



La autoridad macroprudencial: Poderes, alcance y rendición de cuentas

CHARLES A. E. GOODHART*

Ni el logro de la estabilidad de precios, ni la aplicación de supervisión microprudencial, condujeron a la estabilidad financiera general. Existe una brecha que necesita ser llenada por una autoridad macroprudencial (AMP), que debe tener los siguientes poderes: Modificar la composición de los activos del banco central; Ajustar márgenes (ratios) para influir en el comportamiento de la intermediación financiera; Proponer las enmiendas fiscales que afecten la intermediación financiera, y tener la obligación de comentar las propuestas que emanan de otras fuentes. Se argumenta que la AMP debe estar bajo la tutela del banco central, quien debe ocuparse de la prevención de la crisis de una manera operativamente independiente, mientras que la resolución de crisis debe ser responsabilidad del Tesoro. El problema se centra en cómo hacer que la AMP rinda cuentas. Se propone la adopción de un conjunto de “indicadores presuntos”, que al activarse requieran que la AMP tome medidas correctivas, o que explique por qué no sería necesario tomarlas.

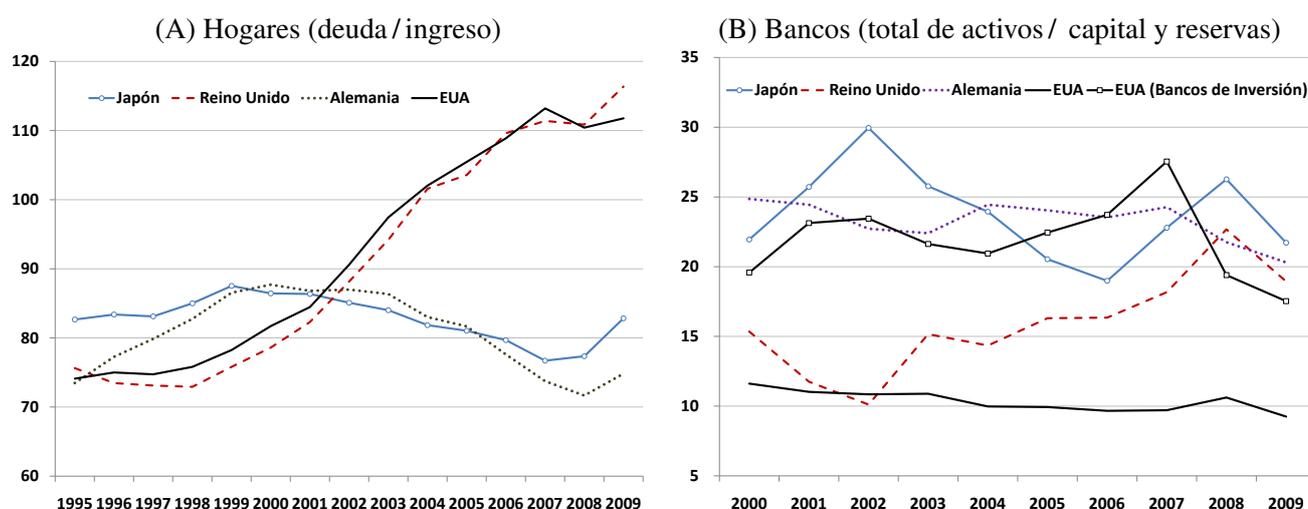
Palabras Clave : Supervisión macroprudencial, banco central, política gubernamental y de regulación, prevención y solución de crisis financieras.

Clasificación JEL : E42, E50, E58, G28.

La crisis financiera internacional, que comenzó a mediados de 2007 y que todavía persiste, llevó a la conclusión generalizada de que existía un eslabón perdido en la estructura global de la regulación financiera. La política monetaria se había concentrado, con éxito, en la estabilidad de precios y en la estabilidad macroeconómica general. Pero ello no fue suficiente para garantizar la estabilidad financiera, e incluso pudo ser perjudicial, tal como se advierte en Minsky (1977, 1982, 1986). La regulación microprudencial, propiciada a nivel internacional por el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria (Goodhart, 2011) e implementada nacionalmente por una variedad de organizaciones oficiales, se había centrado excesivamente en las condiciones y perspectivas de la intermediación financiera *individual* de cada banco. Se dio demasiado énfasis al logro e implementación del Acuerdo de Capital de Basilea II en bancos individuales y, en los Estados Unidos (EUA), en los bancos de inversión de gran tamaño.

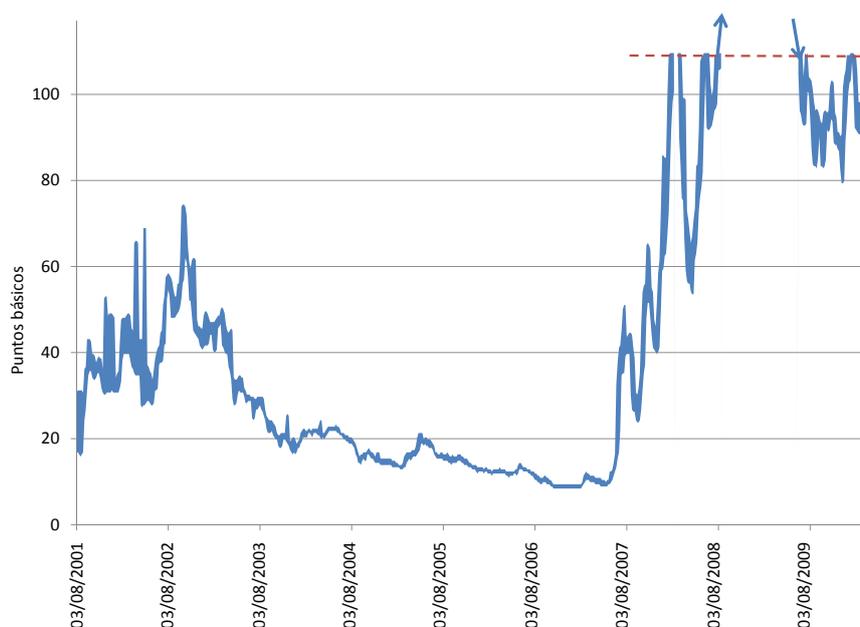
En conjunción con la creciente aplicación de la contabilidad a valor de mercado (*mark-to-market accounting*), el aparato regulador permitió que el sistema financiero en su conjunto llegue a ser

* Financial Markets Group, LSE, Houghton Street, London WC2A 2AE, United Kingdom (e-mail: caegoodhart@aol.com). El profesor Charles A. E. Goodhart expuso sobre este documento en el marco de las celebraciones por los 90 años de la creación del Banco Central de Reserva del Perú, en julio de 2012. La versión original en inglés de este artículo se encuentra en Goodhart (2011a).

GRÁFICO 1. Ratios de apalancamiento (porcentajes)

FUENTES: (A) Estimaciones del autor basadas en los datos de la OCDE. (B) Datos de la OCDE para EUA, Alemania y Japón; datos del Banco Mundial para Japón en 2009 y para el Reino Unido; para bancos de inversión de EUA se utiliza el promedio ponderado de Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Lehman Brothers (hasta el 2008) y Merrill Lynch de datos obtenidos de Bloomberg.

peligrosamente procíclico. Como se aprecia el Gráfico 1, los ratios de apalancamiento aumentaron en muchos países y de muchas formas. No sólo los reguladores fallaron en no notar los peligros latentes, sino que también lo hicieron los mercados, tal como se ilustra en la disminución de las tasas de los CDS (*Credit Default Swaps*) a su punto más bajo a principios de 2007, ver Gráfico 2.

GRÁFICO 2. Promedio de 5 años de los precios de los CDS para los 30 principales bancos globales

FUENTE: Bloomberg. Los bancos son: American Express, BBVA, Banco Santander, JPMorgan, Bank of America, Wells Fargo, Citigroup, BNP Paribas, Societe Generale, Credit Suisse, Commerzbank, Deutsche Bank, Morgan Stanley, UBS, Goldman Sachs, Credit Agricole, HSBC Bank PLC, Barclays, ING, Lloyds TSB, RBS, Nomura, Standard Chartered PLC, Mitsubishi UFJ Financial, Intesa Sanpaolo SpA, Sumitomo Mitsui Banking, Mizuho Corporate Bank Ltd, Royal Bank of Canada, Macquarie Bank Ltd, UniCredit SpA.

Incluso en términos de la resistencia y estabilidad de un banco en particular, los requisitos de Basilea II eran defectuosos. Los bancos Northern Rock y Anglo Irish estaban adecuados a Basilea II (ambos cayeron en insolvencia y fueron nacionalizados por sus gobiernos, respectivamente, en 2008 y 2009). Las ponderaciones por riesgo estuvieron relacionadas tanto a las presiones políticas (en particular relacionadas a las hipotecas residenciales y deudas soberanas, ¿es coincidencia que éstas hayan estado en el centro de la crisis?) como a la captura y manipulación de la industria financiera.

El problema de fondo es que los controles y las reacciones que pueden ser apropiadas a nivel individual de cada institución financiera pueden ser muy perjudiciales vistas como sistema. Frente a las condiciones financieras adversas, la reacción de un solo intermediario financiero consiste en replegarse a proveerse de liquidez, a vender activos (mientras tenga la oportunidad de hacerlo), y ser mucho más restrictivo para otorgar crédito. La regulación micro estructural a menudo refuerza estas tendencias, en parte alentando a los regulados a actuar de la misma manera y al mismo tiempo, en masa (Persaud, 2000; Wagner, 2010).

