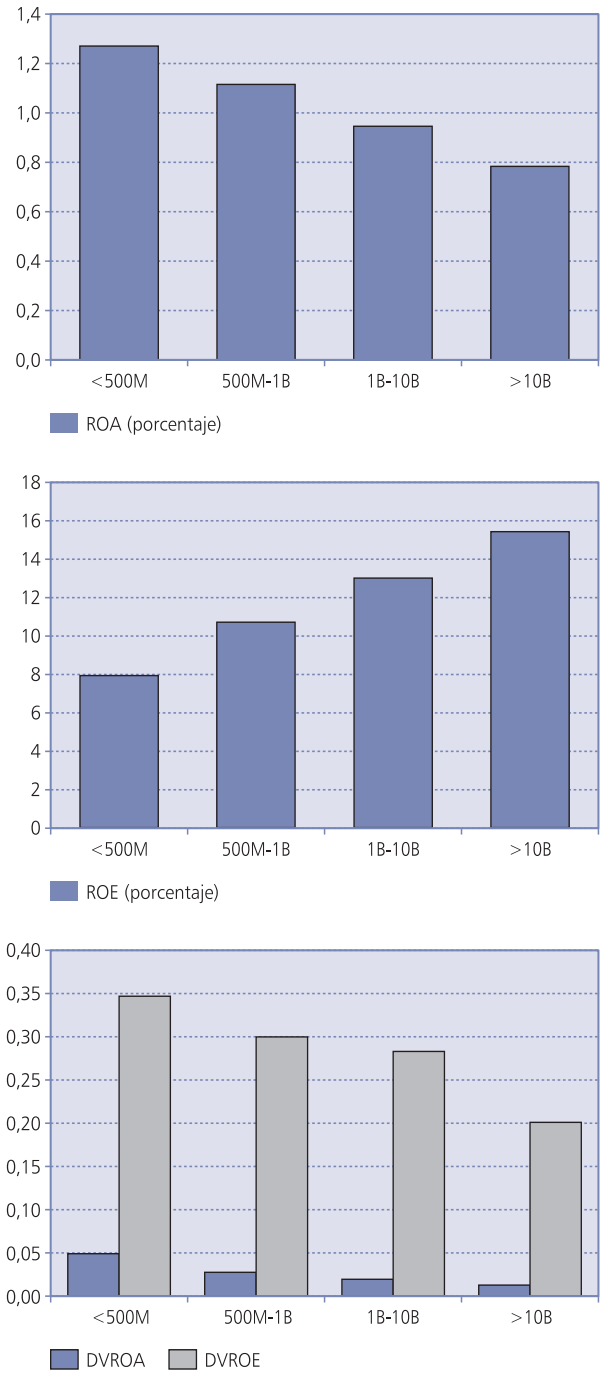
das en BankScope, mientras que en 2007 representaban el 69 por 100 (4).

1. Rentabilidad y riesgo

Un análisis de comparación de medias pone de manifiesto la existencia de diferencias en la rentabilidad y el riesgo de bancos con tamaño diferente. El gráfico 4 muestra que la rentabilidad económica (ROA) disminuye con el tamaño, mientras que la rentabilidad financiera (ROE) se incrementa. La mayor rentabilidad financiera es consistente con un mayor apalancamiento financiero en los bancos de mayor tamaño. Además, la variabilidad de ambas rentabilidades disminuye con el tamaño. Este análisis, extremadamente simple, sugiere que un mayor tamaño provoca una mejor combinación de rentabilidad (ROE) y riesgo (DROE) para los accionistas bancarios, y sería consistente con el aprovechamiento de las ventajas de diversificación que proporciona un mayor tamaño.

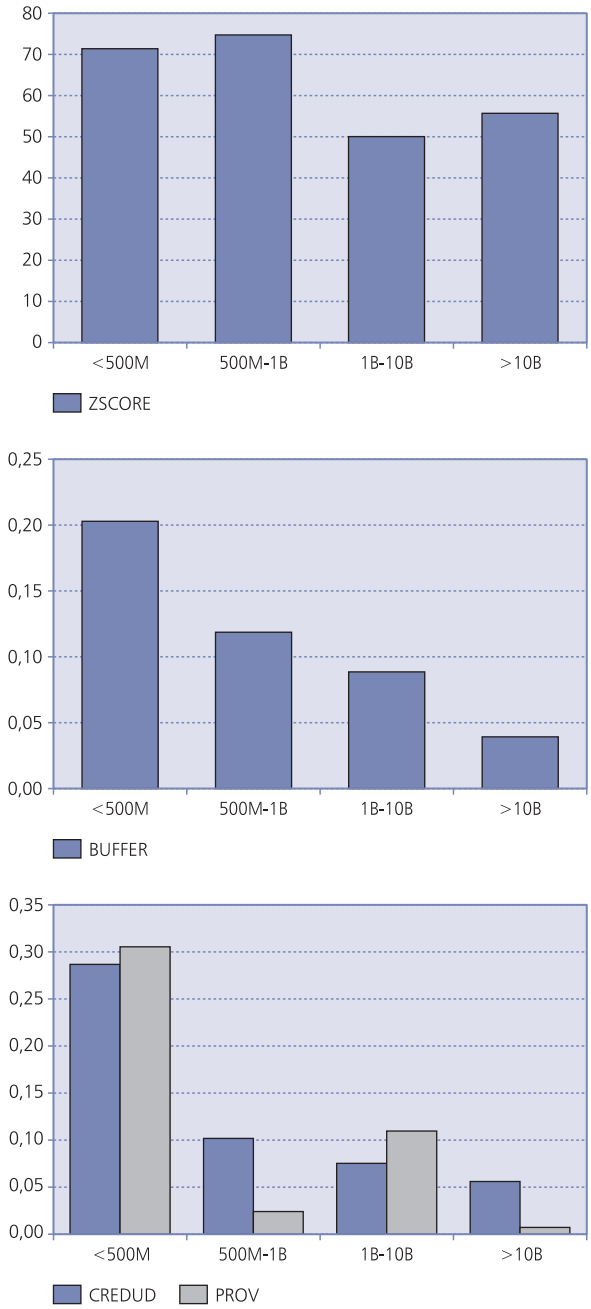
El gráfico 5 muestra, por categorías de tamaño, los valores de otras cuatro medidas de riesgo para el conjunto del periodo 1992-2007. Como indicadores del riesgo de insolvencia utilizamos el *Z-score* de cada banco (ZSCORE), definido como la rentabilidad económica más la ratio de capital sobre activos, divididas entre la desviación típica de la rentabilidad económica y el «exceso», o *buffer,* de capital que el banco mantiene sobre el requerido legalmente (BUFFER). Un mayor valor de ambas variables indicará un menor riesgo de insolvencia. Como indicadores positivamente relacionados con el riesgo de crédito se utilizan el porcentaje que la dotación

GRÁFICO 4
RENTABILIDAD Y TAMAÑO BANCARIO (*)



(*) El gráfico muestra la rentabilidad económica (ROA), la rentabilidad financiera (ROE) y la desviación típica de ambas rentabilidades (DVROA) y (DVROE) para el periodo 1992-2007 de los bancos de la UE25, por categorías de tamaño. Las rentabilidades se calculan antes de impuestos.
Fuente: BankScope.

GRÁFICO 5
RIESGO Y TAMAÑO BANCARIO (*)



(*) El gráfico muestra cuatro variables de riesgo por categorías de tamaño: 1) el *Z-score,* con rentabilidades calculadas antes de impuestos (ZSCORE); 2) el exceso de capital sobre el requerido legalmente (BUFFER); 3) el porcentaje de préstamos dudosos (CREDUD), y 4) el porcentaje de provisiones para insolvencias de créditos (PROV). Ambos porcentajes se calculan respecto al total de préstamos. Los valores son datos medios de los bancos comerciales de la UE25 para el conjunto del periodo 1992-2007.
Fuente: BankScope.

anual de la provisión para insolvencia representa respecto al total de créditos (PROV) y el porcentaje de créditos morosos respecto al volumen total de créditos (CREDUD).

La relevancia de las variables utilizadas para medir el riesgo bancario se pone de manifiesto al variar la relación tamaño-riesgo con la *proxy* de riesgo bancario: los bancos más grandes presentan mayores niveles de riesgo de insolvencia (menor ZSCORE y BUFFER), pero menores niveles de riesgo de crédito (menores PROV y CREDUD).

2. Composición del activo y de la cuenta de resultados

Las diferencias en rentabilidad y riesgo entre bancos con tamaño diferente han de tener su origen en diferencias en la composición del activo y en el tipo de ingresos y gastos realizados. Por este motivo, comparamos ahora la estructura del balance y de la cuenta de resultados de dos grupos de bancos con diferente tamaño (cuadro n.º 1). La comparación se realiza para el conjunto del periodo 1992-2007 entre el grupo de bancos con un activo inferior a un

CUADRO N.º 1

DIFERENCIAS EN LA COMPOSICIÓN DE ACTIVOS Y CUENTA DE RESULTADOS (*)

Variables	*Bancos «pequeños» Activos < 1B (1)*	*Bancos «grandes» Activos > 10B (2)*	*Diferencia grupos (2) – (1)*
Composición activos			
Activos fijos/activo total	0,0181	0,0112	-0,0069***
Títulos/activo total	0,1734	0,1785	0,0051
Acciones de empresas/activo total	0,0217	0,0105	-0,0112***
Préstamos/activo total	0,4442	0,5494	0,1052***
Préstamos empresas y familias/préstamos totales	0,8163	0,9210	0,1047***
Préstamos Admón. Pública/préstamos totales	0,1708	0,0661	-0,1047***
Préstamos garantía real/préstamos totales	0,5677	0,4046	-0,1631**
Préstamos dudosos/préstamos totales	0,1020	0,0422	-0,0598***
Composición pasivos			
Depósitos/activo total	0,7282	0,6613	-0,0669***
Depósitos empresas y familias/depósitos totales	0,6729	0,5849	-0,0880***
Depósitos interbancarios/depósitos totales	0,3701	0,4127	0,0426***
Depósitos Admón. Pública/depósitos totales	0,0167	0,0261	0,0094**
Fondos propios/activo total	0,1711	0,0524	-0,1187***
Activos ponderados por el riesgo/activo total	0,5634	0,6681	0,1047***
Fondos propios/activos ponderados por el riesgo	0,2549	0,1195	-0,1354***
Composición cuenta de resultados			
Intereses cobrados/activo total	0,0775	0,0597	-0,0178***
Intereses pagados/activo total	0,0459	0,0419	-0,0040
Beneficio por intereses/activo total	0,0322	0,0177	-0,0145***
Beneficio ordinario/activo total	0,0703	0,0299	-0,0404***
Beneficio por intereses/beneficio ordinario	0,6143	0,5989	-0,0154**
Beneficio por comisiones y *trading*/beneficio ordinario	0,3856	0,4010	0,0154**
Beneficio por comisiones/beneficio ordinario	0,2214	0,2778	-0,0564***
Beneficio por *trading*/beneficio ordinario	0,2484	0,0780	0,1704*
Gastos operativos/beneficio ordinario	0,8726	0,7257	-0,1469**
ROA	0,0122	0,0078	-0,0044***
ROE	0,0878	0,1543	0,0665***
ROA/DESV ROA	0,2826	0,6008	0,3182***
ROE/DESV ROE	0,2636	0,7670	0,5034***

(*) El cuadro muestra las diferencias en la composición de activos y pasivos, así como en ingresos, gastos y resultados entre bancos de menor tamaño (activos <1B) y bancos de mayor tamaño (activos >10B). Los valores son datos medios de los bancos comerciales de la UE25 para el conjunto del período 1992-2007. Las diferencias de medias entre grupos se presentan en la última columna del cuadro. *,** y *** representan la significatividad del estadístico paramétrico de diferencias de medias al 10, 5 y 1 por 100 respectivamente.
Fuente: Bankscope.

billón de dólares y el grupo de bancos con activo superior a diez billones de dólares (5).

Las diferencias en la composición de los activos sugieren diferencias en la política de crédito entre los dos grupos de entidades. Los bancos con activos superiores a 10 billones conceden préstamos en mayor proporción que los bancos con activos inferiores a un billón (54,94 por 100 frente a 44,42 por 100), mientras que estos últimos invierten en mayor medida en la adquisición de acciones de empresas, y tienen un mayor porcentaje de activos fijos. Estos resultados son similares a los encontrados por De Young (2010) en bancos norteamericanos. Dentro de los préstamos concedidos, los bancos pequeños prestan más a las administraciones públicas, y en sus préstamos a empresas y familias exigen más garantías reales y lo hacen a prestatarios más arriesgados, al presentar mayores porcentajes de créditos dudosos. Estos resultados son consistentes con la realización de una banca más relacional por parte de los bancos más pequeños, disponiendo de una red de oficinas más amplia que permita dicha banca relacional tanto con prestatarios como con depositantes, y recurriendo en mayor medida a la adquisición de acciones de los prestatarios para reducir los costes de agencia.

También se observan diferencias en la captación de fondos. Los bancos pequeños confían en mayor medida en la captación de depósitos de empresas y familias (67,30 por 100) que los bancos grandes (58,49 por 100). Éstos últimos se financian más a través del mercado interbancario y de la captación de depósitos de las administraciones públicas. Estas diferencias en la captación de fondos reflejan diferencias en el tipo de actividad realizada por ambos grupos de entidades. Para los bancos pequeños, los datos son más consistentes con una actividad bancaria tradicional, en la que depósitos estables financian los préstamos bancarios establecidos a través de relaciones estables con los prestatarios. Para los bancos grandes, los datos son más consistentes con una banca transaccional, en la que préstamos estandarizados, concedidos y posteriormente vendidos requieren una financiación más flexible y con más corta duración.

Los bancos pequeños presentan una mayor tasa de capitalización respecto al activo total y tienen, sin embargo, menores activos ponderados por el riesgo según la regulación de solvencia. Ello provoca que muestren mayores excesos de capital respecto al mínimo legalmente requerido. El capital de los bancos con activos inferiores a un billón representa en promedio un 25,49 por 100 de los activos ponderados por el riesgo, frente al 11,95 por 100 en los bancos con activos superiores a diez billones.

Las diferencias en la concesión de créditos y de financiación se reflejan en la cuenta de resultados de ambos grupos de entidades. El beneficio por intereses respecto al activo es del 1,77 por 100 para los bancos grandes, sustancialmente menor que el 3,22 por 100 de los bancos pequeños. Esta diferencia es debida exclusivamente a una ventaja en los mayores intereses cobrados en los préstamos concedidos por los bancos pequeños, y no a ventajas en los intereses pagados a los depositantes. Este resultado es nuevamente consistente con bancos pequeños realizando una banca relacional, en la que la disposición de información específica de los prestatarios en mercados menos competitivos les permite cargar tipos de interés más elevados.

Por el contrario, los bancos más grandes tienen mayores ingresos por vías diferentes al cobro de intereses (40,10 por 100 frente al 38,56 por 100) y menores gastos operativos (72,57 por 100 frente a 87,26 por 100 del beneficio ordinario). Estas últimas diferencias no compensan los menores beneficios vía intereses, y los bancos grandes tienen una menor rentabilidad sobre activos. Es el mayor endeudamiento de los bancos grandes lo que, sin embargo, les permite proporcionar a sus accionistas una mayor rentabilidad financiera (15,43 por 100 frente a 8,78 por 100 en los bancos pequeños). La menor desviación de la rentabilidad financiera en los bancos grandes hace que esta diferencia sea aún mayor cuando ajustamos la rentabilidad financiera por su desviación estándar.

IV. UN ANÁLISIS MULTIVARIANTE

En el apartado III se ha puesto de manifiesto, para el conjunto del período analizado, la existencia de diferencias en el nivel de riesgo de las entidades en función de su tamaño. Sin embargo, una simple comparación de medias no permite establecer relaciones de causalidad, e incorpora correlaciones provocadas por otras variables. Por este motivo, en este apartado proporcionamos nueva evidencia sobre la influencia del tamaño en el riesgo de las entidades bancarias de la UE25 a través de un análisis multivariante. En un panel incompleto de 1.566 bancos durante el periodo 1992-2007, aplicamos el método generalizado de los momentos (GMM), desarrollado para modelos dinámicos por Arellano y Bond (1991). Esta metodología permite abordar tres cues-

tiones econométricas relevantes: 1) la presencia de efectos específicos no observables a escala de banco, que son eliminados tomando primeras diferencias de las variables; 2) el proceso auto-regresivo en los datos referentes al riesgo bancario, para lo que se incorpora el retardo de la variable dependiente, y 3) la probable endogeneidad de las variables explicativas a escala de banco utilizando retardos de las variables como instrumentos.

El modelo básico que se contrasta es el siguiente:

$$\begin{aligned} RIESGO_{it} &= \beta_0 + \beta_1 RIESGO_{jit-1} + \beta_2 TAMAÑO_{it} + \\ &+ \beta_3 TAMAÑOSQ_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 LERNER_{it} + \\ &+ \beta_6 LERNERSQ_{it} + \beta_7 EFICIEN_{it} + \beta_8 TANG_{it} + \\ &+ \beta_9 PRÉSTAMOS_{it} + \beta_{10} CTOIN_{it} + \beta_{11} CONC_{jt} + \\ &+ \beta_{12} DMCDFIN_{jt} + \beta_{13} MACRO_{jt} + \\ &+ \beta_{14} \sum_{j=1}^{25} País_j + \beta_{15} \sum_{t=1992}^{2007} TIMEt + \eta_i + \omega_{it} \qquad [1] \end{aligned}$$

Donde la variable *RIESGO* es el riesgo bancario medido a través: 1) del logaritmo natural del *Z-Score* (ZSCORE) como *proxy* de riesgo de insolvencia; 2) del porcentaje que la dotación anual de la provisión para insolvencias (PROV), y 3) del porcentaje que los créditos dudosos (CREDUD) representan, respectivamente, sobre los créditos totales como *proxies* del riesgo de crédito. La menor disponibilidad de información en BankScope sobre los créditos dudosos reduce sustancialmente los bancos analizados cuando utilizamos dicha variable como variable dependiente.

La variable explicativa de mayor interés es el tamaño, medido a través del logaritmo natural del total de activos netos del banco *(TAMAÑO).* El tamaño tiene a priori un efecto ambiguo sobre el riesgo del banco, ya que su efecto sería el resultado de los diferentes aspectos revisados en el trabajo. Los beneficios que, en términos de diversificación, economías de escala, economías de alcance y eficiencia, puede proporcionar un mayor tamaño se contraponen con los potenciales efectos sobre el poder de mercado y una mayor importancia de los problemas de riesgo moral asociados al TBTF. Introducimos el cuadrado del tamaño *(TAMAÑOSQ)* para analizar efectos no lineales. En extensiones del modelo se introducen interacciones con *dummies* representativas de las categorías de tamaño definidas en el trabajo.

Con el objetivo de separar los efectos anteriores, introducimos, conjuntamente con el tamaño, *proxies* de la rentabilidad financiera, del poder de mercado, de la eficiencia y de la estructura de activos del banco. Este planteamiento permite que el coeficiente de la variable *proxy* del tamaño capte en mayor medida el efecto asociado al *too big to fail.*

ROE es la rentabilidad financiera. Como *proxy* del poder de mercado del banco introducimos el índice de Lerner *(LERNER).* El índice de Lerner se define como la diferencia entre el precio (tipo de interés) y el coste marginal expresado como un porcentaje del precio, considerando que la divergencia entre el precio y el coste marginal es la esencia del poder de monopolio. *LERNER* es estimado siguiendo a Maudós y Fernández de Guevara (2004). En las estimaciones se incluye el cuadrado del índice de Lerner para capturar posibles relaciones no lineales *(LERNERSQ).* Al controlar por el poder de mercado, una relación positiva entre tamaño y riesgo sería atribuible a los incentivos asociados al TBTF, ya que tanto el argumento de la diversificación como el de la eficiencia, o la presencia de economías de escala y alcance, promueven una relación negativa entre tamaño y riesgo bancario.

Como *proxy* de la eficiencia del banco, introducimos el porcentaje que los gastos no financieros, o diferentes al pago de intereses, representan sobre el total de activos del banco *(EFICIEN).* Como variables de control de la estructura de activos bancarios incluimos el porcentaje de activos tangibles respecto al activo total *(TANG)* y el porcentaje de préstamos bancarios concedido por el banco sobre el total de activos *(PRÉSTAMOS).* Siguiendo trabajos como Laeven y Levine (2009) y Houston *et al.* (2010), también incluimos el crecimiento de los ingresos financieros del banco como variable de control *(CTOIN).*

Como variables explicativas a escala de cada país se incluyen: 1) la concentración del mercado bancario *(CONC),* medida anualmente a través de la proporción de activos pertenecientes a los tres mayores bancos dentro del conjunto de bancos comerciales en cada país, y 2) el desarrollo de los mercados financieros a través del peso de la capitalización bursátil entre el PIB *(DMCDOFIN).* Se controla además por dos variables macroeconómicas *(MACRO),* como son la inflación (INFLACIÓN) y el crecimiento del producto interior bruto per cápita (CRECPIB).

También introducimos variables *dummy* para cada país ($\sum_{j=1}^{25} País_j$) y para cada uno de los años ($\sum_{t=1992}^{2007} TIMEt$). Estas últimas variables capturan los efectos generales que son constantes para todas las entidades, y

que varían entre países y de un periodo a otro respectivamente. Finalmente, η_i son los efectos individuales no captados por las variables explicativas explícitamente introducidas a escala de banco y que varían de unos bancos a otros permaneciendo estables en el tiempo, y ω_{it} es el término de error.

Los datos de bancos utilizados provienen de BankScope, utilizando datos consolidados anuales del periodo 1997-2002 en dólares reales. La concentración del mercado bancario y de desarrollo de los mercados financieros en cada país se obtiene de los datos calculados por Beck *et al.* (2003). Los datos de las variables macroeconómicas se obtienen de las estadísticas financieras del Fondo Monetario Internacional. La tabla A.1 del anexo muestra los descriptivos de las variables consideradas a nivel de banco, así como sus correlaciones.

1. Resultados

Los resultados obtenidos al estimar el modelo [1] se presentan en el cuadro n.º 2. Los coeficientes de las *proxies* del tamaño indican que un mayor tamaño está asociado a un mayor riesgo cuando utilizamos ZSCORE y CREDUD como *proxies* del riesgo bancario. Solamente cuando medimos el riesgo a través de la dotación anual de la provisión para insolvencias de créditos (PROV) no observamos una relación significativamente positiva entre tamaño y riesgo (6). Estos resultados se obtienen después de controlar por la rentabilidad financiera y *proxies* del poder de mercado, la eficiencia y la estructura de activo.

El signo positivo de *TAMAÑO* y el negativo de su cuadrado en la primera columna indican una relación cóncava entre el tamaño del banco y el riesgo de insolvencia. El tamaño incrementa el ZSCORE y reduce el riesgo de insolvencia hasta un tamaño de cuatro billones de dólares. A partir de ese nivel, un mayor tamaño incrementa el riesgo de insolvencia. En la misma línea, el coeficiente negativo de *TAMAÑO* y el positivo de su cuadrado en la tercera columna sugieren que para tamaños superiores a 16,6 billones de dólares, incrementos del tamaño están asociados a un mayor riesgo de crédito, medido a través del porcentaje de créditos dudosos.

En el cuadro A.2 del anexo se muestran las estimaciones con las tres variables dependientes en las que introducimos *dummies* por categorías de tamaño, donde las *dummies* explícitamente introducidas en las estimaciones ($D_{500M-1B}$, D_{1B-10B} y $D_{>10B}$) miden las diferencias en la asunción de riesgos de la respectiva categoría de tamaño respecto a la categoría omitida (bancos con activos inferiores a 500 millones de dólares, $D_{<500M}$). Los coeficientes negativos de D_{1B-10B} y $D_{>10B}$ en la primera columna indican un mayor riesgo de insolvencia en los bancos con activos superiores a un billón de dólares, frente a los bancos con activos inferiores a 500 millones. El coeficiente no significativo de $D_{500M-1B}$ sugiere, sin embargo, que no existen diferencias en el riesgo de insolvencia entre bancos con activos entre 500 y 1.000 millones frente a bancos con activos inferiores a 500 millones. El coeficiente negativo y significativo de $D_{>10B}$ en la segunda columna indica un mayor riesgo de insolvencia en los bancos con activos superiores a diez billones, frente al grupo de bancos que alcanzan dicho tamaño.

En la sexta columna y utilizando CREDUD como variable dependiente, obtenemos un signo positivo para la interacción *TAMAÑO*x$D_{>10B}$, indicando que aumentos del tamaño a partir de un activo superior a diez billones también incrementan el riesgo de crédito de las entidades.

Esta relación positiva encontrada entre riesgo y tamaño bancario, cuando utilizamos el ZSCORE y CREDUD como *proxies* del riesgo bancario, sugiere la presencia de un problema de *too big to fail* en los países de la UE, y que el tamaño de los bancos no sólo incrementa su riesgo sistémico, sino también los propios incentivos a asumir riesgos.

El índice de Lerner tiene coeficientes estadísticamente significativos consistentes con los argumentos de la visión *competencia-fragilidad,* ya que el coeficiente positivo de *LERNER* cuando se utiliza ZSCORE como *proxy* de estabilidad bancaria, y sus coeficientes negativos cuando se utiliza la dotación de provisiones y los créditos dudosos como *proxies* del riesgo bancario, sugieren que un mayor poder de mercado reduce los incentivos a asumir riesgos.

La variable *proxy* de la eficiencia, el crecimiento de los ingresos financieros del banco, la concentración del mercado bancario o el crecimiento del PIB per cápita no tienen coeficientes estadísticamente significativos para explicar el nivel de riesgo de los bancos. El porcentaje de activos tangibles y de préstamos concedidos sobre el total activos sólo tienen coeficientes significativos cuando se utiliza el porcentaje de créditos dudosos como indicador del riesgo bancario. Finalmente, una mayor capacidad o competencia de los mercados financieros aproximada por su grado de desarrollo (DMECDOFIN) incrementa el riesgo de insolvencia (segunda columna del cuadro A.2 del anexo).

