

Ensayos Económicos

Fluctuaciones periféricas: notas sobre el análisis macroeconómico de Raúl Prebisch

Daniel Heymann

Incertidumbre y política económica: grandes problemas y pequeños modelos

P. Ruben Mercado

Instrumentos financieros imperfectamente sustituibles en un modelo de desarrollo económico

Agustín Filippo

Determinantes de la tasa interbancaria de préstamos en Argentina

Alejandra Anastasi, Pedro Elosegui, Máximo Sangiacomo

Reestructuración del sistema financiero: presentación sintética de un enfoque alternativo para la regulación financiera

Mario Tonveronachi, Elisabetta Montanaro

El ajuste estacional y los efectos del calendario doméstico en un agregado monetario para Argentina

Tamara Burdisso, Emilio Blanco, Mariano Sardi

Apuntes de la crisis global

Una segunda etapa de la crisis signada por la incertidumbre

Jorge Carrera, Federico Grillo

57

58

Enero - Junio de 2010



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Reestructuración del sistema financiero: presentación sintética de un enfoque alternativo para la regulación financiera

Mario Tonveronachi

Elisabetta Montanaro*

Universidad de Siena, Italia

Resumen

La regulación existente y los cambios que actualmente están proponiendo las autoridades públicas no resuelven, en nuestra opinión, las fragilidades endógenas creadas por la evolución de los sistemas financieros en las últimas décadas. Nuestra propuesta intenta refocalizar el sistema hacia la generación de fuentes de financiamiento para la economía que sean sustentables, limitar el tamaño de los intermediarios y del sistema financiero como un todo, reestablecer una genuina disciplina de mercado basada en la “libertad” de ir a la quiebra, reducir las interconexiones nacionales e internacionales entre operadores financieros, evitar arbitrajes regulatorios, e incrementar el margen de los reguladores para adaptar las reglas a las especificidades nacionales. Es crucial para nuestra propuesta la distinción entre instituciones financieras apalancadas y no apalancadas y la introducción de medidas regulatorias estructurales.

Códigos JEL: G18, G20, G28.

Palabras clave: mercados financieros, instituciones financieras, regulación financiera.

* Las opiniones vertidas en este trabajo son de los autores y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Emails: tonveronachi@unisi.it; emontanaro@unisi.it.

Restructuring the Financial System: a Synthetic Presentation of an Alternative Approach to Financial Regulation

Mario Tonveronachi

Elisabetta Montanaro

University of Siena, Italy

Abstract

The existing regulation and the changes that are currently proposed by the public authorities do not cope, in our opinion, with the endogenous fragilities created by the evolution of the financial systems in the last decades. Our proposal is intended to re-focus the system towards a sustainable funding of the economy, to limit the size of both the entire financial system and intermediaries, to re-establish a genuine market discipline based on the 'freedom' to go bankrupt, to reduce national and international interconnections among financial operators, to avoid regulatory arbitrages, and to increase the margins for regulators to tailor the rules to their national specificities. Crucial for our proposal is the distinction between leveraged and non-leveraged financial institutions and the introduction of structural regulatory measures.

JEL: G18, G20, G28.

Key words: financial markets, financial institutions, financial regulation.

I. Introducción

En este trabajo empezaremos por exponer los principales hechos estilizados que, en nuestra opinión, han caracterizado a la evolución de los sistemas financieros durante las últimas décadas. Luego, ofreceremos los lineamientos generales de una reforma regulatoria cuyo objetivo es afrontar las debilidades fundamentales del diseño actual.¹ Mientras que este último responde a un enfoque microprudencial, nosotros proponemos que la regulación sea coherente con la naturaleza sistémica de la fragilidad financiera. Por consiguiente, solicitamos al lector que juzgue nuestra propuesta, como las demás que hoy se ofrecen, analizando desde una óptica crítica la lógica de todo el diseño y su consistencia con el análisis del cual se desprende. Aunque es posible encontrar algunas de las medidas que proponemos en muchos otros estudios e informes publicados en los últimos tres años, sostenemos que nuestro enfoque tiene diferencias significativas y es más radical en su diseño completo.

En la Sección II ofrecemos un brevísimo resumen de los principales hechos estilizados que han caracterizado la dinámica de los sistemas financieros en las últimas décadas. La Sección III delinea los elementos generales que, en nuestra opinión, deberían caracterizar a un esquema regulatorio. La Sección IV presenta los detalles de las medidas estructurales y prudenciales de nuestra propuesta. La Sección V incluye las conclusiones.

II. Hechos estilizados

En décadas recientes la morfología de los sistemas financieros ha sido modelada por dos fuerzas principales: la liberalización de los flujos de capitales internacionales y un nuevo enfoque hacia la regulación basado en un régimen de *laissez faire* respecto de la generación y asignación del riesgo. Nuestro análisis se focaliza en la regulación financiera.