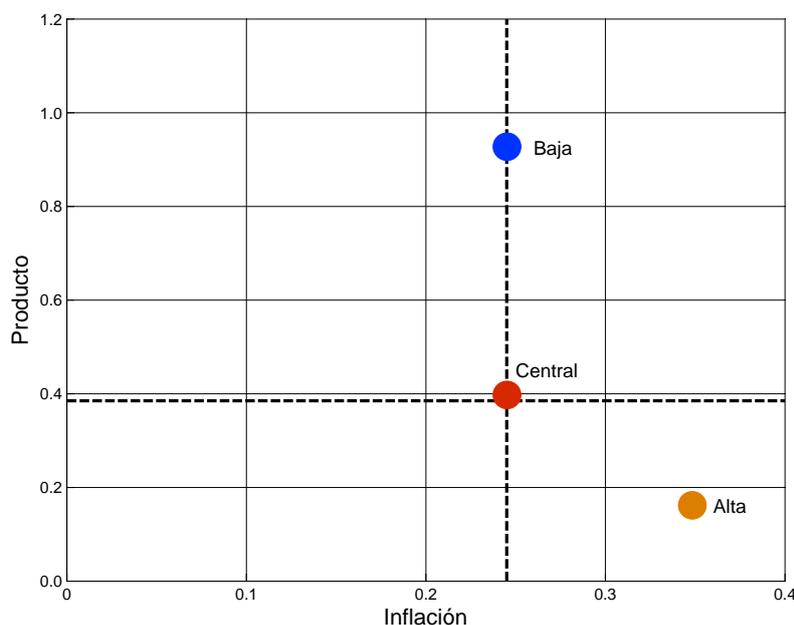
La respuesta obvia a este aparente problema es hacer que los reguladores y analistas de mercado piensen en forma sistémica, y no en términos individuales. Son las externalidades que surgen de las interacciones entre los intermediarios financieros, particularmente entre las entidades de importancia sistémica, las que siempre debieron ser el centro de la regulación. El no reconocer estas externalidades ha desfigurado la conducta de la regulación financiera desde su inicio.

Poco después de iniciada la crisis financiera en 2007, este tema empezó a estudiarse (Brunnermeier y otros, 2009) y es ahora ampliamente aceptado. Un nuevo enfoque, el macroprudencial, está siendo adoptado por las autoridades. Con la organización macroprudencial relevante se debería cerrar la brecha (ahora revelada) entre el banco central, en su rol de autoridad de política monetaria, y la autoridad microprudencial. Estas instituciones macroprudenciales están surgiendo rápidamente, en un gran número de países: el Comité de Política Financiera en el Reino Unido, el Comité de Supervisión de Estabilidad Financiera en los EUA, el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB, por las siglas de *European Systemic Risk Board*), entre otras.

En la mayoría de países, los bancos centrales tienen responsabilidades centrales en cuanto a la estabilidad financiera. Sin embargo, aparte de su capacidad de proporcionar liquidez a los bancos, y de vez en cuando a otras entidades, en forma de préstamos en su rol de prestamista de última instancia o de provisión urgente de liquidez, han tenido poca autoridad “macroprudencial”. Para tratar de llenar este vacío, aunque parcialmente, los bancos centrales han tratado de usar los poderes de la publicidad, con el fin de advertir a las instituciones financieras, al mercado y al público en general sobre peligros inminentes.

El primer Reporte de Estabilidad Financiera fue publicado por el Banco de Inglaterra en 1996. Desde entonces, este ejemplo ha sido seguido por la mayoría de los otros grandes bancos centrales y por el FMI (véase Cihak, 2006). Dichos informes usualmente toman la forma de advertencias generales, con poca o ninguna visión de acciones específicas por tomar. En consecuencia, los intermediarios y mercados financieros tomaron mucho menos en cuenta dichos informes de estabilidad financiera que los anuncios de política monetaria (minutas, informes de inflación, entre otros). Si la nueva autoridad macroprudencial (AMP) ha de tener impacto y capacidad de proporcionar estabilidad financiera sistémica, es necesario que cuente con los poderes necesarios para hacerlo. En la sección 1 se discute en qué consisten estos poderes.

Ha habido poca discusión sobre cuáles deberían ser estos poderes. Por el contrario, ya existe un amplio debate sobre el marco organizacional en el que puede operar una AMP. En particular, hubo mucha discusión sobre la división de poderes, especialmente entre el banco central, la AMP y la autoridad microprudencial, así como los roles relacionados a la estabilidad del sistema, del Tesoro, y de la autoridad que resuelve intermediarios financieros en dificultades, sobre todo si ésta debe ser independiente del banco central y/o de la AMP. Este análisis se detalla en la sección 2.

GRÁFICO 3. Brechas cuadráticas de proyección realizadas en junio 2007 por el Riksbank

NOTA: La brecha de inflación es el promedio de las brechas cuadráticas de inflación proyectada respecto a la meta. La brecha de producto es el promedio de las brechas cuadráticas de producto proyectadas. El horizonte de proyección es de dos años. El punto marcado como “Baja” denota una senda de tasas de interés baja respecto a la senda “Central” y la senda de tasas “Alta”.

Es más fácil delegar el objetivo de la política monetaria a un banco central independiente que delegar el objetivo de la estabilidad financiera. Esto es así porque:

- (i) Existe un objetivo central de mediano plazo: la estabilidad de precios (el teorema de que la curva de Phillips es vertical en el mediano plazo permanece inquebrantable).
- (ii) El objetivo de estabilidad de precios puede ser cuantificado (sujeto a cuestiones técnicas adicionales como la indexación apropiada, la reacción a desvíos anteriores de la inflación respecto a la meta, entre otros).
- (iii) Existe un instrumento principal, la tasa oficial de interés de corto plazo, que las autoridades pueden manejar para tal fin, satisfaciendo así la regla de Tinbergen sobre objetivos relativos a instrumentos.

Estas condiciones simplifican el ejercicio que las autoridades monetarias elegidas tienen que hacer para rendir cuentas por sus acciones. En efecto, este ejercicio inclusive puede llevarse a cabo a través de un esquema muy sencillo como el desarrollado en Riksbank (2009) sobre el promedio cuadrático de las brechas de las predicciones del PBI y de la inflación que resultan de ejercicios de proyección alternativos para la senda de tasas de política (ver Goodhart y Rochet, 2011, sección 4.1). El Gráfico 3 muestra un ejemplo para proyecciones realizadas en junio de 2007 por el Riksbank.

No se pueden hacer cuantificaciones similares para el objetivo de la estabilidad financiera. Si bien es cierto que hay varias medidas de estabilidad asociadas a partes aisladas del sistema financiero (por ejemplo, aquellas derivadas del monto de incumplimiento de pagos, las ligadas a la volatilidad de los retornos o precios de mercado o a las tasas de los CDS), no existe un indicador cuantitativo de estabilidad financiera general que sea ampliamente aceptado. En el mejor de los casos, se acepta una división binaria de las condiciones financieras expresadas como situaciones de crisis o no crisis; pero incluso en este caso, tanto las fechas de ocurrencia de crisis como su intensidad siguen siendo inciertas.

Además, a diferencia de la estabilidad de precios, existe una variedad de instrumentos que podrían ser utilizados para lograr la estabilidad financiera, como se discute en la sección 1. Entonces, ¿cómo puede hacerse para que una AMP rinda cuentas de las operaciones que le son delegadas y sobre las que tiene control independiente? A pesar de esta limitación, vamos a argumentar que la independencia operativa es tan esencial en este caso como en el proceso de fijación de la tasa de interés para la política monetaria que busca la estabilidad de precios.

La pregunta de a quién debe rendir cuentas la AMP es bastante fácil de responder en una sociedad democrática en la que las autoridades deben rendir cuentas ante el poder legislativo (o la comisión respectiva en el legislativo). Pero, ¿cómo debe evaluarse su desempeño? El legislativo no puede observar el tamaño de los choques a la estabilidad financiera, no puede discernir fácilmente cuáles de las diferentes medidas paliativas que podrían haber sido desplegadas, o los probables mecanismos de transmisión y los efectos globales de tales medidas, sino que sólo puede, en términos bastante generales y de incertidumbre, evaluar el estado actual de la estabilidad financiera. Éste es el tema de la sección 4.

1 LOS PODERES DE LA AUTORIDAD MACRO PRUDENCIAL

1.1 EL BALANCE DEL BANCO CENTRAL

En una crisis, el dinero es el “rey”. En las economías modernas, el banco central es el “más poderoso” monopolista que emite dinero, sobre todo hacia el sistema financiero. Una AMP por sí misma no tiene capacidad de generar dinero. Por lo tanto, ha de tener acceso al balance del banco central. Se argumenta en Buitier (2008, 2010) que dicha autoridad puede estar separada del banco central, pero debe tener la capacidad independiente de modificar su balance, sin obtener un permiso previo. Ello disminuiría la independencia y los poderes del banco central, hasta el punto en el que la AMP sería transformada en un segundo banco central. Esto sería constitucional e institucionalmente inviable, y podría crear conflictos en el núcleo del sistema regulatorio. Éste es el principal argumento de por qué una AMP tiene que estar situada dentro del banco central.