CUADRO N.º 2

RIESGO Y TAMAÑO BANCARIO (*)

	ZSCORE	*PROV*	*CREDUD*
CONSTANTE	0,0225	-0,4973**	-0,2867***
	(0,31)	(-2,09)	(-4,11)
RIESGO$_{t-1}$	0,5782***	0,3429**	-0,8473***
	(29,53)	(2,00)	(-9,45)
TAMAÑO	0,3046**	-0,0552	-0,4958**
	(2,45)	(-0,21)	(-2,04)
TAMAÑOSQ	-0,0100**	0,0042	0,0149**
	(-2,29)	(0,57)	(2,06)
ROE	0,1722*	-0,2875*	-0,0253
	(1,85)	(-1,81)	(-1,01)
LERNER	0,3217***	-0,4449**	-0,4789***
	(3,30)	(-2,50)	(-5,79)
LERNERSQ	0,0558	0,0241**	-0,0173***
	(0,55)	(2,18)	(-3,79)
EFICIEN	0,1386	1,5219	-0,3429
	(0,28)	(0,96)	(-0,81)
TANG	0,0433	0,0415	3,9878***
	(0,17)	(0,03)	(2,68)
PRÉSTAMOS	0,1188	-0,0960	-0,3408**
	(1,19)	(0,03)	(-2,38)
CTOIN	-0,0002	-0,0217	0,0173
	(-1,26)	(-1,40)	(0,87)
CONC	-0,0178	0,0497	0,0643
	(-0,26)	(0,72)	(0,74)
DMCDOFIN	-0,0280	0,0449	-0,0165
	(-1,52)	(1,50)	(-0,51)
CRECPIB	0,0290	-0,3622	-0,0575
	(0,27)	(-1,31)	(-0,53)
INFLACIÓN	0,0002	0,0053**	0,0022***
	(0,27)	(2,06)	(3,71)
$D_{Año}$	Sí	Sí	Sí
$D_{País}$	Sí	Sí	Sí
m_1	-16,98***	-1,71*	2,34**
m_2	-0,16	1,40	1,72
Número de observaciones	10.843	10.654	2.709
Número de bancos	1.566	1.496	576
Número de países	25	25	25

(*) Regresiones aplicando en una etapa el estimador en diferencias GMM propuesto por Arellano y Bond (1991). ZSCORE es el logaritmo natural del índice *Z-Score,* PROV es el porcentaje que la dotación anual de provisión para insolvencias representa sobre los créditos totales y CREDUD es el porcentaje de créditos dudosos sobre el total de créditos. Las variables independientes consideradas son: el logaritmo natural del activo total *(TAMAÑO),* la rentabilidad de los fondos propios *(ROE),* el índice de Lerner *(LERNER),* el porcentaje de gastos no financieros respecto al activo total *(EFICIEN),* el porcentaje de activos tangibles respecto al activo total *(TANG),* el porcentaje de préstamos respecto al activo total *(PRÉSTAMOS),* el crecimiento de los ingresos financieros del banco *(CTOIN),* la concentración del mercado bancario *(CONC),* el peso de la capitalización bursátil respecto al PIB *(DMCDOFIN),* la tasa de inflación (INFLACIÓN) y el crecimiento del producto interior bruto per cápita. (CRECPIB). Las variables *dummy* temporales y de país fueron incluidas en todas las estimaciones, aunque sus coeficientes no son mostrados en el cuadro. El valor del estadístico *t* se muestra entre paréntesis. *, **, y *** indican la significación a un nivel del 10 por 100, 5 por 100 y 1 por 100, respectivamente.

V. CONCLUSIONES

La literatura bancaria analiza la relación entre tamaño bancario y estabilidad financiera como un *trade-off,* en el que se contraponen los costes de un mayor riesgo sistémico y de los incentivos «perversos» asociados a una política de TBTF con los efectos sobre el poder de mercado y los potenciales beneficios que, en términos de mayores posibilidades de diversificación, del aprovechamiento de economías de escala y de alcance y/o de mayores niveles de eficiencia, puede proporcionar un mayor tamaño bancario. La revisión de la literatura efectuada en el presente trabajo pone de manifiesto la relevancia de cada uno de estos aspectos y que su análisis se ha realizado básicamente de forma separada, siendo escasos los trabajos que los consideran de forma conjunta para analizar el efecto neto del tamaño en la estabilidad bancaria.

El análisis realizado en los bancos de los veinticinco países miembros de la Unión Europea muestra

diferencias en la estructura del activo y del pasivo de los bancos dependiendo de su tamaño. Diferencias que se trasladan a la cuenta de resultados. Los resultados son consistentes con la realización de una banca más relacional por parte de los bancos más pequeños, disponiendo de una red de oficinas más amplia que origina mayores costes fijos, recurriendo en mayor medida a la adquisición de acciones de los prestatarios para reducir los costes de agencia y prestando un mejor porcentaje de sus activos. Por su parte, los bancos grandes no sólo prestan una mayor cantidad, sino que lo hacen en mayor medida a empresas y familias, exigen menos garantías reales y tienen un menor porcentaje de créditos dudosos. Los bancos de mayor tamaño tienen menores beneficios por intereses, aunque mayores beneficios por conceptos diferentes al cobro de intereses, y menores gastos operativos. La consecuencia es una menor rentabilidad económica en los bancos grandes, que se traduce en una mayor rentabilidad financiera, debido a sus mayores tasas de endeudamiento.

Los resultados del análisis multivariante muestran que mayores tamaños están asociados con mayores niveles de riesgo después de controlar por la rentabilidad y el poder de mercado. Este resultado sugiere la relevancia del problema de riesgo moral originado por la anticipación de una política de TBTF. Es decir, dado que las entidades de mayor tamaño son aquellas sobre las que autoridades aplicarían mayores garantías implícitas en caso de quiebra, al amparo de lo que se denomina *too big to fail* (TBTF), se originan mayores incentivos a asumir riesgos en estas entidades, ya que en caso de quiebra son las que disfrutarían de una mayor cobertura o ayuda estatal. Además, existirían incentivos a incrementar el tamaño de las entidades para aumentar la probabilidad de beneficiarse de la aplicación de dicha política.

Estos resultados preliminares proporcionan apoyo a las propuestas más recientes encaminadas a reforzar el control regulatorio y supervisor sobre la asunción de riesgos en los bancos de gran tamaño, o considerados TBTF, ya que, junto a su ya elevado riesgo sistémico de naturaleza estructural, también tienen mayores incentivos a asumir riesgos.

NOTAS

(*) Los autores agradecen la ayuda económica recibida del Ministerio de Ciencia e Innovación, Proyecto MICINN-09-ECO2009-11758.

(1) Se han considerado los países miembros de pleno derecho de la Unión Europea a fecha 2007, último año de la base de datos empleada.

(2) BankScope presenta un sesgo al aumentar el número de entidades en el tiempo debido, exclusivamente, a la mayor disponibilidad de información, y podría sesgar el análisis, pero siempre infraestimando la reducción en el número de entidades de menor tamaño respecto a los bancos de mayor tamaño.

(3) La diferencia en los resultados puede no sólo reflejar diferencias en las medidas o en los modelos aplicados, sino también mejoras en las tecnologías de intermediación utilizadas y/o la relajación de las barreras geográficas a la competencia.

(4) En el caso de EE. UU. el primer año analizado es 1993, al no suministrar la base de datos Bankscope información suficiente sobre bancos medianos y pequeños antes de dicho año.

(5) Se ha comprobado que las diferencias son similares a las obtenidas cuando se compara el grupo de bancos más pequeños (bancos con activos inferiores a un billón de dólares) con el grupo de bancos con activos superiores a cien billones de dólares, o con los veinte bancos más grandes de la UE25 entre 1992 y 2007.

(6) La calidad de las provisiones por insolvencias de crédito como *proxy* del riesgo puede ser inferior que la ratio de créditos morosos, debido a que puede estar sujeta a una discrecionalidad directiva orientada a alisar beneficios (Fonseca y González, 2010).

BIBLIOGRAFÍA

AGORAKI, M-E. K.; DELIS, M. D., y PASIOURAS, F. (2011), «Regulations, competition and bank risk-taking in transition countries», *Journal of Financial Stability,* 7(1): 38-48.

ANDERSON, R. C., y FRASER, D. R. (2000), «Corporate control, bank risk taking, and the health of the banking industry», *Journal of Banking and Financer,* 24: 1383-1398.

ALLEN, L., y RAI, A. (1996), «Operational efficiency in banking: An international comparison», *Journal of Banking and Finance,* 20: 655-672.

ARELLANO, M., y BOND, S. (1991), «Some test of specification for panel data: Monte Carlo evidence and application to employment equations», *Review of Economic Studies,* 58: 227-297.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2011), «Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems», Basel Committee on Banking Supervision, Basilea.

BECK, T.; DEMIRGÜC-KUNT, A., y LEVINE, R. (2003), «Law, Endowments, and Finance», *Journal of Financial Economics,* 70: 137-181.

BECK, T.; DERMIRGÜC-KUNT, A., y LEVINE, R. (2006), «Bank concentration, competition and crises: first results», *Journal of Banking and Finance,* 30: 1581-1603.

BENSTON, G. J.; HUNTER, W. C., y WALL, L. D. (1995), «Motivations for bank mergers and acquisitions: Enhancing the deposit insurance put option versus earnings diversification», *Journal of Money, Credit, and Banking,* 27: 777-788.

BERGER, A. N. (1995), «The profit-structure relationship in banking - Test of market-power and efficient-structure hypotheses», *Journal of Money, Credit, and Banking,* 27: 405-431.

— (2003), «The economic effects of technological progress: Evidence from the banking industry», *Journal of Money, Credit, and Banking,* 35: 141-176.

BERGER, A. N.; DEMIRGÜC-KUNT, A.; LEVINE, R., y HAUBRICH, J. G. (2004), «Bank concentration and competition: An evolution in the making», *Journal of Money, Credit, and Banking,* 36: 433-453.

BERGER, A., y DEYOUNG, R. (2001), «The effects of geographic expansion on bank efficiency», *Journal of Financial Services Research,* 19: 163-184.

BERGER, A. N., y HUMPHREY, D. B. (1997), «Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research», *European Journal of Operational Research,* 98: 175-212.

BERGER, A.; KLAPPER, L. F., y TURK-ARISS, R. (2009), «Bank competition and financial stability», *Journal of Financial Services Research,* 35: 99-118.

BERGER, A. N., y MESTER, L. J. (1997), «Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions?», *Journal of Banking and Finance,* 21: 895-947.

BERGER, A. N.; MILLER, N.; PETERSEN, M.; RAJAN, R., y STEIN, J. (2005), «Does function follow form? Evidence from the lending practices of large and small banks», *Journal of Financial Economics,* 76 (2): 237-269.

BOYD, J. H., y DE NICOLÓ, G. (2005), «The theory of bank risk taking and competition revisited», *Journal of Finance*, 60: 1329-1343.

BOYD, J. H.; DE NICOLÓ, G., y JALAL, A. (2006), «Bank risk-taking and competition revisited: New theory and new evidence», *IMF Working Paper WP/06/297.*

BOYD, J. H., y GERTLER, M. (1994), «The role of large banks in the recent U.S. banking crisis», Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly review* (invierno): 319-368.

CAMPA, J. M., y HERNANDO, I. (2006), «M&As performance in the European financial industry», *Journal of Banking and Finance,* 30: 3367-3392.

CARBÓ, S.; KANE, E., y RODRÍGUEZ, F. (2011), «Regulatory arbitrage in cross-border banking mergers within the EU», *Journal of Money, Credit and Banking*, 43, de próxima aparición.

COTARELLI, C. (2010), «Fair and substantial-taxing the financial sector», en *Taxing the Financial Sector. IMF report to the G20 and bankground material,* IMF.

COVOISIER, S., y GROOP, R. (2001), «Bank concentration and retail interest rates», *Journal of Banking and Finance*, 26: 2155-2189.

DE BANDT, O., y DAVIS, E. P. (2000), «Competition, contestability and market structure in European banking sector son the eve of EMU», *Journal of Banking and Finance,* 24: 1045-1066.

DE NICOLÓ, G., y LOUKOIANOVA, E. (2007), «Bank ownership, market structure and risk», *IMF Working Papers* n.º 07/215.

DELONG, G. (2001), «Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers», *Journal of Financial Economics,* 59: 221-252.

DEMSETZ, R. S., y STRAHAN, P. E. (1997), «Diversification, size and risk at U.S bank holding companies», *Journal of Money, Credit, and Banking,* 20: 300-313.

DEYOUNG, R. (2010), «Banking in the United States», en *The Oxford Handbook of Banking,* BERGER, A. N.; MOLYNEUX, P., y WILSON, J. O. S. (eds.): 777-806.

DEYOUNG, R.; HUNTER, W. C., y UDELL, G. F. (2004), «The past, present, and probable future for community banks», *Journal of Financial Services Research,* 25: 85-133.

DIAMOND, D. (1984), «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies,* 51: 393-414.

DÍAZ, B.; GARCÍA, M., y SANFILIPPO, S. (2004), «Bank acquisitions and performance: Evidence from a panel of European credit entities», *Journal of Economics and Business,* 56: 377-404.

FDIC (2007), Historical Statistics on Banking, Table CB02, Changes in Number of Institutions, FIDC-Insured Commercial Banks and Statistics of Depository Institutions.

FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J.; MAUDÓS, J., y PÉREZ, F. (2005), «Market power in European banking sectors», *Journal of Financial Services Research,* 27 (2):109-137.

FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J., y MAUDOS, J. (2007), «Explanatory factors of market power in banking: an application to the Spanish case», *The Manchester School,* 75 (3): 275-296.

FINANCIAL STABILITY BOARD (2010), «Macroprudential instruments and frameworks: report published by the Committee on the Global Financial System», Basilea.

FONSECA, A. R., y GONZÁLEZ, F. (2010), «How bank capital buffers vary across countries: The influence of cost of deposits, market power and bank regulation», *Journal of Banking and Finance,* 34: 892-902.

GOLDBERG, L. G., y RAI, A. (1996), «The structure-performance relationship for European banking», *Journal of Banking and Finance,* 20: 745-771.

GONZÁLEZ, F. (2009), «Determinants of bank market structure: Efficiency and political economy variables«, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 41: 735-754.

GROSSMAN, R. (1992), «Deposit insurance, regulation and moral hazard in the thrift industry: evidence from the 1930s», *American Economic Review,* 82: 800-821.

GRUPO DE LOS 10 (2001), «Report on consolidation in the financial sector», www.bis.org.

HAGENDORFF, J.; HERNANDO, I.; NIETO, M. J., y WALL, L. D. (2011), «What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union», *Journal of Banking & Finance*, de próxima aparición.

HELLMANN, T. F.; MURDOCK, K. C., y STIGLILTZ, J. E. (2000), «Liberalization, moral hazard in banking and prudential regulation: Are capital requirements enough?», *American Economic Review*, 90: 147-165.

HOUSTON, J. F.; LIN, C.; LIN, P., y MA, Y. (2010), «Creditor rights, information sharing, and bank risk taking», *Journal of Financial Economics,* 96: 485-512.

HUGHES, J. P.; MESTER, L. J., y MOON, C-G. (2001), «Are scale economies in banking elusive or illusive? Evidence obtained by incorporating capital structure and risk-taking into models of bank production checking accounts and bank monitoring», *Journal of Banking and Finance,* 25: 2169-2208.

JAYARATNE, J., y STRAHAN, P.E. (1998), «Entry restrictions, industry evolution and dynamic efficiency: evidence from commercial banking», *Journal of Law and Economics*, 41: 239-273.

JIMÉNEZ, G.; LÓPEZ, J. A., y SAURINA, J. (2007), «How does competition impact bank risk-taking?», Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper 2007-23.*

KEELEY, M.C. (1990), «Deposit insurance, risk and market power in banking», *American Economic Review*, 80: 1183-1200.

KONISHI, M., y YASUDA, Y. (2004), «Factors affecting bank risk taking: Evidence from Japan», *Journal of Banking and Finance*, 28: 215-232.

LAEVEN, L., y LEVINE, R. (2009), «Bank governance, regulation and risk taking», *Journal of Financial Economics,* 93: 259-275.

LEVY-YEYATI, E., y MICCO, A. (2007), «Concentration and foreign penetration in Latin American banking sectors: Impact on competition and risk», *Journal of Banking and Finance*, 31: 1633-1647.

MARTÍNEZ-MIERA, D., y REPULLO, R. (2010), «Does competition reduce the risk of bank failure?», *Review of Financial Studies*, 23 (10): 3638-3664.

MATUTES, C., y VIVES, X. (2000), «Imperfect competition, risk and regulation in banking», *European Economic Review*, 44: 1-34.

MAUDÓS, J. (2001), «Rentabilidad, estructura de mercado y eficiencia en la banca», *Revista de Economía Aplicada,* 9 (25): 193-207.

MAUDÓS, J., y FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2004), «Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union», *Journal of Banking and Finance,* 28/9: 2259-2281.

MAUDÓS, J.; PASTOR, J. M.; PÉREZ, F., y J. QUESADA (2002), «Costs and profit efficiency in European banks», *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money,* 12: 33-58.

MESTER, L. J. (2008), «Optimal industrial structure in banking», en *Handbook of Financial Intermediation and Banking,* THAKOR, A. V., y BOOT, A. W. A. (eds.): 133-162.

MOLYNEUX, P., SCHAECK, K., y ZHOU, T. (2010), «Too-big-to-faill and its impact on safety net subsidies and systemic risk», *Working Paper,* Bangor University.

O'HARA, M., y SHAW, W. (1990), «Deposit insurance and wealth effects: The value of being 'too big to fail'», *Journal of Finance,* 45: 1587-1601.

PENAS, M. F., y UNAL, H. (2004), «Gains in bank mergers: Evidence from the bond markets», *Journal of Financial Economics*, 74:149-179.

SALAS, V., y SAURINA, J. (2003), «Deregulation, market power and risk behaviour in Spanish banks», *European Economic Review*, 47: 1061-1075.

SAUNDERS, A.; STROCK, E., y TRAVLOS, N. (1990), «Ownership structure, deregulation and bank risk taking», *Journal of Finance*, 45 (2): 643-654.

SCHAECK, K.; CIHÁK, M., y WOLFE, S. (2009), «Are competitive banking systems more stable?», *Journal of Money, Credit, and Banking,* 41 (4): 711-734.

STEVER, R. (2007), «Bank size, credit and the sources of bank market risk», *BIS Working Papers,* n.º 238.

TURK ARISS, R. (2010), «On the implications of market power in banking: Evidence from developing countries», *Journal of Banking and Finance,* 34: 765-775.

UCHIDA, H., y TSUTSUI, Y. (2005), «Has competition in the Japanese banking sector improved?», *Journal of Banking & Finance,* 29: 419-439.

UHDE, A., y HEIMESHOFF, U. (2009), «Consolidation in banking and financial stability in Europe: Empirical evidence», *Journal of Banking and Finance,* 33: 1299-1311.

ANEXO

CUADRO A.1

DESCRIPTIVOS Y CORRELACIONES (*)

Panel A: Descriptivos

	ZSCORE	*PROV*	*CREDUD*	TAMAÑO	ROE	LERNER	EFICIEN	TANG	PRÉSTAMOS	CTOIN
Median	1,4097	0,0055	0,0391	13,9752	0,1122	0,0037	0,0245	0,0074	0,4647	0,0388
Mean	1,3880	0,0991	0,0983	14,1798	0,1145	0,0035	0,0362	0,0147	0,4532	1,4266
Stand. Dev.	0,5315	2,4969	0,8629	2,100	0,2973	0,0035	0,0743	0,0294	0,2747	129,3386
N.º Observ.	16.963	15.718	4.900	18.506	18.250	15.631	18.122	17.880	18.261	16.552
N.º bancos	1.841	1.693	799	7.852	1.845	1.697	1.838	1.808	1.837	1.837

Panel B: Correlaciones

Variables	*ZSCORE*	*PROV*	*CREDUD*	TAMAÑO	ROE	LERNER	EFICIEN	TANG	PRÉSTAMOS	CTOIN
ZSCORE	1									
PROV	0,0148*	1								
CREDUD	-0,0891***	-0,3186***	1							
TAMAÑO	0,0159**	-0,0460***	-0,0991***	1						
ROE	0,1026***	-0,0343***	-0,0972***	0,0963***	1					
LERNER	0,1286***	-0,0423***	-0,1993***	-0,0213***	0,2975***	1				
EFICIEN	-0,1229***	0,0174**	0,1616***	-0,2482***	-0,106***	-0,0456***	1			
TANG	-0,0476***	0,0162**	0,3180***	-0,1422***	-0,0895***	-0,0457***	0,2756***	1		
PRESTAMOS	0,0529***	-0,0629***	-0,0792***	0,1227***	0,1105***	0,0173**	-0,0470***	0,0065	1	
CTOIN	-0,0155*	-0,0003	-0,0037	0,0124	-0,0004	0,0150*	-0,0010	-0,0044	-0,0111	1

(*) El cuadro muestra en el panel A los estadísticos descriptivos de las variables a nivel de banco. ZSCORE es el logaritmo natural de índice *Z-Score,* PROV es el porcentaje que la dotación anual de provisión para insolvencias representa sobre los créditos totales, y CREDUD es el porcentaje de créditos dudosos sobre el total de créditos. Las variables independientes consideradas son: el logaritmo natural del activo total *(TAMAÑO),* la rentabilidad de los fondos propios *(ROE),* el índice de Lerner *(LERNER),* el porcentaje de gastos no financieros respecto al activo total *(EFICIEN),* el porcentaje de activos tangibles respecto al activo total *(TANG),* el porcentaje de préstamos respecto al activo total *(PRÉSTAMOS)* y el crecimiento de los ingresos financieros del banco *(CTOIN).* Las correlaciones entre las variables se muestran en el panel B de la tabla. *,** y *** representan valores estadísticamente significativos a niveles del 10 por 100, 5 por 100 y 1 por 100 respectivamente.
Fuente: BankScope.

CUADRO A.2

RIESGO Y TAMAÑO BANCARIO (*)

	ZSCORE		*PROV*		*CREDUD*	
	(1)	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*
CONSTANTE	0,0489	0,0266	-0,6971**	-0,5138**	-0,2945***	-0,3051***
	(0,67)	(0,37)	(-2,18)	(-2,11)	(-4,43)	(-4,19)
RIESGO$_{t-1}$	0,5756***	0,5813***	0,3453**	0,3453**	-0,8493***	-0,8460***
	(29,73)	(29,33)	(2,01)	(2,03)	(-9,27)	(-9,30)
TAMAÑO	0,0113	0,0264	0,0294	0,0705	-0,0585	-0,0638
	(0,33)	(0,89)	(0,29)	(0,74)	(-1,03)	(-1,30)
TAMAÑO x $D_{500M-1B}$	-0,0029		0,0037		-0,0063	
	(-1,06)		(0,83)		(-0,95)	
TAMAÑO x D_{1B-10B}	-0,0048		0,0028		-0,0018	
	(-1,23)		(0,32)		(-0,24)	
TAMAÑO x $D_{>10B}$	-0,0027	-0,0001	0,0041	0,0014	0,0016	0,0036*
	(-0,56)	(-0,04)	(0,35)	(0,52)	(0,20)	(1,91)
$D_{500M-1B}$	-0,0106		0,0495		-0,0149	
	(-1,18)		(1,12)		(-0,87)	
D_{1B-10B}	-0,0148***		0,0309		-0,0059	
	(-3,10)		(0,99)		(-0,55)	
$D_{>10B}$	-0,0198***	-0,0095***	0,0321	0,0052	-0,0081	-0,0024
	(-3,85)	(-2,68)	(1,16)	(1,00)	(-0,80)	(-0,67)
ROE	0,1832*	0,1859*	-0,2446*	-0,2827*	-0,0237	-0,0283
	(1,93)	(1,93)	(-1,71)	(-1,82)	(-0,94)	(-1,01)
LERNER	0,3583***	0,3292***	-0,4667**	-0,4661***	-0,4441***	-0,4793***
	(3,79)	(3,34)	(-2,64)	(-2,60)	(-5,52)	(-5,67)
LERNERSQ	0,0795	0,0462	0,0251**	0,2525**	-0,0150***	-0,0171***
	(0,89)	(0,50)	(2,26)	(2,26)	(-3,36)	(-3,62)
EFICIEN	0,1981	0,0301	1,3857	1,4373	-0,1750	-0,1232
	(0,46)	(0,07)	(0,89)	(0,90)	(-0,50)	(-0,31)
TANG	-0,0591	-0,0089	-0,0895	-0,0011	3,9058***	4,2918***
	(-0,24)	(-0,04)	(-0,07)	(-0,00)	(2,85)	(2,87)
PRÉSTAMOS	0,0697	0,0717	-0,1333	-0,1353	-0,2886**	-0,3799***
	(0,73)	(0,71)	(-0,64)	(-0,57)	(-2,39)	(-2,71)
CTOIN	-0,0002	-0,0003	-0,0157	-0,0250	0,0162	0,0186
	(-1,23)	(-1,17)	(-1,21)	(-1,46)	(0,84)	(0,84)
CONC	-0,0160	-0,0147	0,0783	0,0537	0,0649	0,0710
	(-0,24)	(-0,22)	(0,98)	(0,74)	(0,72)	(0,74)
DMCDOFIN	-0,0242	-0,0309*	0,0452	0,0513	-0,0068	-0,0067
	(-1,32)	(-1,70)	(1,58)	(1,64)	(-0,23)	(-0,20)
CRECPIB	0,0700	0,0344	-0,4209	-0,3776	-0,0974	-0,0601
	(0,65)	(0,31)	(-1,44)	(-1,35)	(-0,98)	(-0,54)
INFLACIÓN	0,0000	0,0002	0,0055**	0,0055**	0,0024***	0,0024***
	(0,00)	(0,22)	(2,06)	(2,09)	(4,04)	(3,77)
$D_{Año}$	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
$D_{País}$	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
m_1	-16,92***	-16,96***	-1,71*	-1,71*	2,40**	2,25**
m_2	-0,28	-0,21	1,40	1,40	1,66*	1,63
Número de observaciones	10.843	10.843	10.654	10.654	2.709	2.709
Número de bancos	1.566	1.566	1.496	1.496	576	576
Número de países	25	25	25	25	25	25

(*) Regresiones aplicando en una etapa el estimador en diferencias GMM propuesto por Arellano y Bond (1991). ZSCORE es el logaritmo natural de índice *Z-Score,* PROV es el porcentaje que la dotación anual de provisión para insolvencias representa sobre los créditos totales y CREDUD es el porcentaje de créditos dudosos sobre el total de créditos. Las variables independientes consideradas son: el logaritmo natural del activo total *(TAMAÑO),* la rentabilidad de los fondos propios *(ROE),* el índice de Lerner *(LERNER),* el porcentaje de gastos no financieros respecto al activo total *(EFICIEN),* el porcentaje de activos tangibles respecto al activo total *(TANG),* el porcentaje de préstamos respecto al activo total *(PRÉSTAMOS),* el crecimiento de los ingresos financieros del banco *(CTOIN),* la concentración del mercado bancario *(CONC),* el peso de la capitalización bursátil respecto al PIB *(DMCDOFIN),* la tasa de inflación (INFLACIÓN) y el crecimiento del producto interior bruto per cápita. (CRECPIB). Las variables *dummy* temporales y de país fueron incluidas en todas las estimaciones, aunque sus coeficientes no son mostrados en el cuadro. El valor del estadístico *t* se muestra entre paréntesis. *, **, y *** indican la significación a un nivel del 10 por 100, 5 por 100 y 1 por 100, respectivamente.

EL FUTURO DE LA OBRA SOCIAL DE LAS CAJAS

Javier QUESADA (*)

Universitat de València e Ivie

Resumen

La reforma estructural de las cajas de ahorros abre interrogantes no sólo sobre el futuro de su actividad financiera, sino también sobre el de su actividad tradicional de lucha contra la exclusión financiera y de apoyo a la cultura y al bienestar de la sociedad a través de su Obra Social. El artículo analiza la importancia de ésta a lo largo de los últimos años, con especial atención al último decenio. Se destaca la intensidad de su caída desde el comienzo de la gran recesión y se analizan las lúgubres perspectivas financieras para los próximos años.

Palabras clave: Obra Social, cajas de ahorros españolas, reforma estructural de las cajas.

Abstract

The structural reform of the savings banks not only raises questions about the future of its financial activity, but also that of its traditional fight against financial exclusion and support for culture and the welfare of society through its social work. The article discusses the importatnce of this over recent years with special attention to the last decade. It highlights the intensity of its fall from the beginning of the current recession and discusses the gloomy financial outlook for the coming years.

Key words: Obra Social (community investment projects), Spanish savings banks, savings bank's structural reform.

JEL classification: G21; G34; G38.

I. INTRODUCCIÓN

EL estallido de la burbuja inmobiliaria española, el desencadenamiento de la crisis financiera internacional y la gran recesión han afectado directa e intensamente a la situación patrimonial de las cajas de ahorros españolas, a su modelo de negocio, e incluso a su supervivencia institucional. Como consecuencia de ello, y ante la urgente necesidad de recapitalizar las entidades para afrontar las pérdidas y alejar el riesgo de quiebra, se ha hecho patente la obsolescencia del marco regulatorio anterior. En efecto, los instrumentos contemplados para la generación de recursos propios en los mercados, como las cuotas participativas (1) o las participaciones preferentes, fracasaron en su intento de dotar a las cajas de mecanismos alternativos a los beneficios no distribuidos para fortalecer su coeficiente de capital (2).

Existe el riesgo de que la reforma actualmente en marcha pueda acarrear no sólo la desaparición de las propias cajas, sino también la de algunos de los objetivos sociales que las cajas han perseguido hasta la fecha. Por una parte, la misión del fomento del ahorro y de la no exclusión financiera, que deberá compatibilizarse con la necesidad de ser tan eficientes como el conjunto de los bancos comerciales y remunerar a los accionistas como el resto de entidades de un riesgo similar. Esta restricción obligará, por ejemplo, al cierre de oficinas en algunas plazas rurales no rentables, al no poder compensar las pérdidas con los beneficios obtenidos en sucursales situadas en núcleos urbanos.

Por otro lado, la Obra Social (en adelante OS) va a experimentar cambios sustanciales, siendo el primero y principal la significativa reducción que pueden experimentar en los próximos años los recursos que la nutren. Si bien la nueva normativa mantiene el papel de la OS de las cajas, preocupa la dimensión cuantitativa de su actividad. La creación de nuevos bancos a partir de la integración en ellos de diferentes grupos de cajas, y su ulterior salida a Bolsa, ha obligado a aceptar importantes descuentos sobre el valor en libros de las distintas entidades, con una gran disolución de propiedad en favor de los nuevos accionistas. Consecuentemente, la OS se financiará con un porcentaje —ahora menor— de los resultados del banco, luego de impuestos y de haber dotado las reservas necesarias. Sobre todo este conjunto de circunstancias todavía existen demasiadas incertidumbres como para permitir realizar predicciones fiables, de manera que tenemos que conformarnos con escenarios con amplios rangos de variación.

Ante los cambios actualmente en curso en el sistema bancario español, cabe preguntarse qué ocurrirá con la OS. Este artículo se pregunta en su apartado II qué ha representado la OS en el pasado, y en el III, qué consecuencias se derivarán de su contracción (su previsible reducción de

tamaño). Por último, se ofrecen unas conclusiones finales.

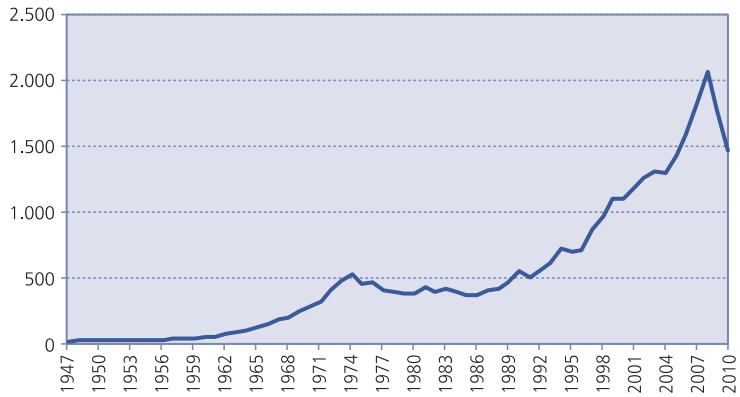
II. EL ALCANCE DE LA OBRA SOCIAL DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

El modelo español de cajas de ahorros era visto no hace mucho como un modelo de éxito por los principales especialistas del sector. A los buenos resultados obtenidos en su actividad estrictamente financiera, se le unía un crecimiento continuado del valor de sus activos (que incluía cada vez más sociedades participadas) y un acceso casi ilimitado a los recursos financieros ajenos a través de la emisión de empréstitos dentro y fuera de España. Las cajas eran entidades rentables, eficientes, líquidas y solventes, y mantenían un proceso continuado de expansión, prueba de que disfrutaban de elevados niveles de competitividad.

Del éxito palpable del modelo español de cajas en su vertiente financiera era beneficiario directo el conjunto de la sociedad. Su OS se concretaba en forma de servicios sociales, culturales, sanitarios, deportivos, educativos o de apoyo a la investigación en todas las capas sociales y en todo el territorio nacional. Su objetivo de combatir la exclusión financiera permitía que muchas poblaciones y colectivos tuvieran acceso a los servicios financieros, aun cuando su explotación no fuera rentable desde el punto de vista puramente económico. El dinamismo competitivo que comportaba su presencia obligaba a que el conjunto del sector operara con márgenes más ajustados, de lo que se beneficiaban todos los clientes de activo y de pasivo, de las cajas o de los bancos comerciales (3).

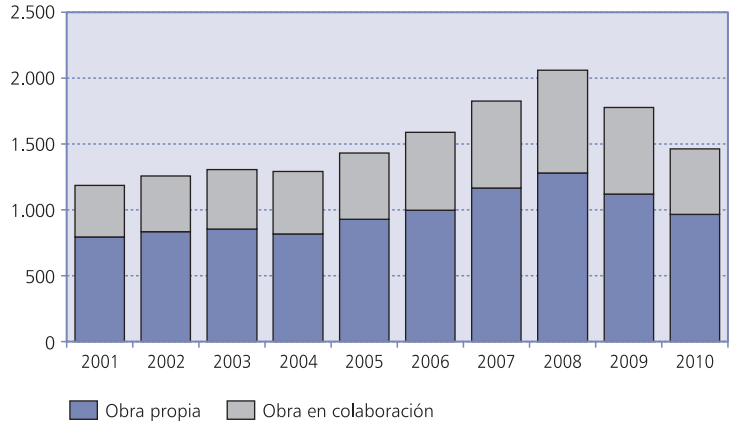
Ciñéndonos a la contribución social de las cajas a través de la OS, su importe, en euros constantes, ha crecido más de cien veces desde 1947, lo que representa un crecimiento anual del 8,7 por 100, hasta su máximo de 2.059 millones de euros en 2008 (gráfico 1). El ritmo de su crecimiento no ha sido constante, sino que ha variado de ejercicio en ejercicio, alternándose periodos largos de estancamiento con otros de crecimiento vigoroso. Así, desde los inicios de la última gran expansión económica, y hasta su finalización en 2008, los recursos de la OS han crecido incluso más deprisa, a una tasa del 9,4 por 100. El importe acumu-

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LOS RECURSOS DESTINADOS A LA OBRA SOCIAL, 1947-2010 (Millones de euros de 2010)



Fuente: CECA.

GRÁFICO 2
DESTINO DE LOS RECURSOS DE LA OBRA SOCIAL. OBRA PROPIA FRENTE A OBRA EN COLABORACIÓN, 2001-2010 (Millones de euros de 2010)



Fuente: CECA, y elaboración propia.

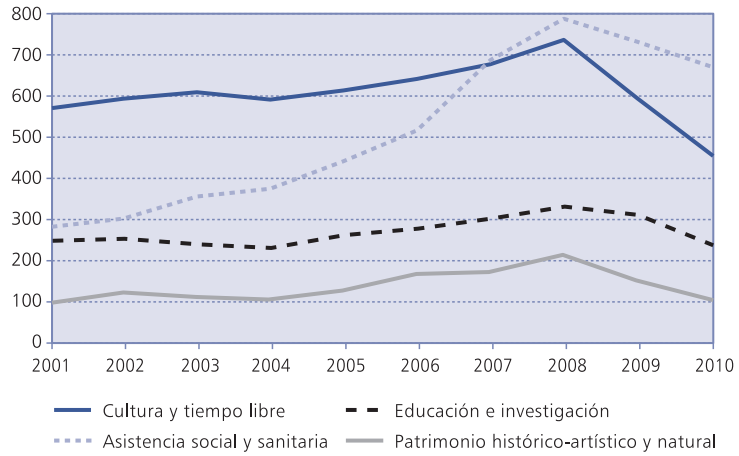
lado en los más de sesenta años del periodo total sobrepasa los 33.000 millones de euros, una cifra que ilustra la importancia cuantitativa de la OS, cuya continuidad se encuentra hoy en entredicho.

En los últimos dos ejercicios, este importe ha descendido un 29 por 100, hasta alcanzar en 2010 los 1.462,4 millones de euros. Si a esta fuerte caída unimos el empeoramiento de las expectativas sobre resultados a lo largo de próximos ejercicios, las crecientes necesidades de capital que imponen los mercados y la menor participación de las cajas originales en los beneficios de los actuales bancos, se hace patente el fuerte contraste en menos de un lustro, en el que se ha pasado de una etapa de abundancia de recursos a una de fuerte escasez. De experimentar crecimientos de la financiación a tasas anuales del 10-15 por 100 a verla descender a tasas incluso mayores del 15-20 por 100. La sociedad tiene que modificar su percepción en el sentido de que las cajas, que hasta ahora parecían poder con todo, en su doble vertiente de entidades financieras y promotoras de la acción social, ahora van a tener más dificultades para acometer todo lo que hacían.

Las cajas realizan su OS de dos formas: directamente, a través de sus propios personal, centros e instalaciones, o en forma de colaboración con innumerables entidades especializadas en las distintas áreas de actividad. A pesar de una ligera tendencia a la baja, aproximadamente dos terceras partes del presupuesto se canalizan a través de la obra propia. Del último decenio, el año en el que mayor porcentaje representó la OS en colaboración fue 2008, con el 37,8 por 100 (gráfico 2). Ante la expectativa de un fuerte descenso del presupuesto total de la OS, las acciones realizadas en colaboración serán inicialmente, por su mayor flexibilidad, las más propicias a su disminución, ya que no incluyen ajustes de estructura en la propia organización de las cajas o de sus fundaciones.

La clasificación tradicional de la OS en cuatro tipos de actividades muestra un crecimiento vigoroso en euros constantes del área de asistencia social y sanitaria a lo largo del último decenio, que casi llega a triplicar su importe entre 2001 y 2008 (gráfico 3). Es en esta área en la que se concentraron los crecimientos de los recursos totales de las cajas en la época del *boom* inmobiliario, haciendo partícipe a la sociedad de los beneficios de la expansión económica en forma de creación y mantenimiento de centros de atención, y de acciones sociales y sanitarias. Durante el mismo periodo, se observa cómo el área más importante desde el punto de vista presupuestario, la de ac-

GRÁFICO 3
DESTINO DE LOS RECURSOS DE LA OBRA SOCIAL. ÁREAS DE ACTIVIDAD, 2001-2010 (Millones de euros de 2010)



Fuente: CECA, y elaboración propia.

CUADRO N.º 1

IMPACTO SOCIAL DE LAS ACTIVIDADES DE LA OBRA SOCIAL. PROMEDIO ANUAL, 2005-2010

	Recursos dedicados (Millones de euros de 2010)	*Número de centros*	*Número de actividades*	*Beneficiarios (Miles de personas)*
Cultura y tiempo libre	614	1.724	82.840	71.204
Asistencia social y sanitaria	633	2.237	58.795	32.019
Educación e Investigación	283	392	17.795	8.705
Patrimonio histórico-artístico y natural	160	400	9.434	8.999
Obra Social. Total	**1.690**	**4.753**	**168.864**	**120.927**

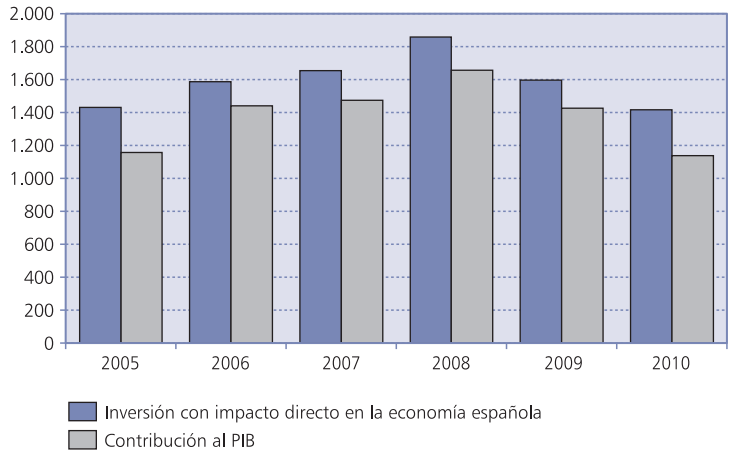
Fuente: CECA.

tividades culturales y tiempo libre, crece mucho menos durante el periodo de expansión —en torno a un 30 por 100— y concentra el impacto de la crisis, con un descenso de casi un 40 por 100 en apenas dos años. El área de educación e investigación muestra un crecimiento de un 33 por 100 hasta 2008, y un descenso similar concentrado en los dos últimos ejercicios. Por último, el área de patrimonio histórico-artístico y natural, que representa en torno a un 9-10 por 100 del presupuesto total de la OSC, aun cuando llega a duplicar su presupuesto en la etapa de expansión, se reduce de nuevo a la mitad como consecuencia de la crisis, regresando al mismo nivel de 2001 en euros constantes.

En cuanto al impacto social de la OS, se observa una gran correspondencia en cada área con el importe de los respectivos presupuestos. El cuadro número 1 ofrece, en promedio anual, un resumen de los recursos utilizados y de las actividades desplegadas en España durante el último lustro. La mayor parte del impacto, por encima del 80 por 100, se concentra en dos áreas: cultura y tiempo libre, y asistencia social y sanitaria. Así, el número de centros desde los que se realizan las actividades de la OS ascendió a 4.753, un 47 por 100 de los cuales se refieren a la asistencia social y sanitaria, mientras que un 36,3 por 100 desarrollan actividades culturales y de tiempo libre. El número total de actividades fue de 168.864, de las que casi la mitad fueron de cultura y tiempo libre, y un 35 por 100 del área de asistencia social y sanitaria. Por último, el número de beneficiarios de la OS superó los 120 millones de personas, de los que algo más de 71 millones lo fueron en el área de cultura y tiempo libre y 32 millones en el área asistencia social y salud.

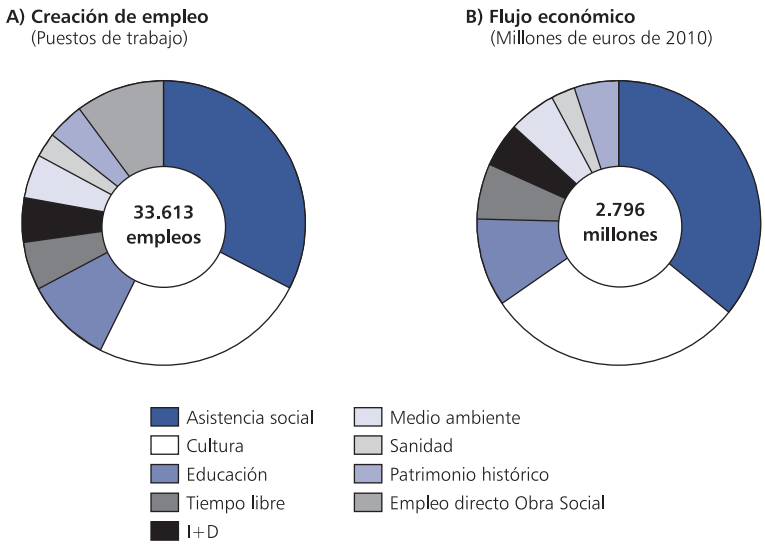
El impacto de la OS sobre el PIB y el empleo viene siendo estimado tradicionalmente por CECA. El gráfico 4 muestra, para el último sexenio, un perfil del impacto de la OS muy parecido al del presupuesto recogido anteriormente en el gráfico 2. La cifra absoluta de la contribución de la

GRÁFICO 4
INVERSIÓN Y CONTRIBUCIÓN AL PIB DE LA OBRA SOCIAL, 2005-2010 (Millones de euros de 2010)



Fuente: CECA, y elaboración propia.

GRÁFICO 5
CREACIÓN DE EMPLEO Y FLUJO ECONÓMICO. PROMEDIO ANUAL, 2005-2010



Fuente: CECA, y elaboración propia.

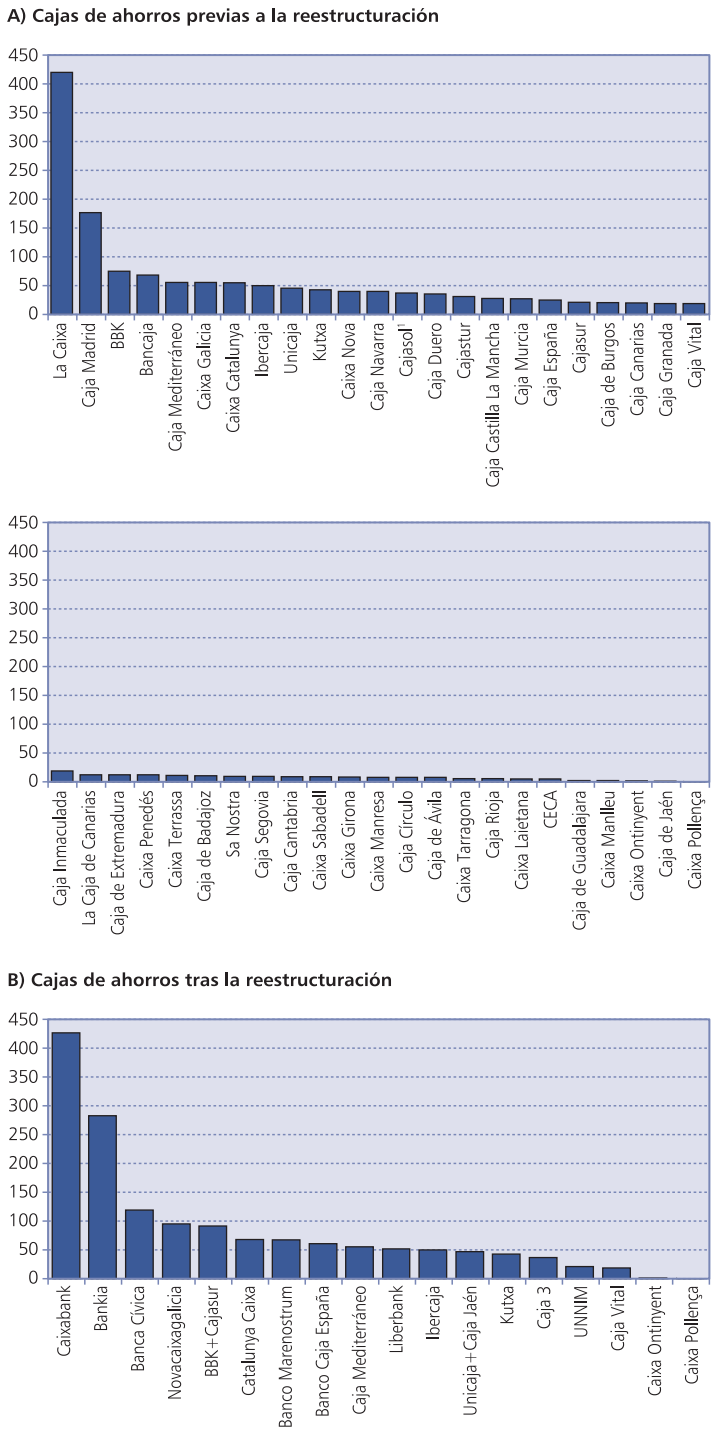
OS al PIB español ascendió en 2010 a 1.137 millones de euros, un 32 por 100 por debajo de su máximo nivel de 1.657,8 millones, alcanzado en 2008.

En lo que se refiere al empleo y al flujo económico que depende, directa o indirectamente, de los presupuestos de la OS, el gráfico 5 recoge el promedio anual del último quinquenio. El número de puestos de trabajo es algo superior a 33.600, y el flujo económico, ligeramente inferior a los 2.800 millones de euros, cifras nada despreciables que reflejan, de nuevo, la importancia económica de la OS en el conjunto de la economía española.

Desde el inicio de la crisis se ha estimado que, como consecuencia del descenso de la OS, se ha producido una pérdida de 12.131 puestos de trabajo directos e indirectos, y de 1.084 millones de euros en flujo económico, cifras más que significativas en un sector con elevado arrastre sobre el resto de sectores. El empleo directo en personal de la OS asciende tan sólo a un 10 por 100 del total, destacando por su importancia relativa las actividades de asistencia social y cultura, con unos porcentajes sobre el total del 32,6 y 24,7 por 100 en empleo y del 35,9 y 29,4 por 100 en flujo económico.

El futuro de la OS depende también de cómo se distribuye el importe total entre las diferentes cajas, ya que éstas no se encuentran igualmente posicionadas como entidades financieras ante el futuro. Para el conjunto de la OS, es fundamental que las entidades más grandes, en las que se concentra el grueso de sus recursos, recuperen cuanto antes sus niveles de eficiencia y rentabilidad, de modo que puedan mantener al máximo sus actuales compromisos de gasto.

GRÁFICO 6
DOTACIÓN A LA OBRA SOCIAL POR CAJAS DE AHORROS. PROMEDIO ANUAL, 2005-2009 (Millones de euros)



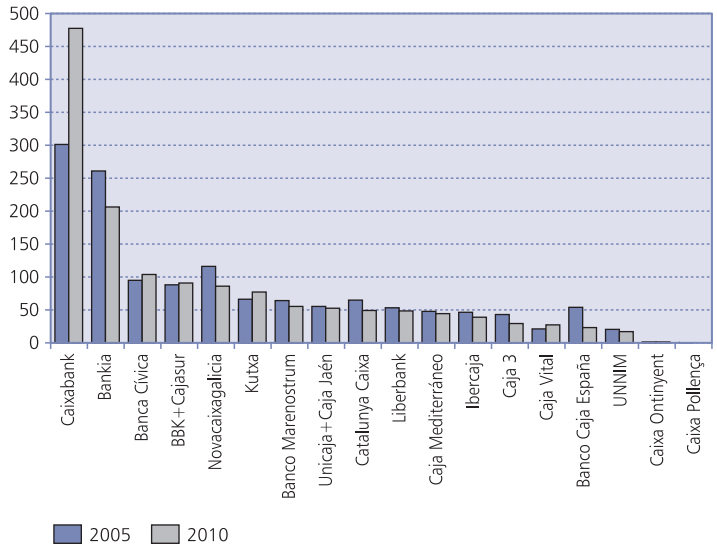
Fuente: CECA, y elaboración propia.

La disparidad entre la dimensión presupuestaria de la OS se muestra en el gráfico 6. Antes de que diera comienzo el actual proceso de integración (apartado A), la dotación de la OS de La Caixa era más de 50 veces la de la media de las cajas más pequeñas, y entre las cinco más grandes se concentraba el 51,4 por 100 del total. Tras el comienzo del actual proceso de concentración, los cinco grupos más grandes representan ya el 66,1 por 100 del total (apartado B).

No sólo existe una gran heterogeneidad en la dimensión de las distintas OS. Si observamos la evolución de los últimos cinco años, encontramos grandes diferencias entre algunas, que todavía suben (Caixabank, de forma espectacular, junto con Kutxa, Banca Cívica, Caja Vital, BBK+Cajastur y Caixa Ontinyent), y el resto, que descienden como consecuencia del impacto de la crisis sobre los beneficios de las entidades (gráfico 7).

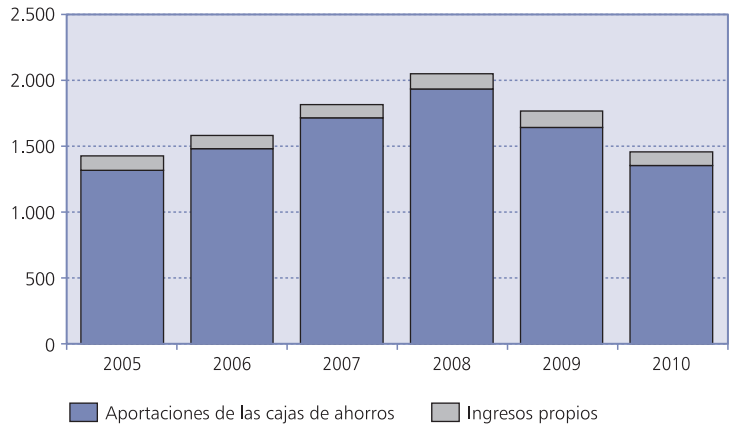
Ante la fuerte reducción que se anticipa en los resultados económicos de la actividad bancaria en España, las crecientes necesidades de capital y la pérdida de participación relativa en el accionariado de los nuevos bancos, es previsible un descenso notable en las aportaciones de las cajas a la OS. La gran dependencia por parte de la OS de las aportaciones anuales aparece reflejada en el gráfico 8, situándose de forma permanente por encima del 92 por 100 del presupuesto anual. En otras palabras, la OS no cuenta apenas con recursos propios (menos del 8 por 100) para continuar desplegando su actividad si no se nutre anualmente de la cuenta de los resultados de la entidad correspondiente, de modo que, pasado el primer ejercicio en el que se puedan trasladar fondos no consumidos de un año a otro, los ajustes al nuevo escenario financiero tendrán que ser rápidos.