Tal ubicación, por sí misma, no resuelve el posible conflicto entre la estabilidad de precios y el objetivo de estabilidad financiera. Ambos, en gran parte, dependen del manejo y el control del balance del banco central. Sin embargo, hay una muy fina separación potencial entre los requerimientos de balance vinculados con los dos objetivos. La tasa de interés oficial de corto plazo está asociada con la base monetaria. Por ello, el tamaño total del balance del banco central debe estar controlado por el Comité de Política Monetaria (MPC, por las siglas de *Monetary Policy Committee*). Cuando las tasas de interés de política monetaria alcanzan su límite inferior de cero, una mayor expansión cuantitativa (*Quantitative Easing*) sigue siendo una función de dicho comité de política. Desde la Segunda Guerra Mundial, la mayor parte de los activos de los bancos centrales se mantuvo en la forma de deuda pública. En la medida que el banco central quiera y se sienta capaz de afectar la curva de rendimientos de las tasas de interés de la deuda pública mediante la variación de la maduración promedio de la deuda pública bajo su tenencia, dicho efecto sobre la curva es también competencia del MPC.

Si bien el manejo de una tasa de interés oficial requiere de una determinada cantidad de pasivos del banco central, la naturaleza y la forma de los activos equivalentes en el portafolio del banco central son, generalmente, irrelevantes para ese fin. Dichos activos pueden tomar la forma de préstamos al sector público, al sector privado y al resto del mundo. Los préstamos del banco central al resto del mundo, que son parte de las reservas oficiales de cada país, están estratégicamente determinados por el gobierno en la mayoría de países, con la actuación del banco central como agente en la gestión táctica. Por la misma razón, una AMP debería decidir sobre la forma y cantidad de los préstamos del banco central al sector

privado. Estos préstamos podrían adoptar varias formas: los préstamos de última instancia o provisiones de liquidez de emergencia hacia uno o más intermediarios financieros constituyen la forma más usual; la flexibilización crediticia (*Credit Easing*), implementada recientemente por la Reserva Federal con el fin de retornar a niveles de actividad normales a partir de mercados disfuncionales, es otro ejemplo. Por otra parte, en siglos pasados, el componente principal del balance de los bancos centrales estaba constituido por letras de cambio comerciales en lugar de deuda pública. Se pensaba entonces que la compra de estos “saldos reales” afectaba menos a la inflación y era más propicia para la estabilidad financiera que las tenencias de deuda pública (ésta fue la Doctrina de Saldos Reales, *Real Bills Doctrine*). Antes de 1914, los préstamos al sector privado, más que los préstamos al sector público, constituían la mayor parte de los balances de los bancos centrales.

Sin embargo, hoy en día hay un fuerte argumento que procede principalmente de EUA, como en Goodfriend (2009) pero también en Buitier (2010, 2011) en Europa, que señala que los préstamos al sector privado deben reducirse al mínimo o incluso evitarse por completo. Esta afirmación se basa en una serie de argumentos, algunos mejor fundamentados que otros:

(i) La compra de deuda privada es *Cuasi-Fiscal*.

Se presume de esta afirmación que el patrón de las compras de activos por parte del banco central altera la distribución de los rendimientos y retornos relativos, por lo que sólo se beneficia un segmento particular del sector privado. En otras palabras, la composición del balance general del banco central podría tener efectos distributivos, y dichos efectos de asignación son propiamente una función del Tesoro o del poder legislativo.

Hay problemas con este argumento. En la medida que el sistema financiero sea perfectamente eficiente, los rendimientos y retornos de todos los activos deberían estar en función de fundamentos (por ejemplo, el flujo de caja esperado). Así, modificar el balance de un agente relativamente pequeño en el mercado financiero no debería tener efecto sobre los precios relativos. Para que la composición del balance del banco central, incluyendo los préstamos de última instancia, tenga importancia tendrían que haber fricciones, información asimétrica e ineficiencias en el sistema financiero. De hecho, estas fricciones existen. Son precisamente dichas fricciones e ineficiencias las que requieren de la presencia de una AMP. Por tanto, aquéllos que creen que la política macroprudencial es necesaria también deberían creer que esto podría llevarse a cabo, al menos en parte, por medio de operaciones del banco central con activos del sector privado.

(ii) La compra de activos del sector privado es muy riesgosa.

A la luz de las recientes tribulaciones de la deuda soberana de los países periféricos de la zona euro, no es obvio que la deuda de largo plazo del sector público sea menos riesgosa que la deuda de corto plazo del sector privado. Hay una consideración adicional: el banco central se encuentra dentro del sector público. Por tanto, una pérdida (ganancia) del banco central derivada de los cambios en la valoración de la tenencia de deuda de su propio gobierno es, más o menos, contrarrestada por un cambio en el valor presente neto de la deuda del Tesoro.¹ El contribuyente no se ve afectado directamente, aunque los cambios asociados a las tasas de interés, por supuesto, tendrán un impacto.

En contraste, cuando un banco central presta al sector privado, los cambios en el valor de dichos préstamos se trasladan directamente a cambios en la deuda neta del sector público. La riqueza neta del país se mantiene sin cambios pero se desplaza el equilibrio entre los contribuyentes y otros agentes. Aún así, el tamaño de los préstamos del banco central al sector privado suele ser pequeño

¹ Cuando el banco central, como el Banco Central Europeo, posee la deuda de los estados afiliados, por supuesto habrán luego efectos diferenciados en los contribuyentes de cada estado miembro.

en relación con el endeudamiento global del sector público. Por otra parte, siempre y cuando el sistema financiero sea eficiente, con precios y rendimientos que dependan sólo de fundamentos, las compras y ventas hechas por el banco central tendrían un impacto mínimo en los precios relativos. Es sólo ante la presencia de fricciones e ineficiencias financieras que la intervención del banco central en el mercado podría tener un efecto importante en estos precios relativos. Es justamente en tales condiciones que las acciones macroprudenciales pueden ser efectivas y sería deseable que se realicen apropiadamente.

Dicho esto, los bancos centrales son a menudo culpados por intervenciones en las que se pierde dinero. Los recientes ataques al Banco Nacional de Suiza por su intervención en el mercado cambiario nos brinda un ejemplo. El deseo del banco central para obtener del Tesoro alguna indemnización previa contra las pérdidas en sus compras de activos, al margen de su propia deuda gubernamental, es más una función de autoprotección institucional que de validez económica. Sin embargo, la preocupación por la autoprotección se siente profundamente, y puede ser que se necesite que las reglas básicas para las intervenciones del banco central en los mercados del sector privado sean explicadas *ex-ante*.

(iii) Los mercados son relativamente eficientes.

En cierto sentido, este argumento es contrario a los dos anteriores, ya que la existencia de mercados tan eficientes puede hacer que la intervención del banco central aleje los precios y rendimientos de su equilibrio fundamental, en lugar de acercarlos. Si es así, la intervención de un inversionista relativamente pequeño no debería tener mucho efecto. Una vez más, es la existencia de fricciones financieras, de información asimétrica, de externalidades y de efectos sistémicos los que justifican dicha intervención.

Así, el primer instrumento macroprudencial que debe ser utilizado por los bancos centrales es la capacidad de intervenir con el fin de comprar o vender activos del sector privado, incluidos los préstamos a bancos o a otras instituciones financieras. La división de responsabilidades, donde el MPC fija el tamaño total del estado de balance del banco central y la AMP fija el componente del sector privado en dicho balance, tiene la connotación adicional de que los conflictos políticos entre los dos cuerpos (MPC y AMP) no deberían ser un problema serio. Por supuesto, las acciones de cada uno afectan el contexto en el que el otro opera. Por ejemplo, la AMP puede realizar cambios en los ratios de control, con lo cual puede subir o bajar las tasas de interés de acuerdo a si el ratio se aplica a prestamistas o prestatarios (por ejemplo, el ratio de préstamo a valor). No obstante, los problemas de coordinación entre el MPC y la AMP no serían más graves, o serían mucho menores, que los problemas de coordinación habituales entre la autoridad fiscal y la monetaria. En la práctica, se ha visto que los crecientes déficit y deudas del sector público, hasta el momento, no han evitado el buen funcionamiento de un MPC independiente. Desde esta perspectiva, la posibilidad de un conflicto potencial entre la AMP y el MPC no parece ser un tema importante, especialmente teniendo en cuenta la posible superposición de los miembros del comité.

1.2 RESTRICCIONES EN EL PROCESO DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Las restricciones a la intermediación financiera toman la forma de varios controles sobre la adecuación del capital y la tenencia de activos líquidos de los intermediarios financieros. En un sentido, estos controles pueden ser entendidos como requerimientos de margen o colaterales que afectan a la intermediación financiera. Pueden, además, estar acompañados por controles sobre el pago de dividendos y ciertas formas de remuneración (por ejemplo, bonos), así como por sanciones cuando los intermediarios no cumplen con los requerimientos de margen (capital/liquidez).