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DE LOS RECURSOS DE LA OBRA SOCIAL POR CAJAS DE AHORROS, 2005-2010
(Millones de euros de 2010)



Fuente: CECA, y elaboración propia.

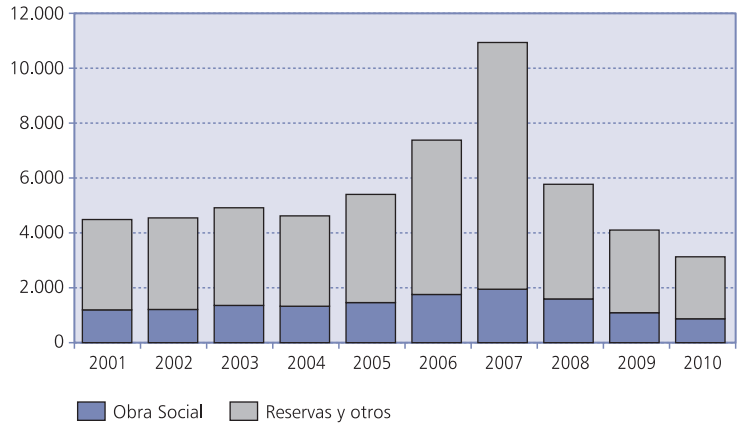
GRÁFICO 8
ORIGEN DE LOS RECURSOS DE LA OBRA SOCIAL. APORTACIONES DE LAS CAJAS DE AHORROS FRENTE A INGRESOS PROPIOS, 2005-2010
(Millones de euros de 2010)



Fuente: CECA, y elaboración propia.

De los beneficios después de impuestos las cajas han destinado, de media, a lo largo del último decenio un 73,9 por 100 a

GRÁFICO 9
ESFUERZO REALIZADO POR LAS CAJAS DE AHORROS EN OBRA SOCIAL. DISTRIBUCIÓN DE LOS BENEFICIOS DESPUÉS DE IMPUESTOS, 2001-2010
(Millones de euros de 2010)



Fuente: CECA, y elaboración propia.

reservas y el 26,1 por 100 restante a la OS (gráfico 9). Estas proporciones se han mantenido muy estables con la excepción del ejercicio 2007, que exigió una dotación adicional de reservas ante la previsión de la crisis financiera que se desató más tarde.

Esta decisión sobre la distribución de beneficios en el ejercicio de la actividad bancaria se realizará en el futuro en el seno del banco del que la caja o la fundación sea accionista. Los criterios de reparto obedecerán a parámetros distintos, como son la política de dividendos de la empresa, la conveniencia de emitir nuevas acciones, la estrategia de fusiones y adquisiciones de la entidad, las consideraciones sobre la disolución de la propiedad, entre otros. Fruto de la competencia en un único campo de juego, y bajo idénticas reglas, el comportamiento de los nuevos bancos no diferirá en exceso del que sigue el resto de bancos comerciales con quienes compiten en los diferentes segmentos y regiones del mercado.

Este esfuerzo por dotar de recursos a la OS ha sido muy dispar entre entidades, debido al aumento en las necesidades de capital que la crisis y el órgano regulador han impuesto en un corto periodo de tiempo. En el gráfico 10, se aprecia el promedio anual 2005-2010 destinado a tal efecto, oscilando entre el 39 por 100 de Caja Duero y el 10,37 por 100 de CECA (apartado A). Considerando la actual concentración de entidades, las diferencias se reducen del 35,2 por 100 del Banco Caja España al 17,1 por 100 de Unicaja (apartado B).

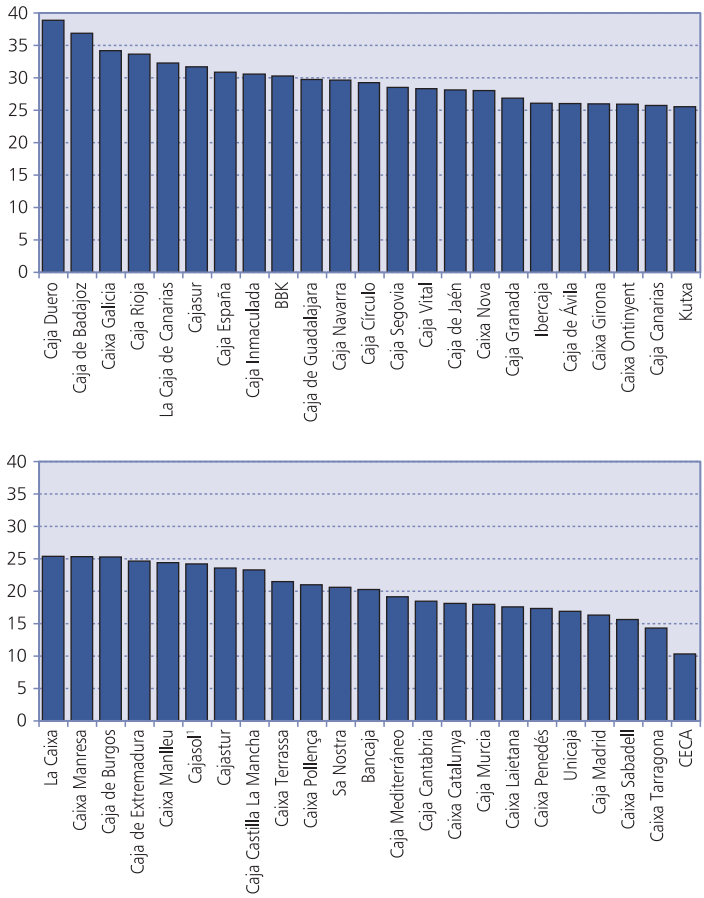
Los datos individuales de las 46 cajas y los 18 grupos permiten explorar si se observa alguna regularidad entre entidades en materia de eficiencia operativa, esfuerzo y volumen de la OS. En un principio, podría esperarse que aquellas cajas más eficientes, es decir, las que presentan un menor gasto de administración por euro de margen bruto obtenido, podrían mejorar sus resultados y disponer de mayor capacidad de dotar a la OS una vez se constituyen las reservas, reflejándose en una mayor dimensión o un mayor esfuerzo en la dotación. En el gráfico 11 se observa que tal relación no existe ni para las cajas originales (apartado A) ni para los nuevos grupos de entidades (apartado B).

Un ejercicio adicional, similar al realizado anteriormente, se muestra en el gráfico 12, utilizando la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) como variable de control del esfuerzo y el volumen de la OS. El resultado es muy similar al anterior. No se aprecia relación alguna entre la rentabilidad de las cajas originales, o la de los actuales grupos, y el esfuerzo en dotación a la OS, que parece no depender en corte transversal de la tasa de beneficio de la entidad (4). Las decisiones sobre la proporción de los beneficios luego de impuestos que se destina a OS parecen ser simplemente el resultado de optimizar la decisión de dotar reservas en las entidades. Dicho de otra forma, la dotación a la OS se decide en términos complementarios, como incorporación del remanente del resultado del ejercicio de la actividad bancaria.

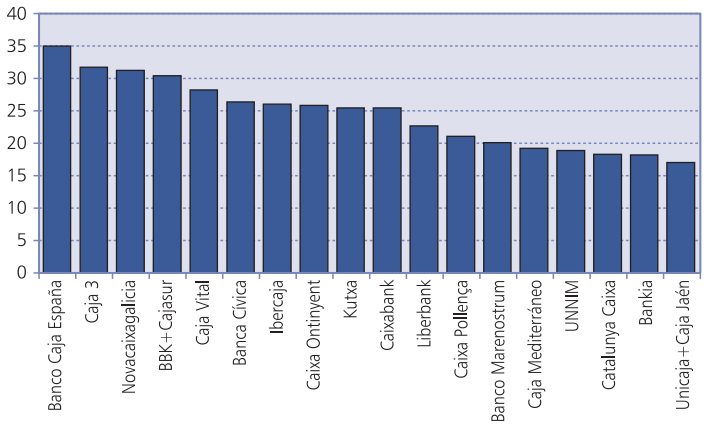
Como conclusión a este apartado, se puede resaltar la gran importancia que ha tenido la OS de las cajas españolas desde los puntos de vista cuantitativo y cualitativo, su elevado peso en los ámbitos propios de su actuación, que la hacen única e irrepetible, su alta contribución a la renta y al empleo, su gran heterogeneidad entre entidades en dimensión y esfuerzo presupuestario. Qué puede pasar con todo ello en los próximos años constituye el objeto del siguiente apartado.

GRÁFICO 10
ESFUERZO DEDICADO A LA OBRA SOCIAL POR CAJAS DE AHORROS. PROMEDIO ANUAL, 2005-2009 (*)
(Porcentaje del beneficio después de impuestos)

A) Cajas de ahorros previas a la reestructuración



B) Cajas de ahorros tras la reestructuración



(*) Los datos de Caja Duero, Caja España y Cajasur corresponden al período 2005-2008.
Fuente: CECA, y elaboración propia.

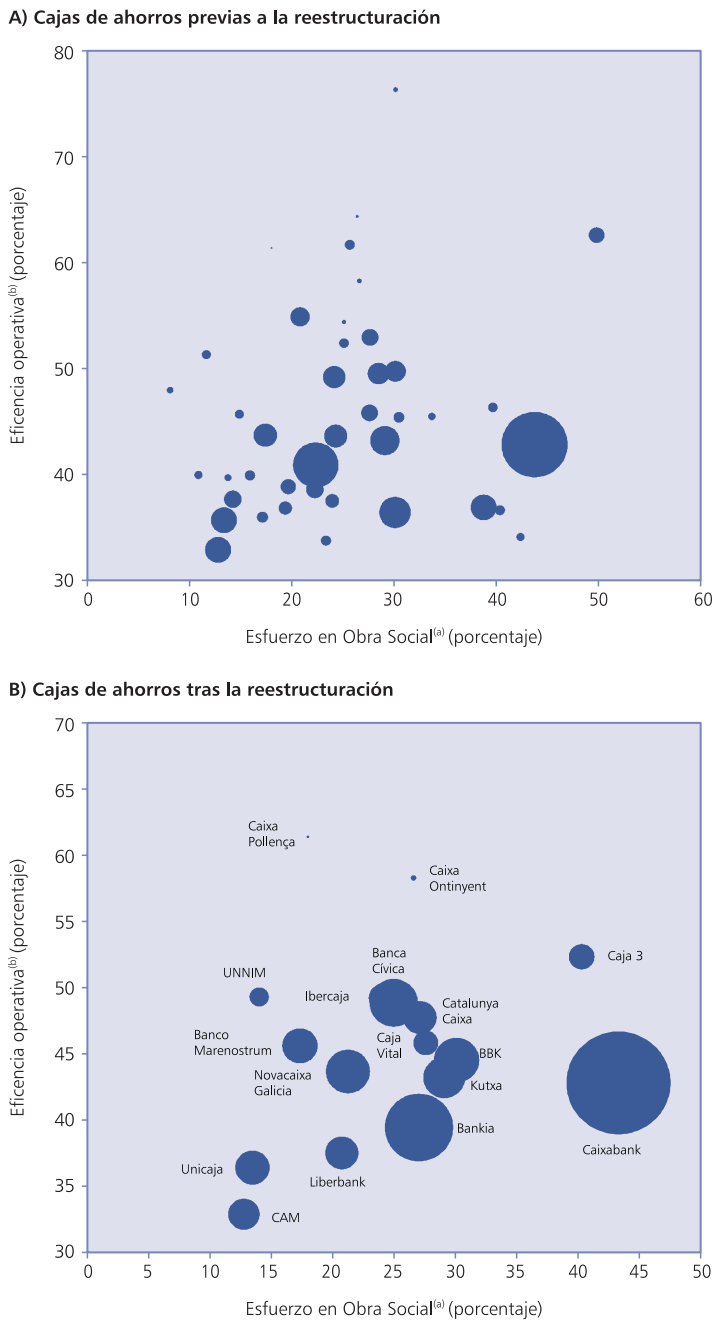
III. EL FUTURO DE LA OBRA SOCIAL DE LAS CAJAS

A la vista de lo que ha sucedido desde que se desatara la crisis global con los beneficios de bancos y cajas, cabe preguntarse qué pasará con las aportaciones a la OS durante los próximos años, en el nuevo panorama del sistema bancario español. Sin embargo, todavía existe un nivel de incertidumbre en los mercados internacionales que afecta no sólo al futuro de las cajas, sino también al de los bancos, las finanzas públicas y hasta las monedas de reserva internacional como el euro. Lejos de disiparse, esta incertidumbre presiona intensamente sobre las costuras del sistema financiero y, dentro de él, sobre las cajas.

Las cajas, a pesar de haber incurrido en errores colectivos de crecimiento excesivo, alimentados por una política de reducidos tipos de interés y oferta infinitamente elástica de ahorro internacional, han sufrido las consecuencias de un cambio brusco en la percepción y evaluación del riesgo por parte de los prestamistas. Su nivel de capitalización en los años previos a la crisis no ha resistido ante el rápido deterioro patrimonial de su activo, el crecimiento de la morosidad, el cierre de los mercados, el endurecimiento de la regulación y, recientemente, el contagio de la crisis de la deuda soberana.

La única salida para todas ellas es su integración en un grupo más amplio, recibir, en su caso, ayuda transitoria para cumplir con los coeficientes de capital y transferir su actividad a un banco convencional para que se pueda ampliar el nivel de recursos propios recurriendo al mercado de capitales. Independientemente de si las cajas han elegido la fu-

GRÁFICO 11
EFICIENCIA OPERATIVA (a), ESFUERZO EN OBRA SOCIAL (b) Y VOLUMEN DE LA OBRA SOCIAL (c), 2009
(Porcentajes y miles de euros)



Notas: (a) Porcentaje de los beneficios después de impuestos dotados a la Obra Social.
(b) Porcentaje de los gastos de administración respecto al margen bruto.
(c) El tamaño de los círculos representa el volumen de recursos de la Obra Social.
Fuente: CECA, y elaboración propia.

sión, la integración en un SIP (sistema institucional de protección) o la transformación en un banco, la OS que venían desplegando todas ellas se verá sometida a una reducción considerable.

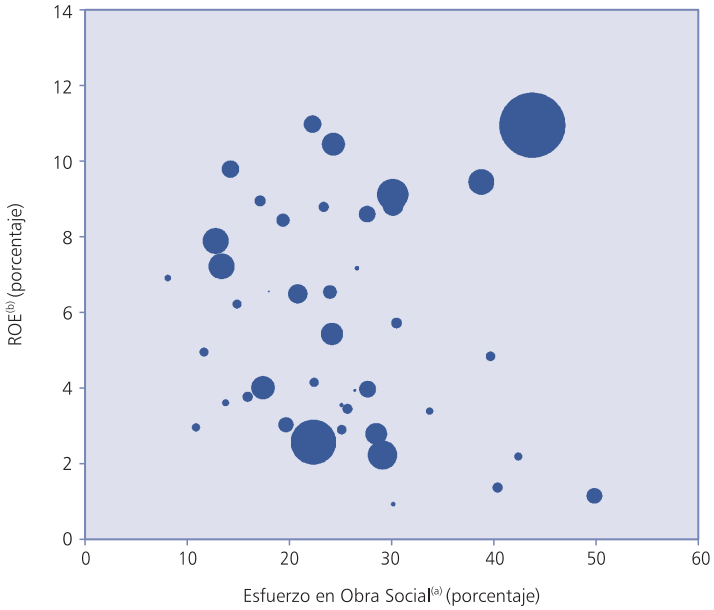
Las cajas que han formado un SIP y recurrido al FROB1, que adopta la forma de préstamo, no diluyen su propiedad con el Estado, sino que los intereses y la amortización del principal irán contra los resultados de cada uno de los correspondientes ejercicios, sin que tenga el Estado participación alguna en los beneficios futuros. Las cajas que hayan acudido al FROB2 —CAM, UNNIM, Catalunya Caixa y NovaCaixaGalicia— sí verán diluida su propiedad con el Estado, porque la ayuda toma la forma de suscripción de títulos de propiedad y constituye una nacionalización parcial de la entidad (5). En este caso, el Estado se convierte en accionista temporal de aquélla y disfruta de todos los derechos políticos y económicos; entre otros, sobre la percepción de dividendos.

El grado de nacionalización depende tanto de las necesidades absolutas de capital de la entidad como de la valoración de ésta que realice el FROB. Si la entidad sufriera un descuento sobre el valor en libros de casi el 100 por 100, significaría una pérdida casi absoluta de valor y de derechos sobre la entidad recapitalizada. La antigua caja ya no tendría oportunidad de generar recursos para sostener la OS, y debería suspenderla. Por todo ello, a efectos del volumen potencial de la OS, tiene mucha importancia la forma en la que se ha recibido la ayuda del Estado.

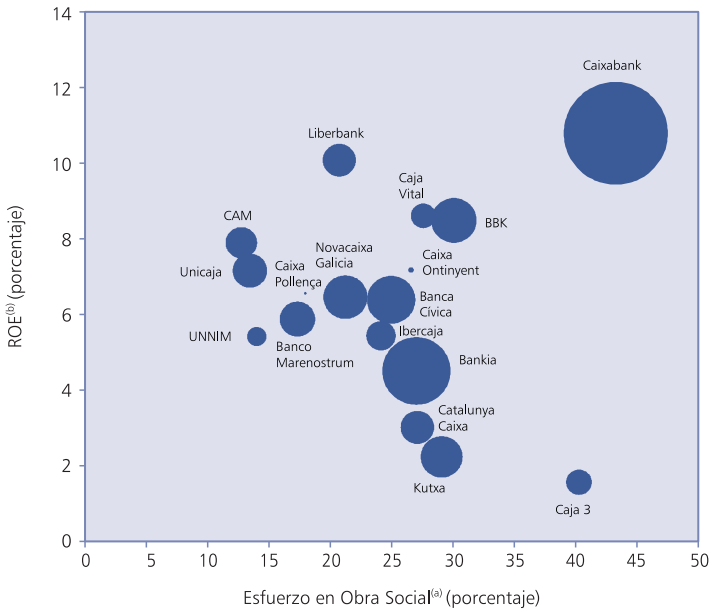
Una vez sale a Bolsa el banco, el precio de suscripción determina de nuevo no sólo el volumen

GRÁFICO 12
RENTABILIDAD (ROE) (a), ESFUERZO EN OBRA SOCIAL (b) Y VOLUMEN DE LA OBRA SOCIAL (c), 2009
(Porcentajes y miles de euros)

A) Cajas de ahorros previas a la reestructuración



B) Cajas de ahorros tras la reestructuración



Notas: (a) Porcentaje de los beneficios después de impuestos dotados a la Obra Social.
(b) Porcentaje del resultado de ejercicios respecto a los fondos propios.
(c) El tamaño de los círculos representa el volumen de recursos de la Obra Social.
Fuente: CECA, y elaboración propia.

de recursos captados en el mercado, sino también la participación final de las cajas en el accionariado del nuevo banco. Dependiendo del precio de salida con el que el mercado recibe la oferta pública y de las necesidades de capital del banco, se producirá una mayor o menor dilución de la propiedad de éste entre los nuevos accionistas. Esta circunstancia condiciona directamente los recursos financieros de la OS, y la reciente caída de las bolsas, fruto de la incertidumbre y de la crisis, los disminuirá de forma permanente, al perder participación en la futura cuenta de resultados.

En definitiva, las razones por las que se producirá un descenso en el nivel de recursos de la OS son cuatro: 1) los nuevos bancos se enfrentan a unos años de baja rentabilidad por las previsiones de estancamiento económico y la amenaza de una nueva recesión; 2) los bancos deberán continuar saneando sus balances, llevando a la cuenta de pérdidas y ganancias los ajustes en el precio de sus activos, en particular del sector de la promoción inmobiliaria; 3) los bancos deberán reforzar su capitalización, devolver, en su caso, las ayudas del FROB y repartir menos dividendos del ejercicio entre sus accionistas, y 4) las cajas, o sus fundaciones, habrán visto diluirse su propiedad en el nuevo banco con el Estado a través del FROB2, o con nuevos accionistas en el caso de que hayan salido a Bolsa o hayan entrado inversores en el capital por otros medios.

Un menor porcentaje sobre un menor reparto de unos beneficios disminuidos significa necesariamente una menor dotación para la OS. ¿Cómo realizar una previsión, aunque resulte arriesgado por el número de interrogantes al

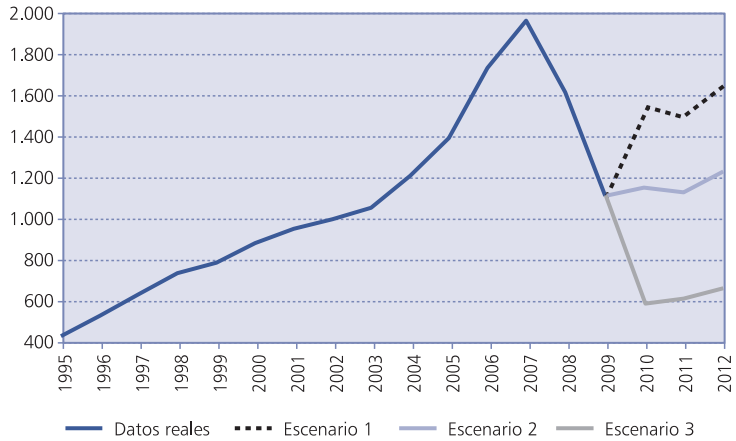
que todavía se enfrentan las cajas? El ejercicio que se ha realizado consiste en plantear tres escenarios para los ejercicios 2010, 2011 y 2012. En el primer escenario, el más optimista, se recupera la rentabilidad que cada entidad obtuvo durante el año 2006 (6), año de bonanza económica. El segundo escenario toma como rentabilidad esperada la media del trienio 2006-2009, que incluye ejercicios buenos y malos. El tercer escenario, el más pesimista, parte del supuesto de que la rentabilidad de las entidades se mantiene en su nivel de 2009.

El gráfico 13 recoge el resultado del ejercicio, en el que se aprecian tres trayectorias posibles de la OS, que van desde una recuperación parcial en el primer escenario a un agravamiento notable en el caso, quizá más realista, de que, a corto plazo, la rentabilidad de las entidades se mantenga en el bajo nivel de 2009. En este último escenario, el volumen de recursos todavía se reduciría a la mitad, lo que obligaría a un profundo reajuste de la OS en la mayoría de las actuales cajas.

Para el tercer escenario, de bajos beneficios esperados, el gráfico 14 presenta la previsión de cada uno de los grupos actualmente en proceso de integración, destacando lo elevado de los porcentajes de descenso en seis de los dieciséis grupos constituidos, que superan el 50 por 100 de los recursos de 2009.

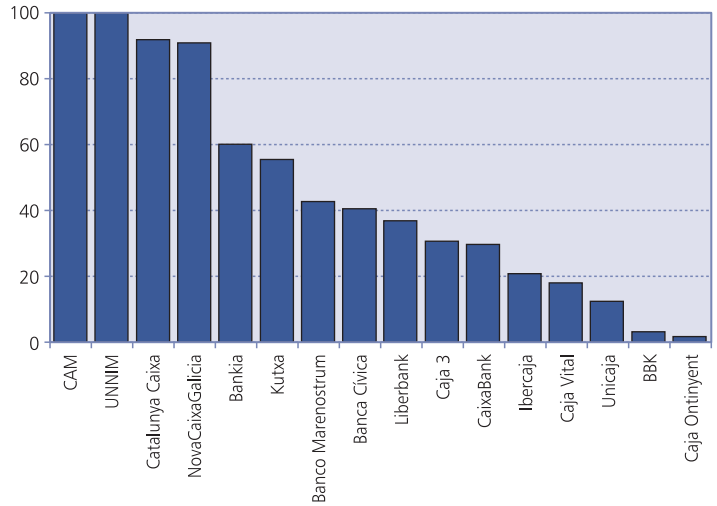
Es evidente que el descenso previsto en el presupuesto de la OS producirá un impacto muy significativo, con consecuencias directas en tres ámbitos: el de los beneficiarios directos de las acciones, estimados en 99 millones en 2010, que dejarán de recibir algún tipo de servicio; el de las instituciones colaboradoras que incorporan a sus presupuestos las aportaciones que realiza la OS, y que verán mermada su capacidad financiera para desarrollar su actividad normal, y por último, el del conjunto de la economía es-

GRÁFICO 13
ESTIMACIÓN DE LA DOTACIÓN A LA OBRA SOCIAL DE LAS CAJAS DE AHORROS, 1995-2012 (*)
(Millones de euros)



(*) Escenario 1: se mantiene el nivel de ROA de 2006. Escenario 2: se mantiene el nivel promedio del ROA del período 2006-2009. Escenario 3: se mantiene el nivel de ROA de 2009.
Fuente: CECA, y elaboración propia.

GRÁFICO 14
ESTIMACIÓN DE LA CAÍDA DE LA DOTACIÓN DE LA OBRA SOCIAL DE LAS CAJAS DE AHORROS, 2009-2012 (*)
(Porcentajes)



(*) Se considera el supuesto del Escenario 3: ROA de 2009 constante.
Fuente: CECA, y elaboración propia.

pañola, en forma de un descenso de la producción y del empleo como consecuencia de la reducción de la demanda final de la Obra Social.

En cuanto al número de beneficiarios, podría estimarse un descenso de unos 40 millones a partir de los datos de 2010, reducción algo menos que proporcional con respecto al de la dotación. Más difícil de estimar resulta el impacto sobre las entidades colaboradoras, ya que es probable un descenso no proporcional en las ayudas financieras. La necesidad de ajustar drásticamente el presupuesto a la baja obligará a priorizar las actuaciones, concentrando sus objetivos; de modo que algunas entidades deberán redimensionar su actividad o llegar incluso a suspenderla de forma definitiva. Afortunadamente, el proceso de integración y el reparto territorial de la actividad bancaria y de la acción social de las antiguas cajas permitirá a las fundaciones concentrar su OS en un marco territorial más reducido, y eliminará buena parte de los solapamientos del pasado.

Por último, en materia de empleo y producción, el redimensionamiento de la OS a una escala del 50 por 100 de la anterior llevaría a una pérdida, directa e indirecta, de unos 16.000 puestos de trabajo, y a una pérdida de flujo económico total de 1.400 millones de euros.

IV. CONCLUSIONES

La crisis financiera internacional, la gran recesión y el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en España han obligado a adaptar a las nuevas circunstancias el modelo español de cajas de ahorros que tan bien había funcionado hasta mediados del primer decenio de 2000. El brusco deterioro de su situación patrimonial y de sus resultados, el repunte de la morosidad, el cierre de los mercados mayoristas, el endurecimiento de la regulación y, más recientemente, la crisis de la deuda soberana han enfrentado a las cajas al peor escenario imaginable. Todas las previsiones sobre el presente imaginables hace algunos años han sido ampliamente superadas por una realidad que ha destruido todo tipo de defensas corporativas y sistémicas.

Sin cajas, ¿habrá Obra Social? Evidentemente que sí, aunque la gran importancia que ha tenido hasta el presente será difícilmente recuperable. Salvo excepciones, las cajas desaparecerán como entidades financieras, se convertirán en fundaciones y serán accionistas de bancos que les repartirán dividendos de los beneficios que obtengan. Desgraciadamente, como consecuencia del fuerte deterioro de su cuenta de resultados y de sus balances, así como de la mala coyuntura bursátil, su participación accionarial será mucho menor de lo que haría falta para mantener los niveles de aportación que realizaban previamente a la OS. Es muy probable que, a lo largo del próximo lustro, prime la necesidad de continuar el saneamiento de los balances de las entidades, y que la rentabilidad de los bancos no recupere los niveles de la etapa de expansión económica. Ante este escenario, se prevén descensos notables en las dotaciones financieras de la OS y, en consecuencia, en sus niveles de actividad, número de beneficiarios y centros propios o gestionados en colaboración.

Desde un punto de vista económico, es aventurado predecir qué va a pasar con los casi 40.000 puestos de trabajo, directos e indirectos, cuya creación o mantenimiento dependían en 2008 de la actividad de la OS. Lo mismo sucede con los 3.400 millones de euros de flujo económico generado en torno a su actividad, pero es evidente que, en el mejor de los casos, éste se reducirá en más de la mitad.

Lógicamente, el impacto de la reducción de la OS se percibirá más en aquellas áreas en las que más se concentra su actuación, como son, por este orden, cultura y tiempo libre, y asistencia social y sanitaria. A juzgar por la evolución reciente del presupuesto de estas dos áreas, en la que la segunda ha ido ganando peso relativo en el total de la OS, es previsible que sea más susceptible de minoración el área de cultura y tiempo libre, en la que se concentra un gran número de recursos. La actividad realizada en colaboración también se verá reducida en mayor medida que las acciones propias, en las que primará una mejora de la eficiencia y una reducción del gasto.

La sociedad española va a notar el descenso de la OS que, con toda seguridad, se va a producir a lo largo de los próximos años, porque su labor ha sido extensa y ha penetrado en múltiples instancias culturales, socio-sanitarias, deportivas, educativas, de investigación o de protección del patrimonio artístico y natural. Las administraciones públicas tendrán que asumir parte de las acciones que las cajas ya no puedan realizar mediante su obra social, y ello en un periodo de recortes en el que no sólo no podrán responder a este reto, sino que tendrán a su vez que hacer lo propio hasta reequilibrar su presupuesto. El tercer sector social, entre otros, sufrirá, en consecuencia, por ser el más ligado a las acciones tradicionales de la OS y el más dependiente de éstas. Para evitar un re-

troceso en la protección social como consecuencia del nuevo modelo bancario español, las familias deberán realizar un mayor esfuerzo individual, a través de donaciones y contribuciones voluntarias que permitan sostener, en cantidad y calidad, las innumerables iniciativas y acciones que actualmente se realizan desde la OS. El reto volverá a descansar, esta vez de forma mucho más directa, en el grado de cohesión social y de sentimiento de solidaridad entre los españoles.

NOTAS

(*) El autor agradece la excelente colaboración de Juan Pérez, así como la ayuda financiera del Ministerio de Ciencia y Tecnología (ECO2011-23248).

(1) La ausencia de derechos políticos de las cuotas participativas las hicieron muy poco atractivas en los mercados de capitales (Pérez, Rodríguez y Jiménez, dirs., 2007).

(2) No es la primera vez que la dotación de la Obra Social de las cajas sufre un recorte importante como consecuencia de la necesidad de reforzar su solvencia, tal y como sucedió en el periodo 1975-1986 (Carbó y Rodríguez, 1998).

(3) Victorio Valle (2004) estimó, para el año 2002, el «dividendo social de las cajas de ahorros españolas» en 7.384 millones de euros, siete veces más que la mera dotación de la OS. Se incluía en el cálculo una estimación de la reducción de la exclusión financiera, una mejora de la eficiencia del mercado, la contribución a la estabilidad financiera, la financiación privilegiada y, por último, la mejora de la eficiencia productiva.

(4) Si se eliminara Caixabank de la muestra, se podría apreciar una ligera correlación negativa entre ROE y esfuerzo en dotación a la OS (gráfico 12B).

(5) Al término del plazo otorgado a las cajas para buscar su recapitalización, que finalizaba el 30 de septiembre, se ha anunciado la nacionalización completa de UNNIM, la entrada con un 90 por 100 en Catalunya Caixa y con un 93 por 100 en NovaCaixaGalicia, al tiempo que se ha extendido el plazo a otras dos entidades (Banco Marenostrum y Liberbank) para tratar de buscar socios privados. El importe global ha significado una inyección adicional de 7.551 millones de euros. En este momento, la CAM se encuentra intervenida y en pleno proceso de subasta, pendiente de su adjudicación.

(6) Estimada a partir de la rentabilidad sobre el activo total (ROA) y una previsión tendencial de éste. Se incorporan hipótesis de continuidad en el porcentaje de beneficios destinados a OS y de participación en la propiedad del banco.

BIBLIOGRAFÍA

Carbó Valverde, S., y F. Rodríguez Fernández (1998), «Tendencias recientes en la obra social de las cajas de ahorros españolas», Papeles de Economía Española, 74-75: 226-233.

Confederación Española de Cajas de Ahorros (2006), *Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros. 2005*, CECA, Madrid.

— (2007), *Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros. 2006*, CECA, Madrid.

— (2008), *Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros. 2007*, CECA, Madrid.

— (2009), *Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros. 2008*, CECA, Madrid.

— (2010), *Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros. 2009*, CECA, Madrid.

Pérez Fernández, J.; Rodríguez Jiménez, L., y A. Jiménez Fernández, dirs. (2007), «Las cajas de ahorros. Modelos de negocio, estructura de propiedad y gobierno corporativo», Fundación de Estudios Financieros, *Papeles de la Fundación,* 18.

Quintás Seoane, J. R. (2004), «La gestación del modelo español de cajas», Papeles de Economía Española, 100: 268-280.

Valle Sánchez, V. (2004), «El 'dividendo social' de las cajas de ahorros españolas», Papeles de Economía Española, 100: 281-305.

LAS REMUNERACIONES DEL SECTOR BANCARIO Y EL GOBIERNO CORPORATIVO

Pablo de ANDRÉS ALONSO

Universidad Autónoma de Madrid

Eleuterio VALLELADO GONZÁLEZ

Universidad de Valladolid

Resumen

Existen numerosos factores que influyen en la eficiencia del sistema retributivo y que hacen objetivamente difícil llegar a un consenso sobre las mejores prácticas. Estas dificultades se multiplican en el sector bancario debido a la peculiar naturaleza de los intermediarios financieros. En este trabajo analizamos las distintas propuestas teóricas, desde el enfoque clásico de la teoría de la agencia a aspectos provenientes de la psicología, y las relacionamos y particularizamos al negocio bancario en un contexto internacional. Los sistemas de remuneración en banca son intrincados y difíciles, pueden generar consecuencias no deseadas en términos de riesgo sistémico, suelen conducir a remuneraciones superiores a las existentes en otros sectores y, más importante aún, existen dudas razonables de que sean el resultado de un mercado transparente y eficiente.

Palabras clave: remuneración consejero delegado, sistemas de remuneración, Consejo de Administración, teoría de la agencia y aspectos psicológicos.

Abstract

There are many factors that influence the efficiency of the compensation system and make it objectively difficult to reach consensus on best practices. These difficulties are multiplied in the banking sector due to the peculiar nature of financial intermediaries. In this paper we analyze the different theoretical approaches, from the classical approach of agency theory to other psychological aspects, and we relate and particularize them in an international banking business context. Banking compensation systems are intricate and difficult, they can generate unintended consequences in terms of systemic risk, they often lead to higher salaries than those in other sectors and, most importantly, there are reasonable doubts as to whether they are the result of a transparent and efficient market.

Key words: CEO compensation, compensation systems, Board, agency theory and psychological aspects.

JEL classification: G21, G32.

I. EL ESTADO DE LA CUESTIÓN

UNA adecuada política retributiva no sólo contribuye a motivar a los empleados para que dediquen sus mejores esfuerzos a la organización en la que trabajan, sino que también favorece la retención de los mejores y permite atraer a personas con talento de otras empresas. Las decisiones sobre la remuneración de los empleados de empresas e instituciones, y especialmente de los principales ejecutivos, son críticas para una correcta definición e implementación de la estrategia de la organización y para la creación de valor (Larkin *et al*., 2011).

El planteamiento teórico dominante en la literatura de la remuneración directiva es la teoría de la agencia. De acuerdo con esta teoría, existe un conflicto de intereses entre los principales, o propietarios, y los agentes, o directivos, encargados de la toma de decisiones como consecuencia de diferencias en sus funciones objetivo. Los propietarios, en su intento de maximizar los beneficios de la empresa, podrían reducir todo lo posible los costes salariales, pero tales reducciones van en contra de una política retributiva que, por un lado, permita incentivar a los actuales directivos para que dediquen sus mejores esfuerzos a la empresa y, por otro, consiga atraer a ejecutivos de probado talento que contribuyan a conseguir los objetivos (Prendergast, 1999). Por su parte, los directivos buscan maximizar su utilidad, de la cual la remuneración es un elemento importante. Sin embargo, el incremento de utilidad que supone un aumento de la remuneración debe equilibrarse con la pérdida de utilidad asociada al esfuerzo que tal incremento de ingresos puede requerir. Así mismo, al analizar este *trade-off*, debe tenerse en cuenta que los ejecutivos son adversos al riesgo específico, mientras que los propietarios son neutrales al riesgo (Jensen y Meckling, 1976).

El conflicto de intereses entre directivos y propietarios en torno a la remuneración se agrava por la existencia de asimetrías de información. Los directivos conocen su dedicación y grado de implicación en la empresa, así como sus capacidades y habilidades, mientras que los propietarios tienen una información limitada sobre ambas cuestiones. Para resolver esta asimetría, la teoría de la agencia postula que la empresa debe proporcionar a los directivos incentivos adecuados para fomentar su dedicación, implicarles en el proyecto y revelar sus habilidades de gestión. Así, la combinación de un salario que suponga una pequeña proporción de la remuneración final y unos pagos en función del desempeño es una de

las soluciones que se proponen (Lazear, 1986, Lazear y Oyer, 2011). Por tanto, según esta teoría, las cantidades que reciben los directivos son la consecuencia de un *trade off* entre el esfuerzo que está dispuesto a realizar el ejecutivo y el pago que recibe a cambio. Las empresas deben pagar a sus directivos en función del desempeño, de forma que cualquier cambio en los emolumentos debe ser consecuencia de incrementos de productividad asociados a las decisiones adoptadas por esos directivos. El incremento de remuneración siempre deberá ser inferior a los beneficios generados con las decisiones adoptadas en el ejercicio de su discrecionalidad directiva. Por otro lado, al utilizar sistemas de remuneración que son sensibles al desempeño de la empresa, se puede discriminar entre aquellos trabajadores con habilidades y capacidades específicas de los que no disfrutan de tal especificidad. Los primeros se beneficiarán de la influencia positiva que sus especificidades tienen sobre el desempeño de la empresa, mientras que los segundos no. En consecuencia, la teoría de la agencia prescribe sistemas de remuneración individuales basados en el desempeño para resolver los conflictos de intereses entre accionistas y directivos en un escenario de información asimétrica.

Sin embargo, resulta sorprendente que los sistemas de remuneración individuales en función de los resultados se utilicen relativamente poco (Camerer *et al*., 2004; Baker *et al*. 1988), a pesar de la evidencia empírica que demuestra cómo los incentivos influyen de forma relevante en el esfuerzo de los empleados (Lazear, 1986; Paarsch y Shearer, 2000). El reducido uso que se hace de los sistemas de remuneración en función de los resultados pudiera ser consecuencia de la relación entre la psicología de los directivos, su paga, su utilidad y las acciones que finalmente realizan. Así, los sesgos de comportamiento de los ejecutivos encarecen la remuneración por objetivos, lo que justificaría la baja utilización de este tipo de remuneración en las empresas (Larkin *et al.*, 2011).

En el caso de los ejecutivos, especialmente para el primer ejecutivo, o consejero delegado, la literatura mantiene una posición favorable a la remuneración ligada a la consecución de determinados objetivos. Sin embargo, en muchos casos no es posible discernir si la consecución de esos objetivos se debe a las decisiones tomadas por los ejecutivos o simplemente al azar. Bertrand y Mullainathan (2001) argumentan que una parte sustancial de la remuneración que reciben los ejecutivos se justifica en factores que no están directamente relacionados con sus capacidades directivas, sino simplemente con el azar. Por su parte, Garvey y Milbourn (2006) demuestran que, si bien la buena suerte incrementa la remuneración de los directivos, cuando la suerte se vuelve esquiva no se reducen de forma simétrica esos pagos.

Los planes retributivos son una de las responsabilidades principales del Consejo de Administración, y están condicionados por la estructura de propiedad de la empresa (Knapp *et al*., 2011). Los consejos de administración necesitan cierto grado de independencia y capacidad de liderazgo para fijar la remuneración de los ejecutivos y evitar que las valoraciones estén sesgadas. A la hora de realizar esta tarea, la composición y el funcionamiento del Consejo son elementos esenciales para conseguir una remuneración eficiente de los ejecutivos (Holmstrom, 2005).

Una práctica habitual entre los consejos de administración es contratar empresas externas para asesorar sobre los esquemas retributivos. Si bien es cierto que estas empresas tienden a fijar remuneraciones por encima de la media, no puede achacarse a ellas que los pagos a los ejecutivos sean tan elevados (Larcker y Tayan, 2011). La remuneración de los principales ejecutivos tiende a ser excesiva si existe una relación de amistad y/o interés entre los miembros del Consejo y los principales ejecutivos, si los consejeros han sido elegidos por el consejero delegado o si los consejeros están muy ocupados formando parte de diferentes consejos de administración (Holmstron, 2005). En este sentido, Goergen y Renneboog (2011) identifican algunos de los aspectos del gobierno corporativo que explican la remuneración de los directivos: la separación de los roles de consejero delegado y presidente del Consejo; el tamaño del Consejo; la estructura y composición de éste; la composición del comité de remuneración; la calidad y experiencia profesional de los ejecutivos; el tiempo transcurrido en el cargo, en el Consejo y en la empresa; la presencia de accionistas de referencia, inversores institucionales o varios accionistas de control, y el grado de conectividad de los consejeros.

En el cuadro n.º 1 se recogen algunos datos relacionados con la composición del Consejo de Administración y las características y tipo de remuneración del CEO (*Chief Executive Officer,* o consejero delegado) de una muestra representativa de grandes bancos pertenecientes a Eu-

CUADRO N.º 1

DESCRIPCIÓN POR PAÍSES: GRANDES BANCOS EUROPEOS Y ESTADOUNIDENSES

	Total	*AU*	*BE*	*CH*	*GE*	*ES*	*FI*	*FR*	*UK*	*IR*	*IT*	*SW*	*US*
Obs.	556	7	18	6	14	36	16	29	83	25	59	26	229
Características Consejo													
Número de consejeros	15,9	24,3	15,9	23,7	18,7	16,0	7,9	18,6	14,5	13,8	18,5	13,8	14,9
Consejeros no ejecutivos	13,3	18,0	14,7	12,3	14,6	12,4	6,9	16,4	9,1	10,0	14,6	11,7	13,1
Consejeros ejecutivos	2,6	6,3	1,2	11,3	4,1	3,6	1,0	2,2	5,4	3,8	3,8	2,2	1,9
Características CEO													
Edad	55,0	54,0	55,7	50,0	50,7	55,4	52,5	55,8	51,6	52,3	56,3	51,5	56,3
Cualificación	2,1	1,0	2,5	1,7	1,6	1,8	3,0	2,3	2,1	1,7	1,1	2,0	2,1
Tiempo en el cargo	4,0	9,4	2,1	1,2	1,7	3,8	4,2	3,8	2,8	4,3	7,7	2,8	4,4
Tiempo en el consejo	7,3	12,8	3,2	5,1	7,5	5,8	4,2	6,1	5,7	7,1	9,5	3,0	9,0
Tiempo en el banco	11,6	15,8	4,2	6,5	9,7	13,9	4,2	7,7	10,0	21,6	13,1	11,2	13,2
Consejos en los que participa	2,0	1,0	2,4	1,0	1,5	1,5	1,3	3,9	1,6	1,4	2,7	1,5	1,8
Remuneración total ($ mill)	9246	3115	2253	6350	4164	4336	2204	4011	7477	3165	5712	1221	12976
Remuneración ligada al *equity* (porcentaje)	49,28	14,79	20,12	33,33	20,02	9,76	0,00	31,06	48,44	32,17	18,87	10,58	68,98

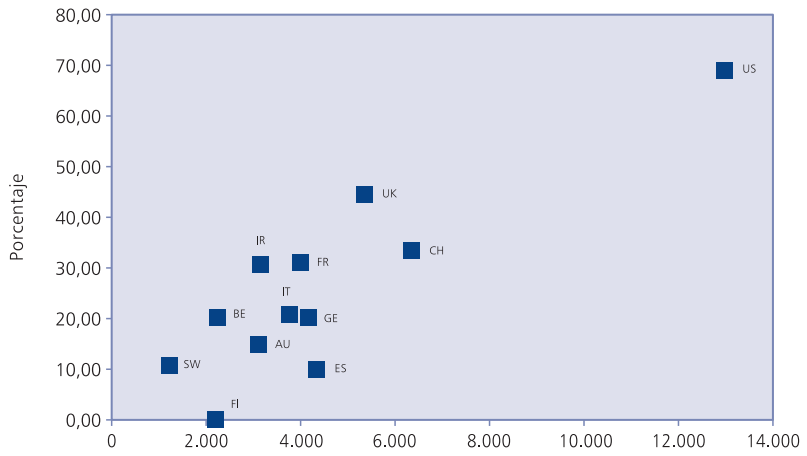
Nota: AU es Australia, BE Bélgica, CH Suiza, GE Alemania, ES España, FI Finlandia, FR Francia, UK Reino Unido, IR Irlanda, IT Italia, SW Suecia y US Estados Unidos.
Fuente: Boardex.

ropa y Estados Unidos. Aglutinan una parte más que significativa del sistema bancario europeo y estadounidense. Sin entrar en un análisis detallado de los números, un simple vistazo informa que los consejos de administración de los bancos están compuestos por una media de dieciséis consejeros, tres de los cuales son ejecutivos y trece no ejecutivos. Con carácter de generalidad, todos los bancos tienen un consejo compuesto por una amplia mayoría de consejeros no ejecutivos (aunque no todos ellos independientes). Con respecto al consejero delegado, o *Chief Executive Officer*, en media, los CEO de los grandes bancos tienen amplia experiencia profesional, han formado parte del Consejo con anterioridad a su nombramiento y, en muchos casos, eran ejecutivos del banco y han sido promocionados internamente. Comparten su labor principal de CEO con la participación en algún otro Consejo de Administración de compañías cotizadas y son remunerados en gran medida con parámetros ligados al *equity* (acciones, opciones, etc.).

Con respecto a la remuneración, existe una idiosincrasia particular en el uso de retribución variable por parte de los grandes bancos europeos y estadounidenses (gráfico 1). Si bien es utilizada casi por todos los bancos, se encuentran enormes diferencias en la intensidad de uso, medida por el peso que tiene en la remuneración final. En este sentido, y no por conocido es menos interesante, el peso de la retribución vinculada al *equity* (*equity-link compensation*) en los bancos estadounidenses es muy superior al de los bancos europeos, alcanzando dos tercios de la retribución total del CEO. En Europa las cifras son más modestas, en retribución tanto total como variable, y dispares entre países. Tan sólo los bancos ingleses siguen la estela de los bancos norteamericanos, estando los franceses, suizos o italianos lejos de esos porcentajes de retribución variable y de esos elevados sueldos. Por último, para cerrar esta rápida visión de los grandes números, es destacable la moderación de los bancos nórdicos (Finlandia y Suecia) en términos de remuneración tanto total como variable.

Otro de los factores que influyen en los sistemas de remuneración es la actitud ante el riesgo y la incertidumbre de los directivos. Si las personas son asimétricamente adversas al riesgo, de forma que diferencian entre pérdidas y ganancias, no van a actuar de la misma manera ante una misma cantidad de pérdidas o ganancias. Siempre van a estar más preocupados por evitar las pérdidas que en conseguir las ganancias (Kahneman y Tversky, 1979; Tversky y Kahneman, 1991 y 1992). Está asimétrica actitud frente al riesgo afecta a la eficacia de las remuneraciones individuales basadas en el desempeño. Así, aquellos directivos que se sitúan por debajo del valor de referencia sufren pérdidas, a las que harán frente bien aumentando su esfuerzo (Fehr y Goette, 2007), bien maquillando la referencia (Schwietzer *et al*., 2004) o bien incrementando el riesgo de los nuevos proyectos. Sin embargo, cuando se sitúan por encima del valor de referencia los directi-

GRÁFICO 1
REMUNERACIÓN TOTAL *VS.* REMUNERACIÓN VINCULADA A RESULTADOS
(Grandes bancos europeos y estadounidenses)



Nota: AU es Australia, BE Bélgica, CH Suiza, GE Alemania, ES España, FI Finlandia, FR Francia, UK Reino Unido, IR Irlanda, IT Italia, SW Suecia y US Estados Unidos.
Fuente: Boardex.

vos reducirán su esfuerzo, dado que están por encima de lo esperado, lo que además les reporta un aumento en sus remuneraciones. Por tanto, los sistemas de remuneración individuales basados en el desempeño podrían provocar el efecto indeseado de que los directivos dedican mayores esfuerzos cuando menos interesa a la organización, y menores esfuerzos cuando más interesa a ésta (Koszegi y Rabin, 2009).

II. EL PAPEL DE LA PSICOLOGÍA EN LA REMUNERACIÓN DE LOS DIRECTIVOS

Una vez que hemos expuesto las cuestiones de la remuneración de los ejecutivos según la teoría de la agencia, cabe preguntarse si esta teoría permite explicar los aspectos estratégicos de la remuneración directiva. Esta teoría tiene en cuenta la visión utilitarista y racional sobre lo que condiciona el comportamiento humano, pero no profundiza en aspectos relacionados con la psique de las personas, que condiciona su comportamiento. Por tanto, es conveniente complementar el análisis con aspectos relacionados con la psicología y la toma de decisiones basadas en el comportamiento. La pertenencia a un grupo, el contexto social o los sesgos de comportamiento, como el exceso de confianza, influyen en los principales ejecutivos (Knapp *et al*., 2011). Por tanto, tal y como Larkin *et al*. (2011) exponen, la teoría de la agencia puede complementarse con propuestas de la psicología que abogan por considerar más aspectos de comportamiento en el análisis de los sistemas de remuneración. Entre los aspectos psicológicos que cabe añadir, se proponen los costes de la comparación social y los costes del exceso de confianza.

En la teoría de la agencia, los costes surgen por las diferencias entre propietarios y directivos relacionadas con los objetivos y la información. Así, los directivos pueden utilizar sus capacidades y esfuerzos de forma parcial o ineficiente, sin que sean conscientes los propietarios y la organización de que pueden estar pagando en exceso a sus directivos, dadas sus capacidades. En este sentido, la comparación social y el exceso de confianza son los aspectos que justifican en mayor medida las diferencias que se observan entre los objetivos y la información en que se basa la teoría de la agencia y los objetivos y la información que realmente utilizan los directivos. Así, Larkin *et al*. (2011) argumentan que los costes de implementar sistemas de remuneración basados en el desempeño son muy superiores a los previstos en la teoría de la agencia, ya que los factores psicológicos, no contemplados, aconsejan a las organizaciones utilizar sistemas de remuneración basados en el grupo, el tiempo de permanencia en la organización o un salario fijo. Gerhart *et al*. (2009) citan una serie de trabajos publicados en revistas de psicología que ahondan en los aspectos psicológicos en la remuneración de directivos, pero que ignoran o consideran irrelevantes los aspectos económicos de la remuneración. Asistimos, por tanto, a un mismo error desde dos enfoques: tanto la teoría de la agencia como el planteamiento psicológico rechazan considerar factores relevantes aportados por la otra parte (Larkin *et al*., 2011).

Los psicólogos argumentan que las personas, en particular los directivos, exhiben exceso de confianza sobre sus habilidades y destrezas, y se muestran optimistas sobre su futuro (Weistein, 1980; Taylor y Brown, 1988). Los trabajos más recientes muestran que el exceso de confianza es un sesgo de la personalidad de los

individuos que aparece de forma más acusada cuando las tareas se realizan frecuentemente, se consideran fáciles o se tiene familiaridad (Moore y Healy, 2008). Por tanto, los directivos que exhiben exceso de confianza prefieren elegir sistemas de remuneración individuales basados en el desempeño (Cable y Judge, 1994; Larkin y Leider, 2011). En particular, este tipo de remuneración beneficia a los que tienen exceso de confianza cuando no es posible observar los sueldos de otros directivos que trabajan en empresas equivalentes, o cuando el esfuerzo del directivo es difícil de evaluar. El exceso de confianza puede exacerbar la sensación de inequidad de ciertas remuneraciones, en particular, cuando sea relevante la comparación social.

La teoría de la comparación social (Festinger, 1954) considera que existen costes elevados asociados a la remuneración individual basada en el desempeño como consecuencia de que las personas evalúan sus habilidades y destrezas comparándose con otros que consideran referencias. Desde la psicología, se considera que los individuos tienen un deseo innato de auto-evaluación, por lo que tratan de compararse con otras personas que ellos consideran similares con el fin de obtener una referencia acerca de sus habilidades. Por esta razón, las comparaciones de las remuneraciones generan desagrado cuando se percibe que hay una situación de inequidad en casos en que la información sobre el desempeño es inobservable o está sesgada. Los trabajos empíricos demuestran la importancia de la comparación social en las remuneraciones (Agell y Lundbord, 2003) y que tales comparaciones pueden dañar la moral de los directivos (Mas, 2008), estimular comportamientos poco éticos (Gino y Pierce, 2010; Edelman y Larkin, 2009) y reducir su esfuerzo (Cohn *et al*., 2011; Nosenzo, 2010). La percepción de inequidad por parte del directivo con respecto a su remuneración puede incrementar la rotación y el absentismo, y disminuir el grado de compromiso con la organización (Schwarzwald, *et al*., 1992). Por tanto, los costes de la comparación social reducen la eficacia de los sistemas de remuneración individuales basados en el desempeño, al generar sentimientos de inequidad. Al producirse estos costes, la organización debe optar por eliminar los sistemas de pago individuales o mantener en secreto tales remuneraciones. Ante la imposibilidad, en muchos casos, de mantener en secreto las remuneraciones, bien por la existencia de estimaciones sesgadas que acaban recomendando eliminar tal secreto, bien por ir en contra de regulaciones (Milkovich y Anderson, 1972; Card *et al*., 2010), la solución más común es alisar los salarios en función del desempeño del grupo, lo que contribuye a explicar el uso relativamente escaso de las remuneraciones individuales documentado por Camerer *et al*. (2004).