Estas restricciones ponen en una situación desfavorable a aquellos bancos que están obligados a cumplirlas. En este sentido, las restricciones directas son como impuestos (los que se discutirán en la subsección 1.3). En un sistema financiero global, sin controles de cambios, ¿hasta qué punto puede una sola AMP imponer penalidades e impuestos a sus propios intermediarios y a su mercado financiero sin perder gran parte de su actividad financiera? El argumento acerca de “igualar las condiciones de juego” ha sido siempre la idea más potente contra los intentos de las autoridades individuales de endurecer la regulación de su propia jurisdicción, y esto incluye específicamente a los EUA. En consecuencia, casi todos los intentos efectivos de imponer un ratio de requerimiento común, especialmente sobre el capital, se han tomado a nivel internacional, por ejemplo, por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, *Financial Stability Board*), que reemplazó al Foro de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Forum*).

En teoría, los controles de margen, por ejemplo, bajo la forma de ratios de adecuación de capital (CAR, por las siglas de *Capital Adequacy Ratio*), deben ser incrementados durante períodos de expansión del crédito o de aumentos en precios de activos, y deben ser reducidos durante fases recesivas; es decir, estos controles deben actuar de manera contracíclica (Borio, 2009; Drehmann y otros, 2010). Pero los ciclos financieros no son homogéneos en todos los países, como lo demuestra el avance de la crisis actual con EUA, Reino Unido, España, Irlanda e Islandia que tienen ciclos financieros mucho más fuertes que Alemania, Francia, Italia y Japón. La existencia de algún elemento contracíclico en la aplicación de los ratios de requerimiento empujaría a las autoridades nacionales a tener más responsabilidad en aplicar dichos ratios y afrontar de nuevo la cuestión de “igualar las condiciones de juego”.

En este último aspecto ha habido un paso adelante, potencialmente importante, que ha sido contrarrestado por un paso parcial hacia atrás. El avance se logró en un acuerdo reciente esbozado en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010) sobre amortiguadores contracíclicos. Los préstamos hacia un país anfitrión por un intermediario ubicado dentro o fuera de ese país deben sujetarse al ratio de capital que se aplica en dicho país. Por lo tanto, si Canadá, por ejemplo, incrementó el CAR a los préstamos comerciales en Canadá en un X% adicional, entonces un banco japonés que coloca dichos préstamos desde su oficina de Tokio tendría que aplicar el mismo CAR adicional de X% a dichos préstamos. Aunque esto complica un poco el cálculo administrativo de los CAR, los países tendrían más alcance para aplicar ratios contracíclicos que puedan variar en el tiempo.

El paso parcial hacia atrás se puede encontrar en las actuales propuestas de la Comisión Europea en las que los requerimientos de regulación de la Unión Europea toman en cuenta un conjunto de normas que no sólo proporcionan una armonización mínima (ningún estado miembro puede aplicar ratios menores de manera unilateral), sino también una armonización máxima (ningún país puede imponer mayores exigencias unilateralmente). Véase, por ejemplo, *Financial Times* (2011). Esto evitaría que cualquier estado miembro introduzca requerimientos adicionales de forma independiente. Hay que tener en cuenta que no existen barreras naturales que eviten la opción de crear ratios más granulares, contracíclicos y cambiantes en el tiempo dentro de las reglas de la Unión Europea, ni de ser puestas en práctica por acuerdo entre el regulador de la Unión Europea y la AMP de un estado miembro. Sin embargo, el entusiasmo por la aplicación de normas únicas y comunes para toda la Unión Europea da lugar a un fuerte sesgo hacia “una regulación única”. Éste es otro ejemplo de la tensión entre las diferentes condiciones nacionales (en los arreglos fiscales, legales e institucionales) que implican diferentes condiciones económicas y financieras versus el deseo de armonización monetaria y financiera en la Unión Europea.

Será interesante ver hasta qué punto el ESRB se centra en determinados puntos de peligro nacional o se limita, como lo hace el Banco Central Europeo en su búsqueda de estabilidad de precios, a evaluar algún promedio a nivel de la Unión Europea. Si la pequeña Grecia corría el riesgo de explosión financiera, mientras que la poderosa Alemania era robusta, ¿podría el ESRB declarar que el promedio estaba en buen

estado y por tanto no debía haber ninguna preocupación? Teniendo en cuenta el contagio observado tanto en el colapso del mecanismo de tipo de cambio fijo europeo (*European Exchange Rate Mechanism*) en el periodo 1991-1992 y en la crisis de la deuda soberana actual, apuntar a algún indicador promedio de la Unión Europea es difícil de justificar. Si, por el contrario, el ESRB explora las fragilidades potenciales mercado por mercado, país por país, entonces debe avalar la habilidad de las AMPs y autoridades microprudenciales de cada país para tomar medidas contracíclicas de forma independiente. Por ello, el ESRB y la Comisión Europea podrían entrar en conflicto acerca de la capacidad de los estados miembros para variar los ratios de requerimiento.

Debido a la preocupación por otorgar condiciones igualitarias para todos los países, el nivel mínimo de los CARs y de los ratios de liquidez deberán establecerse a nivel internacional, en Basilea. Un problema perenne es que el Comité de Basilea y el FSB siempre han evitado proponer cómo estos ratios pueden ser vinculantes, dado que la aplicación de sanciones es una prerrogativa nacional en un sistema Westfaliano (el sistema de estados soberanos de la actualidad). Si bien ello es comprensible, dicha postura ha sido de lo más lamentable (Goodhart, 2011). En la medida que la regulación se endurece, en un contexto donde ello es deseable, el diseño de escalas de sanciones (leves al principio, endurecidas poco a poco, y en última instancia que requieran de la intervención del Estado para hacerse cargo de la institución débil), necesita ser abordada con urgencia. Si los organismos internacionales siguen negándose a hacerlo, el problema tendrá que ser abordado por autoridades macro y micro prudenciales nacionales. Las sanciones por incumplimiento de CARs han sido aparentemente integradas en las propuestas actuales de las Directivas de Requerimiento de Capital IV (*Capital Requirement Directives IV*) de la Unión Europea.² Los detalles tendrán que ser evaluados para considerar cuán apropiadas pueden resultar estas sanciones.

En este aspecto, se propone aquí que la AMP nacional debe tener el poder de imponer requerimientos adicionales para el ratio de capital y de liquidez, dentro de su propio dominio, por encima de lo acordado a nivel internacional. Estos ratios deben ser capaces de cambiar de manera contracíclica y, además, ser tan granulares y sectoriales como las AMPs los consideren convenientes. Más aún, una AMP debe diseñar cuidadosamente las sanciones a los intermediarios que incumplan los ratios deseados. Ello es más importante en la medida que los organismos internacionales estén menos dispuestos a tomar acción.

Los ratios aplicados sólo a los bancos (y compañías de seguros) podrían penalizar la intermediación a través de este canal particular y fomentar la desintermediación financiera a través de subsistemas oscuros. De la misma manera, los mismos márgenes requeridos a transacciones con derivados (que deben fomentarse para ser realizados a través de contrapartes centralizadas o incluso en mercados bursátiles), pueden inducir la sustitución hacia transacciones fuera de mercado (*over-the-counter*). Como se argumenta en Kashyap y otros (2011), es necesario que haya un cierto grado de armonización en el control de márgenes entre bancos y no bancos, y entre mercados, ya sean formales o fuera de mercado. El argumento de “igualar las condiciones de juego” en arreglos institucionales es aplicable dentro de países, así como entre países. La imposición (asimétrica) de sanciones (impuestos) a los más visibles, grandes y probablemente los más eficientes puede tener un efecto cada vez mayor en la desviación de la intermediación hacia canales menos visibles, y posiblemente menos eficientes.

También existe la cuestión acerca de si los controles de margen deben imponerse principalmente en el prestamista, por ejemplo, el banco, o en el prestatario. Dado que el dinero es fungible, imponer dichos controles en A en lugar de en B sólo fomenta que B tome prestado y luego preste a A. Sin embargo, cuando los préstamos son colateralizados como es el caso de los préstamos hipotecarios, entonces se abaratan. Por tanto, restringir el crecimiento excesivo de tales préstamos a través de ratios de préstamo a valor o de préstamo a ingreso puede resultar efectivo.

² http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm.

A la fecha, los controles de margen en la forma de CARs y ratios de liquidez aplicados a bancos (y compañías de seguros) han estado en el centro de atención de los reguladores. En particular, si tales ratios tuvieran que ser incrementados considerablemente, se necesitaría un mayor análisis de la escala de sanciones por incumplimiento, y la posible aplicación de ratios similares a otros canales de intermediación y a algunos grupos de prestatarios (por ejemplo, hogares endeudados con préstamos hipotecarios).

1.3 TRIBUTACIÓN

En la sección 1.2 se señaló una correspondencia entre los controles de regulación directa (ratios de requerimiento de capital, por ejemplo) y los impuestos aplicados a la actividad bancaria. Para cualquier requerimiento regulatorio, con el apoyo de un conjunto de sanciones en caso de infracciones, existe un régimen fiscal (o regímenes) que se aplica a la misma base y que permite lograr el mismo objetivo. Por lo tanto, si las autoridades quieren que los bancos, por ejemplo, posean en promedio el 10% de capital de Nivel 1, se puede imponer un requerimiento mínimo de, digamos, un 8%, y sanciones suficientes cuando haya infracción que induzcan a que los bancos en promedio posean un 2% de margen extra, o se puede imponer un impuesto gradual a los ratios de capital por debajo de, digamos, 15% de manera que los bancos se decidan por el ratio deseado de 10%. En este sentido, un requerimiento puede ser considerado como el dual de un impuesto.