Los consejeros delegados de las empresas comparten una serie de características como edad, educación, volumen de ingresos y protagonismo en las organizaciones. Al compartir estas características, se producen relaciones de dependencia entre ellos, ya que los resultados de algunos pueden incidir en el resto y, por extensión, en los incentivos que condicionan sus salarios. En consecuencia, tiene sentido suponer que todas estas coincidencias favorecen la aparición del sentimiento de grupo. Al formar parte de un grupo, se produce la categorización social que les lleva a diferenciar entre comportamientos individuales que benefician al grupo y comportamientos individuales que perjudican al grupo (Knapp *et al*., 2011).

La teoría de la agencia recomienda la supervisión y el control sobre la remuneración del principal ejecutivo como solución a los conflictos de intereses; sin embargo, un exceso de celo en el control de los pagos a los consejeros delegados puede reducir los incentivos del ejecutivo para aceptar proyectos de inversión arriesgados (Hoskisson *et al*., 2009) y facilitar la justificación del ejecutivo para embarcarse en acciones que le alejan de la búsqueda de creación de riqueza para la empresa (Lane *et al*., 1998).

Knapp *et al*. (2011) distinguen entre el comportamiento discrecional y el no discrecional de los directivos, y entre las consecuencias esperadas y no esperadas de las acciones de control de los directivos. Entre los comportamientos no discrecionales, se encuentran aquellos que aparecen tipificados en la normativa legal y estatutaria de la organización. Estos comportamientos son los que con mayor facilidad son susceptibles de control. La teoría de la agencia, por tanto, explica el efecto del control sobre los comportamientos no discrecionales, pero no dispone de las herramientas adecuadas para analizar el comportamiento discrecional, que incluye aquellas acciones del principal ejecutivo que son voluntarias e inesperadas y que no son susceptibles de control. Además, estos autores diferencian entre comportamiento discrecional positivo y negativo. Aquellas acciones discrecionales que son negativas provocan alteraciones indeseables en el funcionamiento de la organización. Por su parte,

las acciones discrecionales positivas mejoran el desempeño de la organización, ya que incluyen esfuerzos extras por parte de los ejecutivos para promover de forma voluntaria los valores de la organización y sus puntos fuertes.

Cuando las decisiones de los consejos de administración contribuyen a diferenciar entre consejeros ejecutivos y consejeros no ejecutivos se producen dos bloques dentro del consejo, y se refuerza la sensación de pertenencia a cada uno de esos grupos. En consecuencia, el consejero delegado podría ver el mundo en función de su pertenencia al grupo de consejeros ejecutivos y del conflicto con los consejeros no ejecutivos, exagerar las diferencias con los consejeros no ejecutivos y evaluar en función de su pertenencia a un grupo. Cuando se genera antagonismo entre los dos grupos de consejeros, la respuesta de los ejecutivos puede ser muy perjudicial para la organización, ya que estos ejecutivos pueden llegar a hacer lo opuesto de lo que piensan para evitar la crítica de los consejeros no ejecutivos (Knapp *et al*., 2011). En esta situación, los ejecutivos se ven muy influidos por su pertenencia al grupo de consejeros ejecutivos, lo que puede provocar un exceso de precaución en las acciones del primer ejecutivo y la resistencia a la supervisión y el control por el Consejo.

En definitiva, la polarización reduce las acciones discrecionales positivas y favorece las discrecionales negativas con mayor frecuencia. Una adecuada combinación de consejeros ejecutivos y no ejecutivos en el consejo es esencial para evitar esta polarización que perjudica a la organización (Knapp *et al*., 2011). Boyd (1994) constata que cuando la organización tiene un consejo dominado por ejecutivos, éstos son remunerados con cantidades menores que en aquellos consejos dominados por los no ejecutivos. Por otro lado, es posible resolver el problema de los antagonismos en las organizaciones donde se presenten, a la vez, el conflicto entre directivos y propietarios y el conflicto entre accionistas internos y externos si los accionistas internos son los primeros que evitan comportarse de forma oportunista, dando ejemplo a los directivos.

El problema de los grupos o categorías sociales se torna especialmente relevante en aquellas organizaciones donde es difícil identificar y controlar qué actividades, en cada momento, son las claves para el éxito de la organización. Además, los efectos de la comparación social de salarios son mayores cuando los directivos tienen mayor información sobre la remuneración de los demás. En este tipo de organizaciones, el buen uso de la discrecionalidad por parte de los directivos es esencial para la supervivencia. Ni la teoría de la agencia ni la consideración del exceso de confianza de los directivos tienen en cuenta los costes de la comparación social. La teoría de la comparación social sugiere que el sistema de retribución de un empleado puede afectar al rendimiento de otros empleados, y modificar las decisiones de esos otros empleados en la organización (Larkin *et al*., 2011).

En un mundo con información imperfecta, diferentes actitudes frente al riesgo y la presencia de sesgos de comportamiento en las personas, tratar de identificar un sistema de remuneración óptimo y con validez universal es imposible, por lo que surgen oportunidades en las organizaciones para diseñar sistemas de remuneración adecuados a la estrategia de la organización con el fin de obtener ventajas competitivas (Larkin *et al*., 2011).

III. EL DISEÑO DE UN SISTEMA DE REMUNERACIÓN DE DIRECTIVOS

Hasta el momento, el Consejo de Administración es el principal órgano encargado de establecer la remuneración de los ejecutivos, ya que los accionistas habitualmente no disponen del tiempo y la información necesaria para tomar esa y otras decisiones. Además, los accionistas no suelen conocer con exactitud la remuneración que finalmente han obtenido los principales ejecutivos, puesto que no disponen de información para conocer el verdadero coste de la remuneración mediante opciones sobre acciones, aunque se informe de estas opciones en los estados financieros (Larcker y Tayan, 2011).

El Consejo debe definir, en primer lugar y con precisión, la remuneración del principal ejecutivo, ya que, una vez se define esta remuneración, será el encargado de diseñar los sistemas de remuneración del resto de la entidad de forma coherente con los objetivos establecidos en su propia remuneración. Si el Consejo diferencia entre la remuneración del principal ejecutivo y la remuneración del resto de ejecutivos, esto puede dar lugar a la divergencia de objetivos. La experiencia en Estados Unidos con el programa de rescate de instituciones financieras (TARP) pone de manifiesto que no tiene sentido regular de forma diferente la remuneración del principal ejecutivo y la remuneración de los subordinados del consejero delegado (Core y Guay, 2010). Tampoco existe

evidencia empírica que permita confirmar que determinados planes de remuneración sean más eficientes que otros. Sin embargo, cuando los ejecutivos tienen poder sobre el Consejo se observa que su remuneración tiende a ser excesiva, puesto que siempre es posible encontrar alternativas que permitan a estos ejecutivos extraer rentas adicionales independientemente de cómo esté diseñada su remuneración (Goergen y Renneboog, 2011).

En algunas ocasiones, el poder de los ejecutivos, en particular del consejero delegado, les permite fijar su propia remuneración; es decir, situar las cantidades a percibir en el mayor monto posible, sin preocuparse por los intereses de los accionistas, reguladores y otros *stakeholders*. Esta práctica no está exenta de costes. Así una remuneración excesiva del primer ejecutivo de la organización genera mala publicidad, que daña la reputación de la empresa ante futuros inversores y produce una pérdida de apoyos en los actuales accionistas. Estos costes dependen de la facilidad con la que pueda ser identificado el exceso de remuneración por los externos a la empresa. Por otra parte, estas remuneraciones excesivas se suelen camuflar con referencias existentes en el sector. El éxito camuflando pagos excesivos al consejero delegado depende de la capacidad de éste para convencer al Consejo sobre los pagos que posibilitan la extracción de rentas.

Las empresas suelen utilizar los servicios de consultoras para diseñar la remuneración de sus principales ejecutivos. Esta práctica favorece un comportamiento de manada (*herding*), ya que las empresas externas tienden a utilizar como punto de referencia la media del sector. Bebchuk *et al*. (2003) observan que las consultoras especializadas en remuneración ayudan a los consejos a camuflar la cuantía que finalmente acaban recibiendo los ejecutivos, lo que favorece la obtención de remuneraciones excesivas. Se produce una situación de conflicto de intereses. En este sentido, las consultoras son contratadas por los propios ejecutivos que luego se van a ver afectados por sus recomendaciones, mientras que son pagadas por los accionistas cuyos objetivos deben salvaguardar.

La remuneración de los directivos se puede dividir entre remuneración a corto plazo y remuneración a largo plazo (Goergen y Renneboog, 2011). La de corto plazo se basa en los resultados del año, y tiende a ser constante o ligeramente creciente de un año para otro. La remuneración a largo plazo, que suele incluir la entrega de acciones y/u opciones, considera los retos que tiene por delante el consejero delegado, su permanencia en la empresa, su experiencia y los salarios de los ejecutivos de empresas equivalentes de su sector. La comparación con los otros ejecutivos provoca una inflación en los salarios, ya que todos los ejecutivos salen beneficiados cuando se incrementa a uno de ellos su salario (1). Maug *et al*. (2011) consideran que el efecto incentivo que tiene la remuneración a largo plazo disminuye a medida que aumenta el porcentaje de acciones en manos del consejero delegado, y por tanto su exposición a la evolución de esas acciones en el mercado. Este efecto exposición aumenta cuanto mayor sea el grado de aversión al riesgo del directivo, lo que contrarresta el incentivo a aceptar proyectos rentables aunque arriesgados.

El pago en acciones y/o en opciones sobre acciones pretende alinear los intereses del ejecutivo con los intereses del accionista. Sin embargo, la remuneración vía acciones incentiva la asunción de riesgos de forma diferenciada a la remuneración vía opciones. Las opciones tienen estructuras de pago no lineales que favorecen posiciones más arriesgadas por parte del consejero delegado, en particular, cuando las opciones están fuera del dinero (Core y Guay, 2010). Dado que la aversión al riesgo de los directivos conduce a situaciones de subinversión (2), aumentar la propiedad directiva mediante la remuneración con acciones y/u opciones pretende reducir los problemas de agencia. Sin embargo, aquellos directivos que aumentan su proporción de acciones en la institución incrementan su riesgo específico. Ante tal aumento de su riesgo específico, los ejecutivos pueden exacerbar su aversión al riesgo, dando lugar a un efecto contrario al deseado. Tal y como argumentan Kahneman y Tversky (1979), la aversión al riesgo depende del punto de referencia del ejecutivo. Por tanto, el paquete de remuneración funcionará de forma diferente dependiendo de los años de permanencia del directivo en la organización. Los ejecutivos recién llegados sentirán mucha menos aversión al riesgo que los que llevan un número elevado de años, ya que los primeros tienen poco que perder y mucho que ganar con las variaciones en el precio de las acciones que marcan los aumentos o disminuciones de la remuneración ligada a las acciones de la empresa (Goergen y Renneboog, 2011). Así, el punto de referencia del primer ejecutivo sería el elemento fundamental para explicar la alternativa escogida: mayor o menor riesgo. Si el primer ejecutivo se encuentra en una posición cercana al punto de referencia, se debería

observar una preferencia por el riesgo, mientras que si se encuentra en una posición muy alejada del punto de referencia, es previsible una actitud de aversión al riesgo.

IV. ALGUNAS RAZONES QUE JUSTIFICAN UN TRATO DIFERENCIADO A LOS EJECUTIVOS BANCARIOS CON RESPECTO A LOS EJECUTIVOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS

De forma convincente, Adams y Mehran (2003) y Macey y O'Hara (2003) subrayan la importancia de considerar las diferencias entre empresas no financieras y bancos a la hora de analizar su gobierno corporativo, y por tanto, las condiciones de partida para determinar los planes de remuneración de sus principales directivos. Las principales diferencias entre bancos y empresas no financieras se pueden resumir en: el diferente papel que desempeñan los *stakeholders*; las diferencias en la estructura financiera; las diferencias en oportunidades de inversión y riesgo, y la especial regulación del sector bancario (Gande y Kalpathy, 2011; Mehran *et al*., 2011). Estas diferencias, además, explican la opacidad y/o complejidad que caracteriza el negocio bancario.

En los bancos, los accionistas no tienen la misma libertad que en las empresas no financieras para fijar los objetivos de la organización y, en consecuencia, para diseñar el sistema retributivo que mejor se adapta a esos objetivos. La regulación bancaria genera diferencias entre los intereses de los accionistas, los de los acreedores y los del regulador que no se dan en las empresas no financieras.

El pasivo de los bancos suele contener un 90 por 100 de deuda o depósitos, por lo que está más apalancado que el de las empresas no financieras. Este elevado apalancamiento hace que cualquier inestabilidad puede provocar su insolvencia, que los depositantes arriesguen su dinero y que la estabilidad del sistema financiero se vea involucrada. Dados estos efectos, la regulación y la supervisión del regulador tratan de evitar estas situaciones. Además, el apalancamiento es un elemento productivo para los bancos, mientras que es la fuente de financiación en las empresas no financieras. Por último, los costes de financiación en los bancos son diferentes a los de las empresas no financieras. En los bancos es más barato financiarse con deuda que con capitales propios, ya que los depositantes son menos sensibles al riesgo de los bancos como consecuencia del seguro de depósitos. Este seguro permite a los bancos financiarse a costes reducidos, de los que no disfrutan las empresas no financieras.

Las oportunidades de inversión y el riesgo asumible por los bancos son muy diferentes a las que tienen las empresas no financieras. Así, en las últimas décadas, los bancos han multiplicado sus actividades y se han expandido hacia actividades no reguladas y no aseguradas, que han aumentado la complejidad y la opacidad de su negocio. Su particular estructura financiera permite que puedan modificar la composición de su cartera de activos en mucho menos tiempo que las empresas no financieras. El proceso de titulización de activos ha favorecido tal transformación. Además, los bancos pueden captar fondos de sus depositantes a precios reducidos, lo que favorece un problema de sobre-inversión, ya que al reducir el coste de capital aumenta el número de proyectos con VAN positivo, mientras que, por otro lado, se encargan de supervisar y controlar a los que piden prestado, cuestiones que no están al alcance de las empresas no financieras. En última instancia, los bancos pueden ocultar los problemas de morosidad concediendo facilidades crediticias a clientes insolventes.

El sector bancario está muy regulado, a pesar de que en los últimos años se han reducido los corsés a la actividad bancaria. En cualquier caso, se trata de un sector en el que el miedo al riesgo sistémico genera un seguro implícito contra la liquidación de los bancos más grandes, y en el que el seguro de depósitos introduce la posibilidad de desarrollar comportamientos oportunistas que no se dan en las empresas no financieras. En definitiva, la regulación, junto al resto de peculiaridades del sector, hace que la opacidad y la complejidad de los bancos sea relevante a la hora de entender su gobierno corporativo y sus sistemas de retribución de la alta dirección.

El alineamiento de los intereses de directivos y accionistas, como propugna la teoría de la agencia, mediante el diseño de sistemas de remuneración que condicionan las cantidades finalmente obtenidas al logro de determinados objetivos tropieza, en el caso de los bancos, con el requerimiento de estabilidad del regulador. Esto implica que en el paquete de remuneración de los directivos bancarios haya que conciliar la asunción de riesgos bancarios y la creación de valor para los accionistas con la reducción del riesgo de insolvencia del banco. Sin embargo, en la mayoría de los sistemas de remunera-

ción de ejecutivos bancarios no se busca alinear la remuneración con la gestión del riesgo (Core y Guay, 2010).

No existe evidencia de que los actuales sistemas de remuneración de los ejecutivos bancarios sean especialmente defectuosos o sean los responsables de la crisis financiera. La conjunción de la elevada exposición mediática de los bancos, la existencia de ejecutivos con salarios desproporcionados en comparación con el salario de un trabajador medio y la opacidad del negocio bancario, que dificulta la comprensión de la razón de ser de los bancos y sus principales actividades, los convierten en una diana fácil para situarlos como principales responsables de los males que aquejan a distintas economías desarrolladas. Sin embargo, si los ejecutivos bancarios están excesivamente remunerados ello se ha realizado con la anuencia de las autoridades financieras, quienes, a diferencia de lo que sucede en otros sectores, supervisan y controlan la actividad de estas entidades financieras, incluidas cuestiones sobre la ideoneidad del primer ejecutivo para el trabajo o la capacidad de influencia del primer ejecutivo sobre el consejo (Core y Guay, 2010).

No hay evidencias empíricas de que la regulación de la remuneración de los ejecutivos bancarios mejore la eficiencia de estas organizaciones. Al contrario, algunos de los pasos dados en Estados Unidos para regular la remuneración de los ejecutivos de los bancos que necesitaron ayuda del TARP recomiendan que una mayor proporción de las cantidades pagadas a los directivos se realice mediante la entrega de acciones y se reduzca la proporción que se paga en efectivo. Precisamente, el exceso de remuneración de los directivos bancarios de Estados Unidos con respecto a la remuneración de los directivos de bancos europeos se explica por el mayor protagonismo que tienen los pagos en acciones en los bancos estadounidenses. La mayor remuneración que reciben los ejecutivos de los bancos estadounidenses por el uso de pagos relacionados con la evolución del precio de sus acciones se une al mayor riesgo asumido por los bancos norteamericanos, y a unos peores resultados de estos bancos durante la crisis financiera en comparación con los bancos de otros países.

Debido a las diferencias entre bancos y empresas no financieras es posible suponer que el mismo plan de remuneración puede dar lugar a resultados diferentes. Lo que para las empresas no financieras es un problema de sub-inversión, como consecuencia de la aversión al riesgo de los ejecutivos, puede ser aceptable en las entidades financieras al limitar el riesgo sistémico del sistema financiero (Gande y Kalpathy, 2011). En definitiva, se hace preciso definir con claridad qué es más importante para el máximo ejecutivo de un banco: asumir riesgos con el fin de conseguir los objetivos de rentabilidad o evitar riesgos con el fin de evitar el riesgo sistémico. Mehran *et al*. (2011) indican que entre las razones que explican la asunción de riesgos excesivos por parte de los bancos se encuentran: los fallos de supervisión del Consejo de Administración debido a la falta de experiencia de los consejeros o a la falta de interés en el control de riesgos por parte del Consejo; el diseño de sistemas retributivos de los directivos que fomentan el riesgo; la ausencia de límites claros en los riesgos que puede asumir el banco, o la inexistencia o irrelevancia del ejecutivo encargado de velar por el nivel de riesgo de la institución.

Los directivos bancarios son conscientes de que el seguro de depósitos permite financiarse a un menor coste, lo que, unido a la opacidad y complejidad del negocio bancario, facilita la creación de activos que, en caso de generar beneficios, redundan en un aumento del valor del banco, y por tanto de las remuneraciones de los directivos, pero que, en caso de ocasionar pérdidas, podrían acabar sufragándose parcialmente mediante el seguro de garantía de depósitos. Los directivos de los grandes bancos son conscientes de que, en el peor escenario, serán los contribuyentes los que sufran las pérdidas, lo que debilita la capacidad del mercado para disciplinar a estos directivos. En este sentido, Čihák *et al*. (2009) proporcionan evidencia de que la disciplina de mercado funciona para bancos medianos y pequeños, pero no para los grandes. Por tanto, el seguro de depósitos proporciona un incentivo a los bancos, no deseado, de aumentar el riesgo y maximizar su apalancamiento, generando costes para el regulador y los contribuyentes. Este incentivo es aún mayor a medida que crece el banco, ya que su mayor tamaño aumenta su complejidad y opacidad como consecuencia de su diversificación en productos y geográfica (Mehran *et al*., 2011). En efecto, a medida que crece el tamaño del banco, los directivos ven aumentar más que proporcionalmente su remuneración, lo que, unido a situaciones en las que los directivos bancarios muestran exceso de confianza, se traduce en comportamientos agresivos de inversión, utilizando productos derivados con elevado apalancamiento que, en última instancia, ocasionan problemas de liquidez. Tales

comportamientos se ven reforzados cuando se producen comparaciones entre directivos en sus emolumentos (Larkin *et al*., 2011).

V. LA REMUNERACIÓN DE LOS EJECUTIVOS BANCARIOS

La teoría de la agencia justifica el diseño de sistemas de compensación de los directivos que permitan alinear los intereses del agente con el principal. En los bancos, a diferencia de en las empresas no financieras, es difícil establecer objetivos que concilien los intereses de los diferentes *stakeholders* y sobre los cuales determinar la remuneración de los ejecutivos (Core y Guay, 2010); mientras que en las empresas no financieras uno de los objetivos de los sistemas de remuneración es fomentar la asunción de riesgos por parte de los ejecutivos, de forma que aquellos más arriesgados acaben obteniendo mayores remuneraciones, en los bancos el regulador vigila su asunción de riesgos excesivos, por lo que los sistemas de remuneración basados en el fomento del riesgo chocan con las limitaciones impuestas al sector, y justifican la aparición de sistemas de remuneración diferenciados de los que se aplican a las empresas no financieras (Core y Guay, 2010). Además, parece razonable que si los bancos son organizaciones más complejas y opacas que las empresas no financieras, y están sujetas a una regulación especial que condiciona su gobierno corporativo, los ejecutivos bancarios deban contar con sistemas de remuneración diferenciados.

La opacidad de los bancos facilita a los directivos bancarios establecer su remuneración en función de sus propios intereses. Esta opacidad de los bancos permite una menor transparencia en la remuneración del principal directivo, lo que favorece grandes diferencias en la remuneración entre el principal ejecutivo y el salario medio de la empresa. A medida que aumenta la transparencia en la información sobre la remuneración de los ejecutivos, se hacen más evidentes las situaciones de desigualdad retributiva y la necesidad de acotar tales diferencias (Core y Guay, 2010). La cuestión de la transparencia en la remuneración directiva es especialmente relevante cuando el principal ejecutivo tiene un reconocido poder sobre el Consejo. Si el Consejo recibe una influencia excesiva por parte del primer ejecutivo, los accionistas deben plantearse si tienen la capacidad de modificar las decisiones de remuneración tomadas por el Consejo en otros ámbitos, como por ejemplo la Junta General de Accionistas, y si es posible buscar un reemplazo para el primer ejecutivo con un coste retributivo menor.

La dificultad que tienen los inversores para comprender el funcionamiento de las entidades financieras permite a los directivos bancarios exigir remuneraciones superiores a las que obtienen los directivos de empresas no financieras, con el argumento de la mayor complejidad que tiene la gestión de una entidad financiera. La conjunción, en definitiva, de opacidad y complejidad en las entidades financieras se convierte en un caldo de cultivo apropiado para que el directivo bancario pueda justificar, de forma asumible por los inversores, su mayor remuneración con respecto a los directivos de empresas no financieras.

También favorece una mayor remuneración de los directivos bancarios el que el nivel de supervisión que deberían desempeñar los accionistas y acreedores de estas entidades se ve desincentivado por el sistema de garantía de depósitos, así como por la presencia de un regulador bancario que tiene entre sus objetivos la supervisión y el control de las buenas prácticas financieras de estas instituciones. Los depositantes, cuyos depósitos están asegurados por el fondo de garantía, no tienen incentivos para supervisar a la remuneración directiva puesto que sus ahorros están asegurados, mientras que los accionistas, en particular los de los grandes bancos, confían en que la autoridad financiera tiene más y mejores medios para supervisar las entidades bancarias. Además, en último caso, si el banco es suficientemente grande, operará con la garantía implícita del demasiado grande para caer. Ni unos ni otros van a verse impelidos a iniciar acciones que permitan moderar la remuneración de los directivos bancarios. Si la situación económica es boyante, ni acreedores ni accionistas van a protestar por la excesiva remuneración de los directivos, ya que sus inversiones les ofrecen una buena rentabilidad. Si, por el contrario, la situación económica se torna recesiva, siempre es más fácil culpar a la carencia de un buen gobierno y al regulador, por permitir remuneraciones excesivas, que hacer autocrítica. En este sentido, la regulación específica que afecta a los bancos, y que no existe para las empresas no financieras, favorece la elección de directivos que, aparte de sus capacidades de gestión y dirección, tengan una buena relación con los políticos y reguladores encargados de tales aspectos normativos. Este requisito adicional de los directivos bancarios hace que el conjunto de directi-

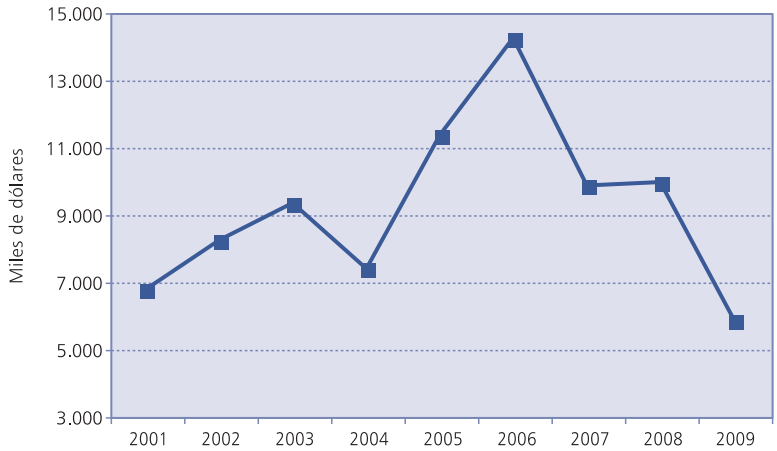
vos que reúnen todas estas características se reduzca, lo que favorece una mayor remuneración.