La capacidad de controlar tanto a los bancos como a su toma de riesgos por medio de impuestos y no por requerimientos directos tiene ventajas y desventajas. Una ventaja es que ofrece a cada institución (bancos), más posibilidades de optimizar su posición, sujeto a sus propias preferencias, condiciones y restricciones. Los requerimientos tienden a ser de un mismo tipo para todos los bancos, y cuando varían las características entre instituciones se usan criterios generales algo arbitrarios, como el tamaño. Otra ventaja, es que este enfoque proporciona ingresos a las autoridades fiscales correspondientes, mientras que los requerimientos directos por lo general no lo hacen (salvo las sanciones pecuniarias por infracción).

Este último punto es, sin embargo, también una desventaja desde el punto de vista de las autoridades macroprudenciales, nacionales o internacionales, ya que la imposición de impuestos es claramente un ejercicio fiscal y las AMPs no tienen competencia fiscal. Otro inconveniente de los impuestos como un medio para limitar la toma de riesgos es que, sin una considerable experiencia y experimentación, no se sabe muy bien qué resultados en promedio se puede obtener a partir de un impuesto, mientras que un requerimiento mínimo, con el apoyo de sanciones correspondientes, dará resultados ligeramente superiores al mínimo requerido de capital. Más aún, las instituciones más interesadas en asumir riesgos elegirán absorber más impuestos y mantener los ratios de capital más bajos, pero lo que se quiere es que idealmente una institución amante al riesgo desee verse obligada a mantener los ratios más altos. Contra ello se puede argumentar que por lo menos aquéllos que imponen el mayor riesgo a la sociedad por lo menos pagan más por ello (y el impuesto no tiene que aplicarse linealmente).

Al margen de las ventajas y desventajas, es notable cómo se prestó tan poca atención a la posibilidad de recurrir a los impuestos a los intermediarios financieros (o a la compra y venta de viviendas) como un potencial instrumento macroprudencial contracíclico, por lo menos antes de 2009. Esto se debió en parte a la creencia de que la regulación financiera operaba a través de la imposición directa de ratios de control, mientras que los impuestos eran un ejercicio fiscal distinto. El punto de que la regulación financiera se justifica por la existencia de externalidades socialmente adversas y que los impuestos (Pigouvianos) representan un remedio viable para tales externalidades, simplemente, no se tomó en cuenta.

Sin embargo, a principios de 2010 el presidente de EUA, Barack Obama, planteó el tema de que potencialmente se podrían imponer ciertos impuestos a los bancos (Calmes, 2010). A partir de entonces, la tributación de los bancos con fines regulatorios ha sido un tema común de discusión política. Desde

el punto de vista macroprudencial, sin embargo, una desventaja de las propuestas tributarias bancarias es que hay muchos otros motivos para gravar a los bancos, además de influir sobre su propensión a tomar riesgos. Estos impuestos aumentan los ingresos del sector público en momentos de elevado déficit fiscal y deuda pública. Una parte de dicho déficit / deuda se explica por el apoyo de los contribuyentes al frágil sistema bancario, por lo que gravar a los responsables de dicha fragilidad parece “apropiado”. Además, los bancos son castigados no sólo por su comportamiento, sino también por su excesiva remuneración, por lo que los impuestos bancarios pueden ser vistos como un mecanismo de resarcimiento, volviendo a la tributación bancaria políticamente popular. Una parte importante de toda actividad bancaria puede describirse como un mero juego “especulativo” que resulta “socialmente inútil”. En la medida en que dicho tipo de actividad pueda ser identificada, puede ser sometida a tributación.

En este entorno, el hecho de que algún tipo de tributación pueda cambiar el comportamiento de los bancos con respecto a la toma de riesgos, y alterar la estabilidad financiera del sistema bancario como un todo, puede potencialmente debilitarse. Un ejemplo fue la propuesta, que pronto se abandonó, de gravar a los bancos de la zona euro para así proporcionar algún apoyo del sector privado a la deuda soberana griega. Dado que gran parte del problema de la periferia de la zona euro proviene de la interacción entre deudas bancarias y soberanas, no es completamente obvio por qué la introducción de impuestos bancarios adicionales, por ejemplo, a los bancos irlandeses o españoles, sería una respuesta sensata.

En vista de los muchos potenciales propósitos de la tributación bancaria, el hecho de que los impuestos deban ser establecidos constitucionalmente por el poder legislativo correspondiente, y que cualquier propuesta sobre impuestos pueda ser desviada por grupos de interés particulares, entonces ¿cuál debería ser el papel de las AMP en relación a la tributación? Se propone aquí que las AMPs tengan un derecho y una obligación al respecto. El derecho radica en defender, ante los poderes ejecutivo y legislativo, las propuestas para imponer impuestos bancarios que, a su juicio, mejoren la estabilidad financiera del país. En virtud de las consideraciones anteriores, no se esperaría que tal derecho se ejerza con frecuencia. Además, cualquier ciudadano tiene el derecho de proponer un cambio en los impuestos, por lo que este derecho no es particularmente valioso. Sin embargo, en la medida en que una AMP gane credibilidad, su autoridad significaría que cualquier propuesta específica hecha por ella sería tomada en serio.

La obligación que aquí se sugiere es probablemente mucho más importante. La AMP debe tener el deber de evaluar las implicancias para la estabilidad del sistema financiero de cualquier propuesta que busque gravar a los intermediarios financieros o a las transacciones financieras realizadas en el país, y que presente dicha evaluación a través de un documento público a la comisión correspondiente en el legislativo. No se debe permitir que legislación alguna se adopte sin que una AMP provea una evaluación cuidadosa y profesional de sus efectos sobre la estabilidad financiera.

De la misma manera, la AMP debe tener el derecho de proponer leyes que puedan alterar las características estructurales del sistema financiero, tales como límites al tamaño o a las funciones de los bancos, y el deber de comentar las propuestas legislativas con los mismos efectos que emanan de otras entidades. La Comisión Independiente sobre Banca en el Reino Unido (Comisión Vickers) es un ejemplo. La AMP en dicho país (El Comité de Política Financiera) debe informar a la Cámara de los Comunes su punto de vista sobre las implicancias de sus recomendaciones para la estabilidad financiera.

Tales medidas estructurales también suelen incluir a aquéllas que puedan afectar los derechos relativos de los acreedores y deudores cuando quiebra un intermediario financiero, como por ejemplo (cambios en) los contratos de seguro de depósitos, las garantías de gobierno hacia distintas clases de acreedores, procedimientos de compensación, revisiones de las leyes de bancarrota aplicables a intermediarios financieros, entre otros. Una vez más, una AMP debe tener el derecho de hacer propuestas, y el deber de hacer comentarios, en público, sobre las propuestas presentadas por los demás.

Estas últimas medidas se refieren a circunstancias legales y estructurales relacionadas a la resolución de la crisis, mientras que toda la discusión anterior había sido acerca del papel de la AMP en la prevención de crisis. Esto nos lleva naturalmente al siguiente tema general.

1.4 RESOLUCIÓN DE CRISIS

Algunos aspectos sobre prevención de crisis tienen características fiscales como los impuestos (que influyen en el comportamiento bancario) pero la mayoría de elementos de prevención no van por el lado fiscal. Como se analiza en la sección 3, la independencia del banco central en este aspecto es tan convincente y deseable como la relación entre el MPC y la estabilidad de precios. Sin embargo, tiene razón George Osborne, el Ministro de Hacienda de Inglaterra, al enfatizar sobre la necesidad de distinguir entre el manejo de prevención de crisis y la gestión de la crisis misma. La resolución de crisis generalmente requiere asumir pérdidas, las que a menudo recaen sobre los contribuyentes. Por lo tanto, el control y la gestión de las entidades de resolución de crisis deben estar bajo el control directo del Tesoro.

Por otra parte, las competencias profesionales en los casos de resolución de la crisis son, ante todo, de carácter legal y contable, asociadas más a temas micro como la gestión de activos y la reducción de créditos deteriorados. En cambio, una AMP requiere competencias analíticas y económicas. En aquellos países con organismos especializados de resolución bancaria, como el FDIC (por las siglas de *Federal Deposit Insurance Corporation*) en EUA o la Oficina Sueca de Deuda Nacional, no existe ni sugerencia ni entusiasmo por fusionar estas entidades a una AMP o expandir las funciones del banco central.

No obstante, muchos países no han tenido previamente un régimen especial de resolución de instituciones financieras y muchos de ellos no tienen una organización lista para llevar a cabo los requerimientos resultantes para manejar este tipo de situaciones de crisis.

Las opciones parecerían ser tres. En primer lugar, crear un nuevo cuerpo independiente; segundo, incorporarlo dentro de la autoridad microprudencial existente; tercero, incorporarlo dentro del banco central o la AMP. La primera opción es la menos atractiva, ya que sería un desperdicio de recursos escasos, especialmente dado que las crisis son eventos de baja frecuencia. Una organización independiente tendría muy poco que ver con lo normal, pero se vería abrumada en los momentos de crisis. Desde esta perspectiva la segunda opción, incorporar la entidad de resolución dentro de la Autoridad de Servicios Financieros (FSA, por las siglas de *Financial Services Authority*) es preferible a la tercera opción. Los perfiles de habilidad requeridos coinciden más estrechamente. La necesidad de que el banco central y/o la AMP sea (en su mayoría) independiente del gobierno y de que la autoridad de resolución bancaria trabaje en estrecha colaboración con el Tesoro, son razones para la incorporación de la autoridad de resolución dentro de la FSA y no dentro de la AMP.

Sin embargo, en el Reino Unido se hizo lo contrario. Conforme a la *Banking Act 2009* se establece un régimen donde el Banco de Inglaterra es responsable de llevar a cabo las resoluciones de los intermediarios que están sujetos a dicha ley.³ Hubo relativamente poca discusión sobre si esto último era apropiado o no. Ahora que la FSA ha sido disuelta en el Reino Unido, y la Autoridad de Regulación Prudencial (PRA, por las siglas en *Prudential Regulation Authority*) está bajo la égida de la AMP del Banco de Inglaterra, tal vez haya una oportunidad para reconsiderar y reasignar la organización responsable de resolución bancaria de vuelta a la PRA, en vez de tenerla en el Banco de Inglaterra.

³ <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2009/1/contents>.

2 EL ALCANCE ORGANIZACIONAL DE UNA AUTORIDAD MACROPRUDENCIAL

Las funciones propuestas para una AMP cubren un campo algo nuevo, entre el banco central por un lado y la autoridad microprudencial por el otro ¿Cómo pueden organizarse las relaciones entre estas tres instituciones? Hay cinco posibilidades lógicas que se muestran a continuación (ver también BIS, 2011):

	Banco Central (BC)	Autoridad Macroprudencial (AMP)	Autoridad Microprudencial (FSA)
A	Independiente	Independiente	Independiente
B	Combinado con FSA	Independiente	Combinada con BC
C	Combinado con AMP	Combinada con BC	Independiente
D	Independiente	Combinada con FSA	Combinada con AMP
E	Combinado	Combinado	Combinado

Se descarta la opción B fácilmente. No hay ninguna razón válida para combinar el banco central y la autoridad microprudencial y crear una nueva AMP desde cero, sin trayectoria ni historia. Por la misma razón, la opción A, con tres entidades independientes, tampoco es deseable. Se requeriría la creación de un organismo completamente nuevo en sí mismo, lo que representaría un desperdicio de recursos, y daría lugar a potenciales problemas de coordinación. Existen también problemas con la opción D. Como se discutió en la sección 1, una parte importante y esencial de los poderes macroprudenciales envuelve la gestión de los activos del portafolio del banco central, a la vez que el banco central tiene responsabilidades por el correcto funcionamiento de los medios de pago y del sistema financiero que no pueden delegarse a un organismo distinto. Además, los perfiles técnicos del banco central y de la AMP son similares, pero diferentes a los de una autoridad microprudencial.

Por todas esas razones, como se argumenta en Goodhart y Rochet (2011), las únicas alternativas prácticas, una vez que se ha decidido establecer una AMP, son las opciones C y E, donde la AMP es parte del banco central, ya sea incluyendo a la autoridad microprudencial como parte de una autoridad unificada de supervisión general (opción E) o no (opción C).

Ambas opciones tienen ventajas y desventajas (ver Masciandaro y otros, 2008; Masciandaro, 2009; Pellegrina y otros, 2010, para mayor discusión). La opción E (todo es realizado por el banco central) simplifica el intercambio de información y la coordinación de las decisiones. Se debería lograr mayor eficiencia en el uso de recursos mediante la eliminación de superposiciones. Sin embargo, se magnifica la concentración de poderes, especialmente cuando se tiene que los gobernadores de los bancos centrales no son electos democráticamente. También aumenta la probabilidad del riesgo de reputación ya que ninguna agencia microprudencial puede prevenir todos los fraudes ni otras conductas indebidas. Tener la FSA y la AMP bajo la dirección del banco central significa que su gobernador pueda ser culpado personalmente por cualquier cosa que pudiera salir mal. En aquellos casos, y en los comités donde el gobernador y/o un grupo cohesivo de autoridades dominan, podría aumentar el peligro de influencia de grupo que lleve a enfocarse en una sola línea (posiblemente errónea) de análisis y política. En sus propuestas para Suecia, Goodhart y Rochet (2011) se muestran reacios a dar una preferencia entre estas dos opciones. La elección dependerá de la historia, las instituciones, la cultura y las preferencias de cada país.

Inevitablemente quedan algunos cabos sueltos. Por ejemplo, ¿dónde debe situarse la regulación de los mercados? Por un lado, el análisis de mercados y su operación son temas estándares en el conocimiento de economistas. Así, sobre la base de competencias profesionales, la regulación de los mercados financieros podría ir a la AMP. Por otro lado, dado que pueden regularse los mercados independientemente de las instituciones que interactúan en esos mercados, se podría argumentar que esta regulación debe permanecer con la autoridad microprudencial.

Alternativamente, la tradición americana ha sido tener mercados financieros separados y regulados de manera independiente, como la SEC (*Security Exchange Commission*) y la CFTC (*Commodity Future Trading Commission*). Algunos intermediarios financieros de gran tamaño, como los bancos de inversión Goldman Sachs, Morgan Stanley y similares, han sido supervisados por la SEC. En perspectiva, dicha supervisión fue algo laxa, lo que llevó a décadas de rivalidad y conflicto entre la SEC y los órganos de supervisión bancaria en EUA, y entre el Comité de Basilea y la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) a nivel internacional (ver Goodhart, 2011). Ahora que todos los demás bancos de inversión estadounidenses se han convertido en *holding* bancarios, se debería reducir tal rivalidad. Sin embargo, sigue siendo un tema en cuestión si la regulación del mercado financiero debe hacerse dentro de una AMP o de forma independiente a nivel nacional, y si el Comité de Basilea y la IOSCO deberían fusionarse o permanecer independientes a nivel internacional.

Surge además la pregunta de dónde situar la regulación de las operaciones de los negocios financieros y la protección del consumidor, si dentro o fuera de la FSA. En particular, en la medida en que el segmento microprudencial de la FSA esté bajo la dirección general de una AMP, hay una tendencia hacia el establecimiento de un órgano independiente, como en EUA o el Reino Unido, que se ocupe de este propósito. Dicha organización también debe tener fuertes vínculos con otras organizaciones antimonopolísticas y procompetitivas. Pero lo que parece menos lógico es juntar la regulación de los mercados financieros con la protección a los consumidores, como sucede ahora en el Reino Unido. Sin duda, los consumidores usan los mercados financieros, pero generalmente de manera indirecta, por ejemplo a través de fondos de pensiones, y a menudo vía asesores de inversión. Si bien los consumidores tienen un interés directo sobre el acceso a los mercados, las cuestiones más importantes se refieren a la capacidad de resistencia, eficiencia e interconexión de los mercados, y éstos son, o deben ser, temas de interés de los economistas que son parte del personal de la AMP.

Así que uno de los asuntos organizativos aún sin resolver es dónde situar la regulación de los mercados financieros. La mayor parte de los mecanismos adoptados hasta la fecha, tanto en el Reino Unido como en EUA, parece insatisfactoria en algunos aspectos. Esto ha complicado los acuerdos de cooperación internacional. Los presidentes de los bancos centrales, reunidos en su coloquio de Basilea, sentaron las bases de la regulación internacional estableciendo el Comité de Basilea en 1974. Ellos han mantenido el ritmo en Europa, con el ESRB siendo totalmente dominado por los bancos centrales y dirigidos por el Banco Central Europeo. Aun así, la regulación de las compañías de seguros y mercados han mantenido sus sociedades independientes, IAIS (*International Association of Insurance Supervisors*) y la IOSCO, y las europeas ESMA (*European Security and Markets Authority*) y EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*). De hecho, las sensibilidades han sido tales que un organismo de coordinación – el Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión (*Group of Governors and Heads of Supervision*) – tuvo que ser creado para conciliar las diferencias entre ellos. En un mundo más ordenado, todas las preocupaciones macro irían a una AMP, que se ocupa de todas las interacciones macro y de mercado, y todas las preocupaciones micro irían a una FSA si el intermediario es principalmente un banco, una compañía de seguros o un agente corredor de bolsa. Pero no vivimos en un mundo ordenado. La historia y el territorio importan, lo que continuará así. Los cabos sueltos permanecerán.

3 RENDICIÓN DE CUENTAS

Los procedimientos de gestión y rendición de cuentas para la resolución de crisis deben ser muy diferentes de los de la prevención de crisis. La resolución de crisis implica compartir la carga y eso a menudo incluye (posiblemente de manera temporal) impuestos a los contribuyentes, y debe estar directamente bajo el control del Tesoro. Por el contrario, los instrumentos que deben ser usados en la prevención de la crisis

son similares a los ajustes de tasa de interés oficial de corto plazo. Por ello, los mismos argumentos que se esgrimen para la independencia operativa del MPC se presentan a favor de la independencia de una AMP.