La estructura y composición del Consejo de Administración incide sobre la remuneración para los directivos del banco. El único límite que tienen los consejeros del banco al acordar la remuneración de los ejecutivos son los intereses de los propietarios. Por tanto, es relevante plantearse cómo han sido seleccionados los consejeros, en particular aquellos que tienen mayores responsabilidades a la hora de fijar el paquete de compensaciones de los directivos. Si el principal ejecutivo del banco tiene la capacidad de influir en los consejeros, las decisiones que adopten éstos sobre la remuneración del primer ejecutivo vendrán mediatizadas por su elección y, en menor medida, por los intereses de los accionistas y otros *stakehoders* del banco. La conocida teoría del poder gerencial (*managerial power*) sobre el Consejo de Administración dificulta la adecuada asunción de responsabilidades por parte de los consejeros (Core y Guay, 2010). La separación entre primer ejecutivo y presidente del Consejo es crucial, ya que, como argumentan Aebi *et al*. (2011), si los miembros del Consejo que son a la vez ejecutivos tienen que rendir cuentas al consejero delegado en vez de al Consejo, se genera una estructura inapropiada para los bancos, al concentrar excesivo poder en manos del consejero delegado, lo que impide una adecuada gestión del riesgo. Así, una de las medidas propuestas para la supervisión del riesgo en los bancos es que el ejecutivo que evalúa los riesgos informe al presidente del Consejo, quien, a su vez, debe ser independiente del consejero delegado.

Existe un amplio consenso sobre la necesidad de que la remuneración de los ejecutivos bancarios esté relacionada con los resultados del banco. Sin embargo, si la regulación pretende la estabilidad del sistema financiero, ello puede entrar en contradicción con uno de los objetivos de los sistemas de compensación de los ejecutivos, como es el fomento de la asunción de riesgos que permita crear valor para los accionistas. El aumento de la exposición de los bancos a mayores riesgos se suele dar en periodos de cambio de ciclo económico, cuando se conjuga la dificultad de mantener los ritmos de crecimiento de los beneficios con la reducción de la remuneración de los directivos y la pérdida de valor de las acciones. Esta conjunción de factores favorece que se asuman proyectos muy arriesgados por parte del principal ejecutivo, que en otro momento del ciclo económico serían impensables, ya que, como consecuencia de la responsabilidad limitada, del seguro de garantía de depósitos y de la garantía implícita de demasiado grande para quebrar, las pérdidas están limitadas, pero las ganancias no. Por tanto, los sistemas de remuneración individual de los directivos bancarios en función del precio de las acciones fomenta la asunción de riesgos excesivos en aquellos momentos en los que se impone una mayor prudencia para evitar el riesgo sistémico: final del periodo de crecimiento e inicio del periodo de recesión. En este sentido, Mehran *et al*. (2011) indican que la remuneración mediante opciones sobre acciones de los directivos bancarios no es compatible con los criterios de seguridad y protección de los acreedores y contribuyentes, por los que debe velar el regulador. Estos mismos autores observan que cuando el sistema de remuneración del ejecutivo incluye incentivos para asumir riesgos ello suele ir unido a mayores volatilidades en el precio de las acciones del banco. En este sentido, la sensibilidad de la remuneración variable en función del resultado es menor en los bancos que en las empresas no financieras, debido al mayor apalancamiento de los bancos (John y John, 1993; Gande y Kalpathy, 2011). En la misma línea, Bebchuk y Spamann (2010) argumentan que la remuneración del CEO basada en acciones y/u opciones contribuye a intensificar la asunción de riesgos en las entidades financieras debido a su elevando apalancamiento, modificando la estructura de riesgos de la entidad y haciéndolas más vulnerables ante cambios en la coyuntura económica. En consecuencia, la parte de la remuneración que es sensible a los cambios en el precio de las acciones debe considerarse de forma diferente en las entidades financieras (Gande y Kalpathy, 2011).

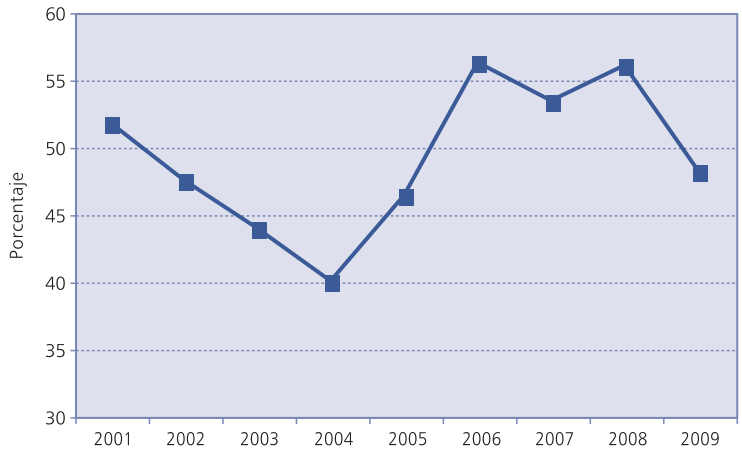
Los gráficos 2 y 3 no dejan lugar a dudas de que tanto la remuneración total como la relacionada con la evolución del precio de las acciones del banco (*equity link*) ha sido pro cíclica, reflejando en un primer momento el efecto del *boom* de las «punto com», posteriormente la ola de crecimiento al albur de la exacerbada actividad crediticia y, por último, los efectos de la letal crisis financiera. Ahora bien, lo que un banco necesita es justo lo contrario: incentivar la actuación anti cíclica, que permita capear los momentos más complicados del ciclo económico, y evitar problemas de insolvencia que puedan contribuir al riesgo sistémico. Los pagos relacionados con la evolución del precio de las acciones no contribuyen a reducir el riesgo sistémico. Por otro lado,

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA REMUNERACIÓN (TOTAL) DEL CEO
(Grandes bancos europeos y estadounidenses)



Fuente: Boardex.

GRÁFICO 3
PORCENTAJE DE REMUNERACIÓN DEL CEO VINCULADA A ACCIONES Y OPCIONES *(EQUITY LINK COMPENSATION)*
(Grandes bancos europeos y estadounidenses)



Fuente: Boardex.

introducir limitaciones vía cambios regulatorios en la remuneración de los directivos bancarios puede lesionar la capacidad de los bancos para atraer talento, y ahuyentar a personas competentes en los momentos en que más se necesita ese talento para enfrentarse a los retos de gestionar una institución compleja en una situación de elevada incertidumbre. En este sentido, sería recomendable diseñar sistemas de compensación que permitan poner coto a un crecimiento desmesurado de la remuneración de los directivos durante las épocas en que los mercados presentan una tendencia alcista, y que premien a los gestores previsores ante el final de un ciclo alcista. En este contexto, recientemente se han lanzado propuestas específicas de remuneración para directivos bancarios. Así, Bolton *et al.* (2011) proponen ligar la remuneración de los directivos bancarios a medidas del riesgo de insolvencia, mientras que Bebchuk y Spamann (2010) proponen que los directivos cobren en función no sólo del valor de las acciones, sino también de otros activos como la deuda emitida por el banco.

Conviene recordar, no obstante, que la estructura de propiedad del banco es clave tanto a la hora de exacerbar o mitigar los problemas de agencia como a la de fomentar o reducir el problema de excesiva remuneración de los principales ejecutivos. Core y Guay (2010) argumentan que cuando aumenta la concentración de la propiedad se reduce el problema de remuneración excesiva de los ejecutivos. En este sentido, el porcentaje de propiedad en manos del primer ejecutivo del banco es una variable relevante para determinar la remuneración de los principales ejecutivos.

Finalmente, debe tenerse en cuenta que la referencia habitual para determinar la remuneración de los ejecutivos es la media del sector, en este caso del sector bancario. De existir algún banco que marque tendencia en su sistema de remuneración, el resto de entidades bancarias suelen actuar como seguidoras para evitar situaciones en las que algunos ejecutivos disminuyan su rendimiento alegando un problema de desigualdad manifiesta en sus

sistemas de remuneración (Core y Guay, 2010). En definitiva, parece que pudiera darse una relación directa entre las cantidades que perciben los principales ejecutivos de los bancos y el sentimiento del mercado. Cuando los mercados tienen una tendencia alcista, es relativamente sencillo justificar aumentos en la remuneración de los principales ejecutivos basados en el valor creado para los accionistas, mientras que cuando la tendencia es bajista se suele argumentar a favor del mantenimiento de las remuneraciones, ya que los ejecutivos no son responsables de la caída generalizada en los precios de los activos y, por tanto, de la pérdida de valor para los accionistas.

VI. CONCLUSIÓN

La remuneración de los ejecutivos en el sector bancario es un elemento de gobierno corporativo difícil y, ciertamente, peculiar. Si ya en el sector no financiero existen numerosos factores que pueden influir en la eficiencia del sistema retributivo, y que hacen objetivamente difícil llegar a un consenso sobre las mejores prácticas retributivas, en el sector bancario estas dificultades se multiplican debido a la peculiar naturaleza de los intermediarios financieros en términos de naturaleza del negocio, estructura financiera, regulación y riesgo sistémico. En este trabajo, hemos repasado las distintas propuestas teóricas, desde el enfoque clásico de la teoría de la agencia hasta aspectos más novedosos provenientes de la psicología, relacionándolas con el negocio bancario y refiriéndolas a éste. Al hacerlo, vemos que surgen bastantes aspectos que pudieran ser objeto de un análisis más profundo y del correspondiente contraste empírico. Un balance rápido nos indica que los sistemas de remuneración en banca son complejos y difíciles y, más importante aún, arrojan dudas severas de que sean el resultado de un mercado transparente y eficiente. Dado que no hay duda de que un buen sistema retributivo en banca va mucho más allá de la mera satisfacción personal del directivo, es necesaria investigación de calado para conocer mejor y cerrar muchos de los interrogantes que a lo largo de estas páginas, siguiendo la literatura relevante, hemos ido recogiendo.

NOTAS

(1) Algunos defienden la falta de publicidad de las remuneraciones con el fin de evitar el incremento en cadena de los sueldos de ejecutivos, que se produciría al revelarse y conocerse las diferencias de remuneración entre empresas similares. Si bien es cierto que en el corto plazo se evitarían los problemas de un incremento generalizado en las remuneraciones, no parece que sea la mejor estrategia a largo plazo, dados los problemas que trae consigo la opacidad en esta materia.

(2) El riesgo que asume el consejero delegado de una empresa de ser despedido aconseja que evite los proyectos con riesgo para reducir su propia exposición, aunque ello suponga pérdida de valor para los accionistas. Esta forma de proceder lleva a la sub-inversión, al rechazar proyectos con VAN positivo.

BIBLIOGRAFÍA

ADAMS, R., y H. MEHRAN (2003), «Is corporate governance different for bank holding companies?», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9: 123-142.

AEBI, V.; G. SABATO, y M. SCHMID (2011), «Risk management, corporate governance, and bank performance during the financial crisis», manuscrito inédito, *EFMA Conference.*

AGELL, J., y P. LUNDBORG (2003),«Survey evidence on wage rigidity and unemployment: Sweden in the 1990s», *Scandinavian Journal of Economics*, 105, 1: 15-29.

ALTMAN, E. I.; A. GANDE, y A. SAUNDERS (2010), «Bank debt versus bond debt: Evidence from Secondary Market Prices», *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 4: 755-767.

BAKER, G. P.; M. C. JENSEN, y K. J. MURPHY (1988), «Compensation and incentives: theory and practice», *The Journal of Finance,* 43, 3: 593-616.

BEBCHUK, L. A., y J. FRIED (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

BEBCHUK, L. A.; J. M. FRIED, y D. I. WALKER (2003), «Executive compensation as an agency problem», *Journal of Economic Perspectives*, 17: 71-92.

BEBCHUK, L., y H. SPAMANN (2010), «Regulating bankers' pay», *Georgetown Law Journal*, 98, 2: 247-287.

BERTRAND, M, y S. MULLAINATHAN (2001), «Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are», *Quarterly Journal of Economics*, 116, 3: 901-932.

BOLTON P.; H. MEHRAN, y J. D. SHAPIRO (2010), «Executive compensation and risk taking», SSRN eLibrary, http://ssrn.com/paper=1635349.

BOYD, B., (1994), «Board control and CEO compensation», *Strategic Management Journal*, 15: 335-344.

CABLE, D. M., y T. A. JUDGE (1994), «Pay preferences and job search decisions: a person organization fit perspective», *Personnel Psychology*, 47: 317-348.

CAMERER, C.; G. LOEWENSTEIN, y M. RABIN (2004), *Advances in Behavioral Economics*, Princeton University Press, Princeton, NJ.

CARD, D.; A. MAS; E. MORETTI, y E. SAEZ (2010), «Inequality at work: The effect of peer salaries on job satisfaction», *NBER Working Papers,* n.º 16396.

ČIHÁK, M.; A. MAECHLER, K. SCHAECK, y S. STOLZ (2009), *Who Disciplines Bank Managers?,* International Monetary Fund, Washington, DC.

COHN, A.; E. FEHR; B. HERRMANN, y F. SCHNEIDER (2011), «Social comparison in the workplace: Evidence from a field experiment», *IZA Discussion Paper n.º 5550.*

CORE, J. E., y W. R. GUAY (2010), «Is there a case for regulating executive pay in the financial services industry?», SSRN eLibrary, http://ssrn.com/abstract=1544104.

DEMSETZ, H., y K. LEHN (1985), «The structure of corporate ownership: Causes and Consequences», *Journal of Political Economy*, 93: 1155-1177.

EDELMAN, B., y I. LARKIN (2009), «Envy and deception in academia: evidence from self-inflation of SSRN download counts», *Working Paper,* Harvard University, Cambridge, MA.

FAHLENBRACH, R., y R. STULZ (2011), «Bank CEO incentives and the credit crisis», *Journal of Financial Economics*, 99: 11-26.

FEHR, E., y L. GOETTE (2007), «Do workers work more if wages are high? Evidence from a randomized field experiment», *American Economic Review*, 97, 1: 298-317.

FESTINGER, L. (1954), «A theory of social comparison processes», *Human Relations*, 7, 2: 117-140.

GANDE, A., y S. L. KALPATHY (2011), «CEO compensation at financial firms», SSRN eLibrary, http://ssrn.com/paper=1865870.

GARVEY, G. T., y T. T. MILBOURN (2006), «Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad», *Journal of Financial Economics*, 82: 197-225.

GERHART, B.; S. RYNES, y F. I. SMITHEY (2009), «Pay and performance: Individuals, groups, and executives», *The Academy of Management Annals*, 3: 251-315.

GINO, F., y L. PIERCE (2010), «Robin Hood under the hood: wealth-based discrimination in illicit customer help», *Organization Science*, 21, 6: 1176-1194.

GOERGEN, M., y L. RENNEBOOG (2011), «Managerial compensation», *Journal of Corporate Finance*, 17, en prensa.

HOLMSTROM, B. (2005), «Pay without performance and the managerial power hypothesis: A comment», *Journal of Corporation Law*, 30: 703-713.

HOSKISSON, R. E.; M. W. CASTLETON, y M. C. WITHERS (2009), «Complementarity in monitoring and bonding: More intense monitoring leads to higher executive compensation», *Academy of Management Perspectives*, 23: 57-74.

JOHN, T. A., y K. JOHN (1993), «Top-management compensation and capital structure», *The Journal of Finance*, 48, 3: 949-974.

JENSEN, M., y W. MECKLING (1976), «Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure», *Journal of Financial Economics* 3, 4: 305-360.

KAHNEMAN, D., y A. TVERSKY (1979), «Prospect theory: an analysis of decision under risk», *Econometrica*, 47: 263-291.

KNAPP, J. R.; T. DALZIEL, y M. W. LEWIS (2011), «Governing top managers: Board control, social categorization, and their unintended influence on discretionary behaviors», *Corporate Governance: An International Review*, 19, 4: 295-310.

KOSZEGI, B., y M. RABIN (2009), «Reference-dependent consumption plans», *American Economic Review*, 99, 3: 909-936.

LANE, P. J.; A. A. JR. CANNELLA, y M. H. LUBATKIN (1998), «Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered», *Strategic Management Journal*, 19: 555-578.

LARCKER, D. F., y B. TAYAN (2011), «Seven myths of executive compensation», SSRN eLibrary, *http://ssrn.com/paper=1869019.*

LARKIN, I., y S. LEIDER (2011), «Incentive schemes, sorting and behavioral biases of employees: Experimental evidence», *American Economic Journal: Applied Microeconomics*, en prensa.

LARKIN, I.; L. PIERCE, y F. GINO (2011), «The psychological costs of pay-for-performance: Implications for the strategic compensation of employees», *Strategic Management Journal*, en prensa.

LAZEAR, E. P. (1986), «Salaries and piece rates», *Journal of Business*, 59, 3: 405-431.

LAZEAR, E. P., y P. OYER (2011), «Personnel economics: Hiring and incentives», en O. Ashenfelter, y D. Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 4b, Gran Bretaña, North Holland: 1769-1823.

MACEY, J. R., y M. O'HARA (2003), «The corporate governance of banks», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9, 1: 91-107.

MAS, A. (2008), «Labor unrest and the quality of production: Evidence from the construction equipment resale market», *Review of Economic Studies*, 75: 229-258.

MAUG, E. G.; I. DITTMANN, y O. G. SPALT (2011), «Indexing executive compensation contracts», *ECGI Finance Working Papers,* n.º 309/2011, SSRN eLibrary http://ssrn.com/paper=1876765.

MEHRAN, H.; A. MORRISON, y J. D. SHAPIRO (2011), «Corporate governance and banks: What have we learned from the financial crisis?», *FRB of New York Staff Report,* número 502, SSRN eLibrary http://ssrn.com/ paper=1880009.

MILKOVICH, G. T., y P. H. ANDERSON (1972), «Management compensation and secrecy policies», *Personnel Pscyhology*, 25, 2: 293-302.

MOORE, D. A., y P. J. HEALY (2008), «The trouble with overconfidence», *Psychological Review*, 115, 2: 502-517.

NOSENZO, D. (2010), «The impact of pay comparisons on effort behavior», *CeDEx Discussion Paper n.º 2010-03,* Centre for Decision Research and Experimental Economics at the University of Nottingham, Nottingham, U.K.

PAARSCH, H., y B. SHEARER (2000), «Piece rates, fixed wages, and incentive effects: statistical evidence from payroll records», *International Economic Review*, 41: 59-92.

PRENDERGAST, C. (1999), «The provision of incentives in firms», *Journal of Economic Literature*, 37, 1: 7-63.

SCHWARZWALD, J.; M. KOSLOWSKY, y B. SHALIT (1992), «A field study of employees' attitudes and behaviors after promotion decisions», *Journal of Applied Psychology*, 77: 511-514.

SCHWEITZER, M. E.; L. ORDÓÑEZ, y B. DOUMA (2004), «Goal setting as a motivator of unethical behavior», *Academy of Management Journal*, 47, 3: 422-432.

TAYLOR, L .A. (2010), «Why are CEOs rarely fired? Evidence from structural estimation», *The Journal of Finance*, 65, 4: 2051-2087.

TAYLOR, S. E., y J. D. BROWN (1988), «Illusion and well-being: a social psychological perspective on mental health», *Psychological Bulletin*, 103: 193-210.

TUNG, F., y X. WANG (2011), «Bank CEOs, inside debt compensation, and the financial crisis», Boston University and SSRN eLibrary, http://ssrn.com/paper=1570161.

TVERSKY, A., y D. KAHNEMAN (1991), «Loss aversion in riskless choice: a reference dependent model», *Quarterly Journal of Economics*, 106: 1039-1061.

— (1992), «Advances in prospect theory: cumulative representation of uncertainty», *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 4: 297-323.

WEINSTEIN, N. D. (1980), «Unrealistic optimism about future life events», *Journal of Personality and Social Psychology*, 39: 806-820.

COLABORADORES EN ESTE NÚMERO

ABELLÁN MADRID, María Jesús. Licenciada en Economía por la Universidad de Murcia y máster en Economía Industrial por la Universidad Carlos III de Madrid, con especialidad en Economía de las Telecomunicaciones. En la actualidad, está realizando su tesis doctoral sobre la actividad emprendedora en la Universidad de Alcalá, y es profesora asociada en la Universidad Carlos III de Madrid, labor que compagina con su trabajo en el Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX). Con anterioridad, ha trabajado como consultora de telecomunicaciones en Arthur Andersen y como miembro del Departamento de Estudios de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT). También ha colaborado como economista en SENER, desarrollando varios proyectos vinculados con la demanda de transportes. Sus principales campos de investigación son la economía industrial y la actividad emprendedora, estudiando principalmente su relación con el conocimiento y la innovación.

ANDRÉS ALONSO, Pablo de. Es catedrático de Economía Financiera y Contabilidad en la Universidad Autónoma de Madrid. Anteriormente fue profesor titular en la Universidad de Valladolid. En 1997 obtuvo el premio de investigación del Banco Europeo de Inversiones para jóvenes investigadores. Su investigación se sitúa en el ámbito del gobierno de la empresa, las decisiones financieras y las opciones reales. Ha publicado en revistas como *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Business Finance and Accounting*, *Corporate Governance*, *Financial Review*, *Universia Business Review* e *Investigaciones Económicas*. Es editor ejecutivo de la *Revista Española de Financiación y Contabilidad.* Es *fellow* del Real Colegio Complutense y ha sido *visiting researcher* de la Universidad de Harvard en 2009. Es miembro activo de varios proyectos de investigación financiados por instituciones públicas y privadas.

BELMONTE UREÑA, Luis J. Es profesor contratado doctor, a tiempo completo, en el Departamento de Economía Aplicada de la Universidad de Almería desde el curso académico 2001-2002. Desde abril de 2009, es secretario del Consejo Asesor de la cátedra Cajamar de Economía y Agroalimentación. Es miembro del grupo de investigación "Grupo almeriense de Economía Aplicada" (SEJ-147), y ha participado en varios proyectos de investigación de la Junta de Andalucía. Ha realizado diversos análisis sobre el sector de cooperativas de crédito en España y en el resto del mundo, que han sido presentados a congresos internacionales y publicados en revistas indexadas de cierto impacto.

BERGES LOBERA, Ángel. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad en la Universidad Autónoma de Madrid, donde es director del Programa de Doctorado Banca y Bolsa. Socio fundador y consejero delegado de Analistas Financieros Internacionales (Afi). Afi es un grupo de consultores que engloba a la Escuela de Finanzas Aplicadas, Tecnología Información y Finanzas S. A., Consultores de las Administraciones Públicas S. A., Ediciones Empresa Global y AfiNet Global. Autor de varios libros, y numerosos artículos, sobre economía y finanzas. Ha sido presidente de la European Finance Association, y consejero de Adolfo Domínguez, S.A. desde 1997 hasta la actualidad.

BORIO, Claudio. Doctor en Economía por la Universidad de Oxford, es jefe de la Subdivisión de Investigación y Análisis de Políticas del Departamento Monetario y Económico del Banco de Pagos Internacionales (BIS). Ha estado en el BIS desde 1987, desempeñando un considerable número de cargos, como, por ejemplo, director de los secretarios del Comité sobre el Sistema Financiero Global y del Comité sobre Oro y Divisas. Con anterioridad, trabajó como economista en la OCDE para el Departamento de Economía y Estadística, y como profesor e investigador en la Universidad de Oxford (Brasenose College). Ha publicado extensamente sobre diversas cuestiones, incluyendo la relación entre el precio de los activos y la estabilidad financiera y monetaria, la política monetaria y la supervisión, y la regulación financiera.

CALOMIRIS, Charles W. Doctor en Economía por la Universidad de Stanford en 1985, actualmente desempeña su actividad docente como Henry Kaufman Professor de Instituciones Financieras en la Escuela de Negocios y en la Facultad de Asuntos Internacionales y Públicos de Columbia University. Es, asimismo, miembro del Shadow Financial Regulatory Committee y de la Financial Economists Roundtable, e investigador asociado del National Bureau of Economic Research, y preside la junta del Greater Atlantic Financial Corporation. Ha sido miembro de los consejos editoriales del *Journal of Banking and Finance, Journal of Financial Services Research, Journal of Financial Intermediation, Journal of Economic History, Journal of Economics and Business y Explorations in Economic History*. Además, ha sido consultor o profesor visitante de los bancos de la Reserva Federal de Nueva York, Chicago, Cleveland, St. Louis y Filadelfia, el Banco Mundial y los gobiernos de México, Argentina, Japón, China, El Salvador, Brasil y Colombia, al igual que asesor de un considerable número de empresas del sector privado, entre las que destacan Bank of America, Goldman Sachs, Lloyds, AIG, UBS, Citigroup y Credit Suisse, entre otras. Sus principales áreas de investigación son las finanzas corporativas, la historia financiera, la economía monetaria y la banca. Ha publicado numerosos libros, artículos y capítulos en volúmenes académicos.

CALVO VÉRGEZ, Juan. Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense y doctor en Derecho por la Universidad de Alcalá. Ha impartido docencia en las universidades de León y de Extremadura. Desde hace años, viene desarrollando una importante labor investigadora plasmada en diversas monografías, colaboraciones en obras colectivas y artículos doctrinales relativos a cuestiones tales como la aplicación del principio de reserva de ley en materia tributaria, la financiación autonómica, el control presupuestario, el régimen fiscal de las instituciones de inversión colectiva y de los sistemas institucionales de protección, etcétera.

CARBÓ VALVERDE, Santiago. Nacido en Gandía (Valencia) en 1966. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, doctor (PhD) *in Economics* y *Master in Banking and Finance* por la *University of Wales*, Bangor (Reino Unido). Es catedrático de Universidad de Fundamentos del Análisis Económico de la Universidad de Granada. Es director de Estudios Financieros de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS).

Es profesor investigador del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie). Por otro lado, es investigador y consultor del Banco de la Reserva Federal de Chicago desde 2008. En la actualidad, es además director de Estudios y Análisis Estratégico de Banco Mare Nostrum. Ha sido y es asesor de instituciones públicas, como el Banco Central Europeo, y también privadas, como en entidades financieras) y en consultoras de prestigio internacionales. Autor de más de 200 artículos y publicaciones sobre el sistema financiero. Ha publicado, entre otras, en las siguientes revistas: *European Economic Review, Review of Finance, Journal of Money, Credit and Banking, Journal of International Money and Finance y Journal of Banking and Finance*. Ha impartido conferencias y seminarios en foros internacionales (G-20) y en varios bancos centrales e instituciones regulatorias.

CRESPO ESPERT, José Luis. Doctor y licenciado en Economía (sección Empresas) por la Universidad Autónoma de Madrid. Premio de especialidad de licenciatura. Profesor titular de Economía Financiera y Contabilidad en el Departamento de Ciencias Empresariales en la Universidad de Alcalá, investigador del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social. Sus principales campos de investigación son la innovación financiera y la valoración y estructuración de productos financieros, así como la actividad emprendedora y la evaluación de políticas orientadas a la financiación de la pequeña y mediana empresa. Autor o coautor de libros y artículos en revistas científicas y profesionales, entre las que destacan *Small Business Economics, The Annals of Regional Science, Revista Española de Financiación y Contabilidad, Investigaciones Regionales,* Papeles de Economía Española, *Economía Industrial, Rect@* y *Anales de Instituto de Actuarios*, entre otras.