Así como el aumento de tasas de interés implica una política impopular de corto plazo (inconsistencia temporal), aumentar los ratios de requerimiento para controlar una burbuja en el precio de activos puede ser extremadamente impopular. La resistencia a propuestas referidas a aumentar la cuota inicial requerida para una vivienda o disminuir los ratios de préstamos a ingresos podría ser particularmente intensa, ya que inciden directamente en un segmento del electorado que los políticos están especialmente interesados en apoyar. De hecho, el objetivo de los políticos de EUA era ayudar a los desfavorecidos en la adquisición de viviendas, lo que representó un factor importante en el desencadenamiento de la crisis hipotecaria *sub-prime* (ver Wallison, 2011; Acharya y otros, 2011).

Una de las preocupaciones es que la impopularidad general de tomar medidas para controlar una burbuja de precios de activos es tal que dejarla a la discrecionalidad de una AMP independiente significaría que dichas medidas contracíclicas, si llegaran a utilizarse, serían muy leves. Quitarle algo a alguien justo cuando la situación parece ser buena, nunca es popular. En efecto, existe un fuerte argumento para reforzar la discrecionalidad con reglas.

La necesidad, por lo tanto, es separar los procedimientos de conducción, gobierno y rendición de cuentas pertenecientes a la resolución de crisis de aquellos ligados a la prevención. Esto no parece ser demasiado difícil. A menudo, la resolución de crisis es llevada a cabo por una organización diferente, por ejemplo, la FDIC en EUA o la Oficina Nacional de la Deuda en Suecia. Hemos sostenido anteriormente que la agencia de resolución de crisis no debe estar bajo el control directo de la AMP. Incluso cuando lo hace, como en el Reino Unido, los casos que implican resolución de crisis en vez de prevención son usualmente obvios y por tanto la composición del Comité de Resolución puede ser modificada para encajar con el tema en cuestión.

La propuesta de poner la prevención de crisis en manos de una AMP operativamente independiente y la resolución bajo el control del Tesoro y del legislativo, es muy diferente a la propuesta defendida por Buitter (2011, p. 3):

“El Tesoro debería estar en el centro de la estabilidad financiera. Esto debe ser obvio a partir de la experiencia de los años de crisis financiera iniciada en agosto de 2007. En cambio, el nuevo acuerdo propuesto coloca al Tesoro al margen. Propongo que el Ministro de Hacienda sea el presidente del Comité de Política Financiera (FPC), que el FPC no tenga la mayoría de miembros votantes desde la parte ejecutiva del Banco, y que el FPC sea constituido como un organismo estatal independiente que esté fuera del Banco de Inglaterra.”

En parte, las preferencias de Buitter sobre poner a la AMP bajo el control directo del Tesoro, en lugar del banco central, deriva de su disgusto de que el banco central lleve a cabo cualquier actividad “cuasi-fiscal” (Buitter, 2011, sección 7, pp. 14-15), tema abordado en la sección 1.1.

En la medida que exista una AMP operativamente independiente, ¿de qué manera puede rendir cuentas de sus acciones? En el caso de Inglaterra, se debatió mucho si el FPC (su AMP) iba a ser un comité dependiente del Directorio del Banco de Inglaterra (la “Corte”). La Corte tiene el control administrativo del personal, de la compensación, contratación y promoción, eficiencia de la organización y las disputas entre el personal de alto rango del Banco en su conjunto, y puede, y debe ciertamente extenderse en sus funciones para incorporar al FPC. Buitter (2011) tiene la opinión extrema de deshacer la Corte por completo. En cambio, Bingham (2011) apoya un papel más amplio de la Corte del que aquí se sugiere. La Corte no ha jugado prácticamente ningún rol, ni como autoridad de política ni como evaluador de políticas

desde el *Bank Rate Tribunal* en 1958, donde investigó sobre alegaciones de filtraciones a la prensa inglesa sobre cambios en la tasa de interés del Banco de Inglaterra. Es más, los nombramientos de miembros de la Corte no se han basado en la capacidad de los candidatos para evaluar políticas. La Corte pudo, en algunas ocasiones raras, haber sido utilizada como intermediario cuando se produjo una disputa entre el Banco y el Tesoro, pero ello estuvo más relacionado con la características de imparcialidad de sus miembros en lugar de sus méritos como hacedores de política económica.

Es difícil, casi imposible, creer que la participación de la Corte en las operaciones de la AMP haya significado ponerla en la posición de tener que opinar sobre la validez de las decisiones de política de la AMP. En realidad, si la AMP es llevada a investigación por la Corte se presume que la Corte estaría en desacuerdo en alguna política o procedimiento; por otro lado, que la Corte decida no llevar a cabo evaluaciones de la conducta de la AMP, aún teniendo la potestad de hacerlo, se interpreta como un apoyo tácito a la AMP. Esto lleva a la Corte sólo a dos estados: estar en conflicto con el Banco y su AMP o ser pasivo de responsabilidad por políticas donde no tuvo una participación significativa.

En cambio, una AMP debe rendir cuenta al poder legislativo a través de la comisión legislativa respectiva. Las investigaciones públicas sobre el accionar de la AMP deben llevarse a cabo y financiarse por el Tesoro, en coordinación con alguna comisión legislativa relevante, tal y como ocurre con el MPC del Banco de Inglaterra.

El problema principal no es sobre el procedimiento administrativo referido a quién debe rendir cuentas una AMP, sino que se trata de la gestión técnica sobre la forma cómo debe rendir cuentas. En el caso del MPC, existe un objetivo cuantitativo explícito para la estabilidad de precios, con un rango de tolerancia. Si se incumple la meta por lo general se requiere de una explicación formal de las razones por las que se produce este incumplimiento. En Inglaterra, esto se hace a través de una carta formal al Ministro de Hacienda. Además, existe un instrumento de política generalmente aceptado, la tasa de interés de corto plazo, que afecta a la economía a través de un mecanismo de transmisión relativamente conocido. Finalmente, existen proyecciones publicadas en reportes de inflación y en donde se describe qué inflación se espera en cierto horizonte y en dónde subyace una senda implícita de tasas de interés de política. Dentro de este marco de análisis, es relativamente fácil evaluar la política monetaria.

Por el contrario, aún no existe una forma estándar de cuantificar la estabilidad financiera. Hay una pléthora de instrumentos potenciales, desde intervenciones directas en el mercado como las medidas de expansión de liquidez y crédito, pasando por rangos completos de ajustes de márgenes de control, hasta cambios impositivos o estructurales, tal como se describe en la sección 1. Los mecanismos de transmisión de tales instrumentos no se conocen con tanta claridad. Por ejemplo, los efectos macroeconómicos de elevar los CAR a bancos son bastante ambiguos, y pueden variar desde efectos no significativos hasta apocalípticos. Virtualmente no existen proyecciones en los reportes de estabilidad financiera. En dichos reportes, se describe en detalle las preocupaciones sobre áreas donde hay fragilidad financiera pero hay poca discusión sobre la probabilidad de colapso o crisis en mercados específicos. Al igual que la sismología o la vulcanología, se evalúan tensiones crecientes antes de una erupción o terremoto, pero no se puede saber el momento exacto o la ubicación del evento de crisis por ocurrir. También, después de una crisis, siempre hay choques post-crisis remanentes antes de retornar plenamente a la normalidad (lo que se conoce como un proceso de volatilidad condicional autoregresiva o ARCH).

Entonces, ¿qué puede hacer el Tesoro o la entidad a la que la AMP rinde cuentas en estas circunstancias? Dado que existe incertidumbre en la medición de los aspectos relevantes de la estabilidad financiera y dada la impopularidad de responder contracíclicamente, se sugiere aquí que se debe prestar más atención a reglas de conducta establecidas para la AMP. Existen algunos indicadores presuntos que tienden a acompañar las burbujas en precios de activos. Estos indicadores son relativos al sector bancario

y son particularmente dañinos para la estabilidad financiera. Por ejemplo, el exceso de apalancamiento o la expansión desmedida del crédito. Un argumento algo similar ha sido propuesto por Enriques y Hertig (2010).⁴

El negocio bancario está cada vez más asociado al mercado inmobiliario, tanto residencial como comercial, en términos de generación de préstamos así como la creación de colaterales. Sin embargo, este hecho no es necesariamente inherente a los bancos. Antes de 1929-1933 el sistema bancario en EUA estaba más asociado al mercado de valores y a la actividad agrícola. En la medida que la focalización del negocio se mantenga girando en torno al mercado inmobiliario (residencial), es necesario contar con indicadores de crecimiento excesivo de este rubro. Por ejemplo, el precio de las viviendas o algún ratio que mida el tamaño de las deudas relativas al ingreso personal.

Cuando se aplican reglas de política, el comportamiento del sector privado cambia de acuerdo a la Crítica de Lucas o la Ley de Goodhart. Sin embargo, la propuesta aquí no es tener reglas duras sino basadas en indicadores presuntos. Cuando dos o tres indicadores presuntos señalen peligro, la AMP debe reaccionar tomando medidas adecuadas o explicar al público o a su entidad rectora, por qué no las toma.

En la actualidad, la opción más fácil para una AMP es discutir un conjunto de preocupaciones generales sobre la fragilidad financiera, sin tomar acciones específicas e impopulares al respecto. El propósito de reaccionar o explicar presentado en esta propuesta intenta cambiar esta inacción – la opción por defecto – hacia la acción. Los incentivos de la AMP están más alineados cuando a ella se le exige rendir cuentas. Por ejemplo, podría darse el caso que los indicadores presuntos establecidos indiquen una posible burbuja. En esta decisión binaria de reaccionar o explicar, la AMP por ejemplo puede enviar una carta indicando que no hay necesidad de frenar el apalancamiento o una burbuja inmobiliaria porque la situación está bajo control. Los mecanismos de rendición de cuentas son evidentes. Por supuesto, una AMP puede cumplir con la misión de responder a indicadores presuntos y aún así evitar la impopularidad política. Ello se puede hacer adoptando medidas mínimas; por ejemplo, elevar los CARs de 10% a un 10.05%. Además, en la medida que haya inexperiencia con medidas contracíclicas habrá una inevitable tendencia a experimentar con medidas modestas.

Es indispensable que la AMP produzca estudios analíticos sobre los efectos de sus instrumentos, de manera que se pueda realizar una calibración apropiada de las respuestas de política. Mientras tanto, es suficiente con lograr que una AMP sea una activa iniciadora de políticas en lugar de registrar pasivamente los eventos históricos. Una forma de fomentar acciones apropiadas en un entorno de conflictos de interés es separar el diagnóstico de la ejecución. El diagnóstico puede ser llevado por una institución que registre las fragilidades como la *Office of Financial Research* en EUA o la ESRB en la Unión Europea. Por otro lado, es una AMP la que tiene que tomar las medidas necesarias sobre la base del diagnóstico establecido.

⁴ Así, afirman que “proponemos mejorar la capacidad de respuesta en la supervisión de mercados requiriendo a los supervisores prudenciales actuar ante cambios en variables *proxy* observables del riesgo de mercado. Específicamente, crecimientos anualizados del ROE o el CDS de un intermediario financiero por encima de límites predefinidos y divulgados públicamente darían lugar a la obligación de los supervisores para investigar si ocurre una excesiva propensión al riesgo y/o a un deficiente manejo del riesgo. Es importante destacar que los supervisores deben mantener la discrecionalidad de limitar o incluso renunciar a las medidas correctivas, siempre y cuándo revelen públicamente las razones. Esta propuesta es original, al identificar un elevado ROE como factor de riesgo y destaca el comportamiento de los CDS en tiempos normales. Por el contrario, los debates actuales de reforma se centran en eventos extremos, tales como puntos de referencia (*benchmarks*) de solvencia, que son abrumadoramente difíciles de leer y generalmente dan a los supervisores financieros una elección entre “falsa alarma” en el momento equivocado o una reacción tardía” (pp. 6 y 28).

4 CONCLUSIONES

(A) Ni el logro de la estabilidad de precios a través de un MPC, ni la aplicación de la supervisión microprudencial a través de una autoridad pertinente, condujeron a la estabilidad financiera global. Hay un vacío que necesita ser llenado por una AMP.

El único instrumento macroprudencial utilizado hasta ahora ha sido la publicación de Reportes de Estabilidad Financiera. Si bien han sido valiosos, también han sido ineficaces.

(B) La AMP debería tener los siguientes poderes:

- (i) Alterar la composición de los activos del banco central, añadiendo (o disminuyendo) su tenencia de préstamos al sector privado. El argumento de que esas acciones son “cuasi-fiscales” y, por lo tanto, no deben ser realizadas, no es sólido.
- (ii) Ajustar márgenes (ratios de adecuación de capital, ratios de liquidez o préstamo a valor) para influenciar sobre la conducta de los intermediarios financieros. El argumento de que el uso de dichos poderes pone a la AMP en un difícil conflicto con el MPC tampoco es sólido.
- (iii) El derecho a proponer (al legislativo) modificaciones fiscales y estructurales afectando a los intermediarios financieros, y el *deber* de comentar dichas propuestas que emanan de otras fuentes.

(C) Debido a que la provisión de liquidez es simultáneamente una función clave del banco central y un componente integral en la prevención de crisis, la AMP debe estar bajo la tutela del banco central.

Que la autoridad microprudencial esté también bajo el control del banco central, o que permanezca independiente, es una cuestión nacional e histórica, con argumentos en cada lado. La pregunta más complicada se refiere a dónde situar la regulación de los mercados financieros.

(D) Los procedimientos para la prevención y resolución de crisis deben mantenerse separados. La prevención de crisis debe ser llevada a cabo por el banco central junto con la AMP de una manera operativamente independiente, por exactamente las mismas razones por las que un MPC es independiente. La resolución de crisis implica asumir pérdidas y, por ende, debe ser responsabilidad del Tesoro. El problema, es cómo hacer que una AMP rinda cuentas.

Se propone aquí la adopción de un conjunto de “indicadores presuntos”, que cuando se activen requieran que la AMP cumpla con las medidas correctivas, o que explique en público las razones por las que no se necesita tomar acción.

REFERENCIAS

Acharya, 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 University Press.

Bank for International Settlements (BIS) (2011), “Central bank governance and financial stability”, a report by a Study Group chaired by Stefan Ingves, Governor, Sveriges Riksbank.

Bingham, G. (2011), “Central Bank accountability”, carta enviada a la comisión de economía de la Casa de los Comunes (15 de junio). <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm201012/cmselect/cmtreasy/874/874we09.htm>

- Borio, C., (2009), “Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision”, *Banque de France Financial Stability Review*, 13, 31-41.
- Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud and H. Shin, (2009), “The fundamental principles of financial regulation”, *Geneva Reports on the World Economy*, 11, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) y Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Buiter, W. (2008), “Central banks and financial crises”, London School of Economics and Political Science, Financial Markets Group, Discussion paper 619.
- Buiter, W. (2010), “Reversing unconventional monetary policy: Technical and political considerations” en *SUERF Studies*, capítulo 3, 23-44, The European Money and Finance Forum.
- Buiter, W. (2011), “Accountability of the Bank of England”, *Global Economics View*, Citigroup Global Markets, 1 de junio.
- Calmes, J. (2010), “Taxing banks for the bailout”, *New York Times*, 14 de enero, capturado de <http://www.nytimes.com/2010/01/15/us/15tax.html>
- Cihak, M., (2006), “How do central banks write on financial stability?”, IMF Working Paper 06/163.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010), “Countercyclical capital buffer proposal”, Bank for International Settlements Consultative Document, July.
- Drehmann, M., C. Borio, L. Gambacorta, G. Jiménez, and C. Trucharte (2010), “Countercyclical capital buffers: Exploring options”, BIS Working Paper 298.
- Enriques, L. y G. Hertig (2010), “The governance of financial supervisors: Improving responsiveness to market developments”, European Corporate Governance Institute Law Working Paper 171/2010.
- Financial Times (2011), “Building defences for Europe’s banks: The EU must not set upper limits on capital requirements”, *Financial Times*, 20 de julio, capturado de <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/025fee32-b306-11e0-86b8-00144feabdc0.html#axzz2YBj1V2jn>
- Goodfriend, M. (2009), “Central banking in the credit turmoil: An assessment of Federal Reserve practice”, *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 1-12.
- Goodhart, C. A. E., (2011), *The Basel Committee on Banking Supervision: A History of the Early Years, 1974-1997*, Cambridge University Press.
- Goodhart, C. A. E., (2011a), “The macro-prudential authority: Powers, scope and accountability”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011(2), 97-123.
- Goodhart, C. A. E. y J. Rochet (2011), “Evaluation of the Riksbank’s monetary policy and work with financial stability 2005-2010”, Sveriges Riksdag, Reports from the Riksdag 2010/11:RFR5.
- Kashyap, A., R. Berner y C. A. E. Goodhart (2011), “The macroprudential toolkit”, *IMF Economic Review*, 59(2), 145-161.
- Masciandaro, D. (2009), “Politicians and financial supervision unification outside the central bank: Why do they do it?”, *Journal of Financial Stability*, 5(2), 124-146.
- Masciandaro, D., M. Quintyn y M. Taylor (2008), “Inside and outside the central bank: Independence and accountability in financial supervision - Trends and determinants”, *European Journal of Political Economy*, 24(4), 833-848.

- Minsky, H. (1977), “A theory of systemic fragility”, en Altman E. y A. Sametz (eds.), *Financial Crises*, capítulo 6, 138-152, Wiley.
- Minsky, H. (1982), *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M.E. Sharpe, Inc.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
- Pellegrina, D., D. Masciandaro y R. Pansini (2010), “Government, central bank and banking supervision reforms: Does independence matter?”, Paolo Baffi Centre, Research Paper, 2010-74.
- Persaud, A. (2000), “Sending the herd off the cliff edge: The disturbing interaction between herding and market-sensitive risk management practices”, *Journal of Risk Finance*, 2(1), 59-65.
- Riksbank (2009), “Principles for the evaluation of different monetary policy alternatives”, en *Material for Assessing Monetary Policy*, Sveriges Riksbank, 27-29.
- Wagner, W. (2010), “Diversification at financial institutions and systemic crises”, *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), 373-386.
- Wallison, P. (2011), *Dissent from the Majority Report of the Financial Crisis Inquiry Commission*, AEI Press.