CUBILLAS MARTÍN, Elena. Licenciada en Economía por la Universidad de Oviedo y estudiante de doctorado en el Departamento de Administración de Empresas de dicha universidad. Su investigación se centra en el estudio del riesgo y la liberalización financiera, la regulación bancaria y la disciplina de mercado. Ha participado activamente en diversos congresos nacionales e internacionales presentando trabajos relacionados con dichos temas.

DÍEZ, José Carlos. Es un economista que ha combinado su faceta académica y empresarial durante toda su carrera profesional. Su actividad académica está vinculada a la Universidad de Alcalá, donde estudió su licenciatura y su doctorado en Economía y donde es profesor de Fundamentos del Análisis Económico. En la actualidad, es economista jefe de Intermoney, empresa fundada en 1979 y líder en España de intermediación en mercados monetarios. Contribuye con sus previsiones al panel de expertos del BCE sobre economía europea y al panel de FUNCAS sobre economía española. Intermoney lidera el *ranking* de acierto en las previsiones del panel de FUNCAS en la Diana de Esade.

DWYER, Gerald P. Es director del Centro para la Innovación y Estabilidad Financiera del Banco de la Reserva Federal de Atlanta y profesor adjunto en la Universidad Carlos III de Madrid. Sus intereses de investigación se encuentran en el área de la banca y los mercados financieros. En el Banco de la Reserva Federal de Atlanta está al mando del grupo financiero del Departamento de Investigación. Desde que recibió su doctorado por la Universidad de Chicago, ha sido miembro facultativo de Texas A&M University, Emory University, University of Houston y Clemson University. Dwyer también ha trabajado como asociado para la Reserva Federal de St. Louis y en la de Chicago. Su investigación ha sido publicada en las principales revistas de economía y finanzas, y ha aparecido en las revistas publicadas por los bancos de la Reserva Federal de Atlanta y St. Louis, así como en libros y actas de congresos. Forma parte del consejo editorial del *Journal of Financial Stability and Economic Inquiry*. Ha sido presidente de la Society for Nonlinear Dynamics and Econometrics y, en la actualidad, preside la Asociación para la Educación de la Empresa Privada.

EVANOFF, Douglas D. Doctor en Economía por la Southern Illinois University (donde fue profesor de finanzas), es asesor senior de investigación sobre instituciones bancarias y financieras en el Departamento de Investigación Económica del Banco de la Reserva Federal de Chicago. Como director del grupo de estudios financieros, supervisó las actividades de investigación relativas a las instituciones financieras y su regulación. Es asesor de la alta dirección del Sistema de la Reserva Federal en materia de regulación y preside la Conferencia anual sobre Estructura Bancaria y Competencia, y la Conferencia anual de Banca Internacional de la Reserva Federal de Chicago. Fue profesor asistente en la St. Cloud State University. En la actualidad, es profesor adjunto en la Escuela de Negocios de la DePaul University. Es editor asociado en *Journal of Economics and Business* y *Journal of Applied Banking and Finance*. Es director institucional de la junta directiva de la Midwest Finance Association. Sus intereses de investigación incluyen temas como el crédito al consumo, los mercados hipotecarios, el análisis de costes y las fusiones bancarias, la regulación financiera, los mecanismos del sistema de pagos y el acceso al crédito. Sus investigaciones han sido publicadas en *American Economic Review, Journal of Financial Economics, Journal of Money, Credit and Banking, Journal of Financial Services Research* y *Journal of Banking and Finance*, entre otras. También ha publicado capítulos en numerosos libros y editado libros sobre cuestiones relacionadas con las instituciones financieras.

FERNÁNDEZ DE LIS, Santiago. Es, en la actualidad, economista jefe de Sistemas Financieros y Regulación de BBVA Research. De 2007 a 2011 fue socio director del Departamento Internacional de Analistas Financieros Internacionales (Afi). Entre 2001 y 2007 fue director del Departamento Internacional del Banco de España. Es economista por la Universidad Autónoma de Madrid y fue profesor en la Universidad Carlos III. Entre 1998 y 2000 trabajó en el Bank for International Settlements (BIS) de Basilea, en la secretaría del Comité del Sistema Financiero Global (CGFS). Es autor de diversos artículos y publicaciones sobre regulación financiera, política monetaria, economía internacional y banca central.

FONSECA DÍAZ, Ana Rosa. Doctora por la Universidad de Oviedo desde 2003. Profesora titular de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Oviedo desde 2009. Es autora de diversas publicaciones en revistas nacionales e internacionales sobre el sector bancario, como *Journal of Banking and Finance*, *Revista de Economía Aplicada* y *Moneda y Crédito*. También es evaluadora de diversas revistas nacionales e internacionales. Sus áreas de investigación están centradas en el gobierno corporativo, el sector bancario y la regulación financiera.

FREIXAS, Xavier. Licenciado en Ciencias Económicas y Exactas, y doctor en Economía por la Universidad de Tolouse (1978). Actualmente, es catedrático de Economía Financiera de la Uni-

versitat Pompeu Fabra, *research fellow* del Center for Economic Policy Research (CEPR), y presidente del Programa de Regulación Basada en el Riesgo de la Asociación Mundial de Profesionales del Riesgo (GARP). Es editor asociado del *Journal of Financial Intermediation*, *Review of Finance* y *Journal of Financial Services Research*. Ha sido subdirector de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA), presidente de la Asociación Europea de Finanzas, Deutsche Bank professor de Integración Financiera Europea (Universidad de Oxford), Houblon Norman Senior Fellow (Banco de Inglaterra), profesor en las universidades de Montpellier y Toulouse, y profesor visitante en las universidades de Urbana-Champaign, Harvard y LSE. Dentro de sus actividades como profesional del mundo financiero, ha sido asesor del Banco Europeo de Inversiones, la Reserva Federal de Nueva York, el Banco Central Europeo, el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y el MEFF. En la actualidad, es asesor del programa de investigación sobre regulación macroprudencial (MARS) del Banco Central Europeo. Sus contribuciones a la investigación versan sobre el riesgo en los sistemas de pago, el contagio y el prestamista de última instancia. Ha publicado en las principales revistas de economía y finanzas como *Journal of Political Economy, Journal of Finance, Journal of Financial Economics* y *Review of Financial Studies*, entre otras.

GARCÍA TABUENCA, Antonio. Doctor en Economía y licenciado en Derecho. Profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad de Alcalá y subdirector del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social. Especializado en el análisis de la actividad emprendedora y creación de empresas desde el enfoque del conocimiento y el capital humano, así como en el diseño, gestión y evaluación de políticas de innovación y financiación empresarial, particularmente PYME. Viene publicando regularmente trabajos en revistas internacionales y nacionales como *Small Business Economics*, *The Annals of Regional Science* e *Investigaciones Regionales*. Ha ejercido puestos de responsabilidad gubernamental y ha colaborado con diversas organizaciones multilaterales de financiación.

GONZÁLEZ GALLEGO, Carmen. Nació en Salamanca en 1971. Actualmente, es asesora de la Asociación Española de Banca (AEB) y miembro del Comité Fiscal de la Federación Bancaria Europea. Con anterioridad, fue asesora en Landwell PricewaterhouseCoopers Servicios Jurídicos y Legales.

GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, Francisco. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Oviedo. Sus áreas de investigación están centradas en las finanzas empresariales y en el sector bancario y la regulación financiera. Es autor de publicaciones en revistas nacionales e internacionales, como el *Journal of Corporate Finance*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Money, Credit, and Banking*, *Journal of Financial Stability*, *European Journal of Finance*, o el *Journal of Business, Finance, and Accounting*. Es editor de la *Spanish Review of Financial Economics*.

GUAL, Jordi. Director ejecutivo y economista jefe de "la Caixa", y profesor de economía de IESE-Business School. Miembro del Consejo Asesor Internacional del Grupo "la Caixa". Doctor en Economía por la Universidad de California, Berkeley. Ha sido profesor visitante en el Departamento de Economía de dicha Universidad y consejero económico en la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión de las Comunidades Europeas en Bruselas. Es *Research fellow* del Center for Economic Policy Research (CEPR, Londres) y autor de numerosos libros y artículos en temas de sistema financiero, competencia, regulación, integración europea y economía internacional. Es colaborador habitual de *La Vanguardia* y *ABC*.

LÓPEZ PASCUAL, Joaquín. Es profesor titular de Finanzas y Gestión Bancaria en el Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF), donde es secretario general, y profesor titular de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales, máster en Gestión Financiera y abogado por la Universidad Complutense de Madrid. Ha sido profesor de las universidades Complutense de Madrid, Carlos III de Madrid, de Extremadura y del IEB. Es autor de numerosos libros de investigación y manuales. Ha publicado en diversas revistas nacionales e internacionales como: *Universia Business Review, Journal of Derivatives & Hedge Funds, Spanish Journal of Finance and Accounting, Journal Information and Sciences* y *Journal of Applied Sciences*.

MARTÍN FERNÁNDEZ, Miguel. Es actualmente presidente de la Asociación Española de Banca. Ha sido subgobernador y director general de Supervisión de Entidades de Crédito del Banco de España; subsecretario del Ministerio de Economía y Hacienda; presidente del Instituto de Crédito Oficial (ICO); subsecretario de Presupuesto y Gasto Público y director general del Tesoro del Ministerio de Hacienda. Ha formado parte del Comité Económico y Financiero de la Unión Europea y de su Comité Monetario. En la actualidad también preside la Fundación Española de Banca para Estudios Financieros (FEBEF) y es miembro del Consejo de la Federación Bancaria Europea.

MILNE, Alistair. Doctor por la London School of Economics, ha publicado artículos sobre una amplia variedad de temas académicos y de política económica. Desarrolla su actividad académica en las áreas de banca, gestión de riesgos, riesgo de crédito y sistemas de pagos. Más recientemente, su investigación ha estado enfocada a la gestión del riesgo en la banca y su interacción con la gestión del capital y la regulación, la competencia en el procesamiento de títulos y los sistemas de pagos (sobre todo la creación de un Mercado Financiero Europeo Único), el impacto de las fricciones del mercado de capitales sobre el comportamiento de las empresas y los hogares, y el ciclo económico. Ha sido asesor económico de la División de Intermediarios Financieros del Banco de Inglaterra, profesor de Economía en la University of Surrey, *research fellow* en la London Business School, y ha trabajado como macroeconomista para el Ministerio de Hacienda y el Gobierno de Malawi. Actualmente, es profesor de Banca y Finanzas en la School of Business and Economics (Loughborough University), director del Centre for Research into European Financial Markets and Institutions y *visiting scholar* en el Departamento de Política Monetaria e Investigación del Banco de Finlandia.

MOLYNEUX, Phil. Es jefe de la Escuela de Negocios de la Universidad de Bangor (Bangor, Reino Unido) y profesor de Banca y Finanzas en esta institución. Su principal área de investigación se centra en la estructura y la eficiencia de los mercados bancarios y ha publicado numerosos trabajos en revistas como: *Journal of Banking and Finance*, la serie de *Documentos de Trabajo* del Banco Central Europeo o *Journal of Financial Services Research*, entre otras. En el pasado, ha sido consultor de la Reserva Federal de Nueva York, la Comisión Europea, el Tesoro del Reino Unido, Citibank Private Bank, Barclays Wealth, McKinsey & Co, y varios otros bancos internacionales y firmas consultoras.

ONTIVEROS BAEZA, Emilio. Catedrático de Economía de la Empresa en la Universidad Autónoma de Madrid. Fundador y presidente de Analistas Financieros Internacionales (Afi), grupo de consultores que engloba a la Escuela de Finanzas Aplicadas, Tecnología Información y Finanzas S. A., Consultores de las Administraciones Públicas S. A., Ediciones Empresa Global y AfiNet Global. Autor de varios libros y numerosos artículos sobre economía y finanzas. Dirige la revista *Economistas*, del Colegio de Madrid, y forma parte de diversos consejos de redacción de publicaciones especializadas.

PEDAUGA SÁNCHEZ, Luis Enrique. Nacido en Caracas (Venezuela) en 1975. Posee una licenciatura en Economía por la Universidad de los Andes y una diplomatura en Administración de Empresas por la Universidad Tecnológica Cristóbal Mendoza (Mérida-Venezuela). Además, posee estudios de postgrado en la Universidad Central de Venezuela (2006) y en la Universidad de Granada (2009). Durante los años 2000 y 2008 trabajó en la Oficina de Investigaciones Económicas del Banco Central de Venezuela, y ocupó entre 2005 y 2008 el cargo de profesor instructor en el departamento de Economía en la Universidad Católica Andrés Bellos (Caracas). Actualmente, viene realizando sus estudios doctorales en el programa *Empirical Economics*-E2, del Departamento de Teoría e Historia Económica de la Universidad de Granada.

QUESADA, Javier. Es licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat de València y doctor en Economía por la Universidad de Cincinnati (Ohio). Es catedrático de Análisis Económico en la Universitat de València. Ha sido director general de Economía de la Generalitat Valenciana (1995-1998) y director de la Agencia Valenciana de Ciencia y Tecnología de la Generalitat Valenciana (1999-2003). Desarrolla su investigación en el campo de la economía financiera y monetaria, y en el de las nuevas tecnologías y el crecimiento económico. Ha publicado tres libros en colaboración así como más de 30 artículos en revistas especializadas nacionales y extranjeras. Ha sido *visiting scholar* en Harvard University, es miembro de la Academia Europea de las Ciencias y las Artes y adjunto al presidente ejecutivo de los Premios Rey Jaime I.

RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, Francisco. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales y doctor en Economía por la Universidad de Granada, en la que es profesor titular de Fundamentos del Análisis Económico. Ha realizado estudios de postgrado en la Universidad de Módena y la Universidad de Bolonia (Italia). Ha sido investigador visitante en la Universidad de Bangor (Gales), la Universidad de Alberta de Edmonton (Canadá) y el Departamento de Investigación de la Reserva Federal de Chicago. En la actualidad, es asimismo investigador de la Dirección de Estudios Financieros de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). Ha llevado a cabo proyectos de investigación competitivos en las redes del Ministerio de Ciencia e Innovación (España), el Consejo de Innovación y Ciencia de la Junta de Andalucía y otras instituciones como la Comisión Europea. Ha publicado más de cincuenta artículos sobre temas relacionados con los sistemas financieros, el sector bancario, la competencia y el crecimiento económico en revistas nacionales e internacionales, tales como: *Review of Finance, Journal of Banking and Finance, Journal of Financial Services Research, Regional Studies, European Urban and Regional Studies, Journal of Economics and Business, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Moneda y Crédito, Investigaciones Económicas, Revista de Economía Aplicada y* PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

RODRÍGUEZ INCIARTE, Matías. Nació en Oviedo en 1948. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid, con premio extraordinario y nacional fin de carrera. Realizó estudios empresariales en el M.I.T. de Boston. En 1972 ingresó, por oposición, en el cuerpo de Técnicos Comerciales y Economistas del Estado y ocupó cargos relacionados con el comercio internacional en las negociaciones comerciales con el GATT y como consejero comercial de la Embajada de España en Chile. En julio de 1977 fue nombrado secretario general técnico del Ministerio de Economía y Hacienda, y en febrero de 1978 secretario general del Ministerio de Relaciones con las Comunidades Europeas, donde participó activamente, junto al ministro Leopoldo Calvo Sotelo, en las negociaciones para el ingreso de España en las Comunidades Europeas. En 1980 accedió a la secretaría general de la Vicepresidencia Económica del Gobierno y en 1981 fue designado secretario de Estado adjunto al Presidente. En septiembre de 1981 fue nombrado Ministro de la Presidencia. En febrero de 1984 comienza su etapa en el Banco Santander, entidad de la que es consejero desde 1988 y vicepresidente desde 1994. Es, además, miembro de la Comisión Ejecutiva del Grupo, consejero de Banesto, presidente de Banco Santander Totta en Portugal y consejero de otras sociedades. Es Presidente de la Fundación Príncipe de Asturias y del Consejo Social de la Universidad Carlos III de Madrid.

RUBIO GONZÁLEZ, Ana. Es, en la actualidad, economista jefe de Sistemas Financieros en BBVA Research, donde trabaja desde 2005. En BBVA ha participado en el análisis de los sectores económicos, prestando una especial atención al consumo, al sector inmobiliario y a los sistemas financieros. Entre 2002 y 2005 fue consultora en la empresa Oliver Wyman, en la unidad de Riesgo y Finanzas. Anteriormente trabajó en Arthur Andersen Corporate Finance. Es economista por la Universidad Complutense de Madrid y cursó el master CEMFI (Banco de España).

SAURINA SALAS, Jesús. Nacido en Lérida en 1966. Doctor en Economía por la Universidad Complutense de Madrid. Ha realizado los cursos de postgrado del CEMFI. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Barcelona. Actualmente, es director del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de España y miembro del *Advisory Technical Committee* del *European Systemic Risk Board* y del *Financial Stability Committee* del Banco Central Europeo/Eurosistema. Miembro de varios grupos dependientes del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Ha sido profesor asociado de la Universidad Carlos III de Madrid (1996-2000). Ha publicado numerosos artículos en revistas españolas (*Investigaciones Económicas, Moneda y Crédito,* PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA y *Estabilidad Financiera)* e internacionales (*American Economic Review, Review of Financial Studies, Journal of Financial Economics, Journal of Money, Credit and Banking, Journal of Financial Intermediation, Journal of Banking and Finance,* entre otras).

SUÁREZ, Javier. Es profesor permanente del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) desde 2001 (y profesor desde 1996), investigador del Centre for Economic Policy Research (CEPR) y el European Corporate Governance Institute (ECGI). Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid (1991) y doctor en Economía por la Universidad Carlos III de Madrid (1994). Tras una estancia postdoctoral en la Universidad de Harvard, trabajó como profesor en el Departamento de Economía de la London School of Economics y como investigador en el Financial Markets Group (FMG). Durante el año 2011, ha sido profesor visitante del Swiss

Finance Institute (Universidad de Zurich), profesor invitado del Banco de Japón e investigador visitante del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Su investigación y su docencia cubren principalmente las áreas de finanzas empresariales y economía bancaria, con especial énfasis en el análisis económico de la regulación bancaria, las aplicaciones de la teoría de contratos y la interrelación entre las imperfecciones financieras y la macroeconomía. Dispone de numerosas publicaciones científicas en revistas internacionales como: *Journal of Political Economy, Journal of Finance, Review of Economic Studies, Journal of Economic Theory, Journal of Monetary Economics,* y *Review of Financial Studies*. Ha sido miembro del consejo editorial de *Investigaciones Económicas* y *Review of Finance*, y pertenece al consejo editorial del *Journal of the European Economic Association*. En 2006 ganó el Premio Fundación Banco Herrero para investigadores menores de cuarenta años por su excelencia en la investigación del conocimiento económico, empresarial y social.

VALLELADO GONZÁLEZ, Eleuterio. Es catedrático de Economía Financiera y Contabilidad en la Universidad de Valladolid. Doctor en Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas por la Universidad de Valladolid y MBA por la Stern School of Business, New York University (Estados Unidos). Publica en las áreas de finanzas corporativas, banca y finanzas del comportamiento. Autor de varios libros y capítulos de libros, sus artículos de investigación han sido publicados en revistas nacionales e internacionales como *Journal of Banking and Finance, Applied Economics, Financial Review, ABANTE, Spanish Review of Finance and Accounting, Universia Business Review, Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*, entre otras. En la actualidad, sus líneas de investigación incluyen las finanzas y el gobierno corporativo tanto de empresas no financieras como de intermediarios financieros.

VIVES, Xavier. Es profesor de Economía y Finanzas, y director académico del Public-Private Sector Research Center del IESE. Es doctor en Economía por la Universidad de California, Berkeley. Ha sido profesor en INSEAD, Harvard, Universitat Autònoma de Barcelona, Universitat Pompeu Fabra, Universidad de Pennsylvania y New York University, y director del Instituto de Análisis Económico del CSIC (1991-2001). Es *Fellow* de la *Econometric Society* y de la *European Economic Association*. Director del *Journal of the European Economic Association* de 1998 a 2008, actualmente es co-director del *Journal of Economics and Management Strategy*. En 2008 le fue concedida la *European Research Council Advanced Grant*.

WHITE, Eugene N. Doctor en Ciencias Económicas por la University of Illinois-Urbana, desarrolla su investigación principalmente sobre temas relacionados con la intermediación bancaria y financiera en los Estados Unidos, los conflictos de intereses en la industria financiera, la microestructura de los mercados de valores y el auge y la caída de éstos. Ha sido *visiting fellow* del Departamento de Economía en Princeton University, *visiting lecturer* en la Universidad de Paris X Nanterre, *visiting associate professor* en la Stern School of Business (New York University), editor de la revista *Explorations in Economic History* y director del Departamento de Economía en la Rutgers University. Ha publicado en numerosas revistas internacionales como: *Journal of Economic History, Business History Review, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Explorations in Economic History, American Economic Review, European Review of Economic History, The Quarterly Review of Economics and Finance*. En la actualidad, es profesor de Ciencias Económicas en la Rutgers University, coeditor de las Series CIF en historia económica y financiera editadas por Yale University Press e investigador asociado del National Bureau of Economic Research.

WILSON, John O. S. Doctor en Economía por la University of Wales, su investigación se centra en la organización industrial, el sistema financiero europeo y las cooperativas de crédito de EE.UU. y Reino Unido. Es autor/co-autor de un importante número de libros, monografías, capítulos de libro y artículos. Ha publicado artículos en revistas de impacto como: *Journal of Banking and Finance, International Journal of Industrial Organization, Journal of Money, Credit and Banking* y *Manchester School*. En 2009 fue nombrado tesorero de la British Accounting and Finance Association (BAFA), y en 2010 ocupó el puesto de secretario general en esta institución. Actualmente, preside el Financial Markets and Institutions Special Interest Group de la BAFA. En junio de 2011, se incorporó a la Comisión de Cooperativas de Crédito establecida por el Gobierno irlandés, en la que se examina el futuro de las cooperativas de crédito en Irlanda y se llevan a cabo recomendaciones sobre la estructura regulatoria óptima para las cooperativas de crédito. Recientemente, ha sido nombrado editor asociado del *Journal of Money Credit and Banking*.

ZAMORANO VALIÑA, Joaquín. Es economista titulado del Servicio de Estudios del Banco de España y profesor de Macroeconomía del Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF). Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales, ha sido durante más de quince años profesor de Macroeconomía Superior en la Universidad Complutense. Fue jefe de expertos de la Comunidad Europea para la Coordinación Macroeconómica de MERCOSUR (2003). Es autor de varios libros. Ha publicado en diversas revistas como: *Perspectivas del Sistema Financiero, Revista del Colegio de Economistas, Boletín Económico del Banco de España* y PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, entre otras.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

BANCAJA (Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante).
BBK (Bilbao Bizkaia Kutxa).
CAIXA LAIETANA (Caixa d'Estalvis Laietana).
CAIXA ONTINYENT (Caja de Ahorros y M. P. de Ontinyent).
CAIXA PENEDÉS (Caixa d'Estalvis del Penedés).
CAJA CANARIAS (Caja General de Ahorros de Canarias).
CAJA CANTABRIA (Caja de Ahorros de Santander y Cantabria).
CAJA CÍRCULO (Caja de Ahorros y M.P. del Círculo Católico de Obreros de Burgos).
CAJA DE ÁVILA (Caja de Ahorros de Ávila).
CAJA DE BADAJOZ (M.P y Caja General de Ahorros de Badajoz).
CAJA DE BURGOS (Caja de Ahorros Municipal de Burgos).
CAJA DE EXTREMADURA (Caja de Ahorros y M.P. de Extremadura).
CAJA ESPAÑA Y CAJA DUERO (Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria, Caja de Ahorros y Monte de Piedad).
CAJA GRANADA (Caja General de Ahorros de Granada).
CAJA INMACULADA (Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón).
CAJA MADRID (Caja de Ahorros y M.P. de Madrid).
CAJA MURCIA (Caja de Ahorros de Murcia).
CAJA NAVARRA (Caja de Ahorros y M.P. de Navarra).
CAJA RIOJA (Caja de Ahorros de la Rioja).
CAJA SEGOVIA (Caja de Ahorros y M.P. de Segovia).
CAJASOL (M.P. y Caja de Ahorros de San Fernando, de Guadalajara, Huelva, Jerez y Sevilla).
CAJASTUR (Caja de Ahorros de Asturias).
CAM (Caja de Ahorros del Mediterráneo).
CATALUNYA CAIXA (Caja d'Estalvis de Catalunya, Tarragona i Manresa).
COLONYA CAIXA POLLENÇA (Caja de Ahorros de Pollença).
IBERCAJA (Caja de Ahorros y M.P. de Zaragoza, Aragón y Rioja).
KUTXA (Caja de Ahorros y M.P. de Guipuzkoa y San Sebastián).
LA CAIXA (Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona).
LA CAJA DE CANARIAS (Caja Insular de Ahorros de Canarias).
NOVA CAIXA GALICIA (Caixa de Aforros de Galicia, Vigo, Ourense e Pontevedra).
SA NOSTRA (Caja de Ahorros y M.P. de Baleares).
UNICAJA (M.P. y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga, Antequera y Jaén).
UNNIM (Caixa d'Estalvis Unió de Caixes de Manlleu, Sabadell i Terrassa).
VITAL KUTXA (Caja de Ahorros de Vitoria y Álava).

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA
N.° 128. El turismo en España
N.° 129. Aspectos económicos y sociales de la dependencia

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO
N.° 101. Cuestiones fiscales de las entidades de crédito
N.º 102. Basilea III y los nuevos retos de la regulación de solvencia

PANORAMA SOCIAL
N.° 13. Retos actuales de la sociedad española
N.º 14. El ocio de los españoles

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS
N.° 22. Galicia y Norte de Portugal. Claves económicas de una eurorregión

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA
N.° 224. El ahorro que no nos llega
N.° 225. Deberes para la próxima legislatura

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

En INTERNET: http://www.funcas.es/suscriptores/area.asp

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81
suscrip@funcas.es

AÑO 2011

Deseo suscribirme a:

	Euros
☐ *Papeles de Economía Española*	55,00
Números sueltos	17,00
☐ *Perspectivas del Sistema Financiero*	48,00
Números sueltos	17,00
☐ *Cuadernos de Información Económica*	66,00
Números sueltos	13,00
☐ *Panorama Social* (dos números)	25,00
Números sueltos	15,00
☐ *Estudios de la Fundación* (un ejemplar)	13,00

(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

☐ Contra reembolso del primer envío ☐ Giro postal núm ..... ☐ Cheque bancario

Nombre o razón social .....
Profesión, actividad o departamento .....
Domicilio ..... Teléfono .....
Ciudad ..... C.P. ..... Provincia o país .....
Fecha ..... Correo electrónico .....

☐ Domiciliación bancaria
Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará
LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre
en la siguiente Cuenta corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello,

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 596 57 96

9 778402 109102