Las principales características del sistema financiero resultante son las siguientes:

¹ Una versión previa tanto del análisis como de la propuesta se encuentra en Tonveronachi y Montanaro (2009). Para una discusión más general de nuestra posición analítica y de políticas regulatorias, vea Montanaro y Tonveronachi (2008, 2009) y Tonveronachi (2010a, 2010b).

- Altos retornos financieros, que llevaron a la profundización financiera (*financial deepening*) a un nivel nunca antes visto. El tamaño de las finanzas se ha convertido *per se* en una amenaza sistémica a toda la economía.
- Enorme expansión de la pirámide financiera que se ha concentrado principalmente en los activos financieros, mientras que los instrumentos monetarios permanecieron casi estables en términos del PIB.
- Activos financieros, y en particular los derivados, a menudo caracterizados por un inevitable *mispricing* del riesgo, que generan un tipo inferior de liquidez. Los períodos prolongados de liquidez en apariencia abundante se ven seguidos por períodos de iliquidez extrema súbita.
- Mayores conexiones entre las instituciones tomadoras de depósitos y los mercados, que genera una liquidez secundaria de menor calidad.
- Un volumen muy superior de activos volátiles financiados con deuda, que convierten a la formación de burbujas de activos seguidas por deflación de deuda en una característica endógena del sistema.
- Notable aumento de la interconexión financiera entre los diversos componentes del sistema económico, no sólo dentro del sector financiero.
- Naturaleza sistémica del tamaño de muchos intermediarios financieros, que va mucho más allá de cualquier justificación de eficiencia. El tamaño y la interconexión amplifican el contagio durante las crisis.
- Naturaleza sectorial de la regulación, sumada a la libertad para crear y asignar riesgos, que redundan en la presencia de operadores financieros no regulados cuya importancia crece junto con los costos de la regulación.

III. Naturaleza y objetivos generales de un esquema regulatorio efectivo

Un esquema regulatorio efectivo se debería fundamentar en los siguientes principios:

- Las reglas e incentivos deben orientar la asignación de fondos para financiar un crecimiento y desarrollo sustentables de la economía.

- La regulación financiera debe garantizar la estabilidad y eficiencia de la esfera financiera conteniendo y monitoreando los riesgos sistémicos (enfoque de arriba hacia abajo). No debería ser función de la regulación fortalecer cada institución financiera mediante el dictado de reglas sobre cómo medir y cubrir los riesgos (enfoque de abajo hacia arriba). La regulación debe diseñar los límites aplicables a las acciones permitidas a los operadores y luego dejar que las instituciones operen libremente dentro del entorno restringido. La morfología resultante debe ser compatible con una disciplina de mercado que imponga la posibilidad de quiebras de instituciones financieras.
- La regulación debe constar de un conjunto limitado de reglas simples. La supervisión debe tener un mandato claro y tolerable para monitorear y sancionar el incumplimiento de las reglas.
- Los retornos financieros deben contenerse para limitar una expansión excesiva de las actividades financieras y para evitar un desequilibrio dinámico entre el crecimiento real y los retornos financieros.
- La profundización financiera debe ser compatible con una autonomía efectiva de las políticas monetaria y fiscal, de manera que éstas no se subordinen a necesidades puramente financieras. El tamaño y la volatilidad de la pirámide financiera deben ser compatibles con políticas dirigidas principalmente a salvaguardar las necesidades del sector real, también en épocas de tensión.
- El tamaño y la interconexión de las empresas financieras deberán reducirse a niveles que no planteen riesgos sistémicos. La auténtica disciplina de mercado consiste en dejar que las firmas financieras puedan quebrar.
- La regulación financiera debe comprender todas las finanzas dado que éstas trascienden al sector financiero. Entre otras cosas, esto significa que no deberá permitirse a los operadores no financieros actuar *de facto* como intermediarios financieros.
- Una regulación financiera efectiva debe incluir reglas fiscales y normas contables congruentes.

IV. Elementos de un nuevo marco regulatorio

Dadas estas premisas, proponemos un esquema para una nueva regulación del sistema financiero, basado principalmente en un enfoque estructural.

IV.1. Contención del riesgo

- *Al aprobar nuevas instituciones e instrumentos, los reguladores deberían seguir criterios que equilibren la utilidad para la economía real con las potenciales amenazas a la estabilidad general.*

Deberán reinsertarse medidas regulatorias estructurales, pasando de una regulación basada en la medición del riesgo a otra basada en el control del riesgo. Si algunos tipos de riesgos son difíciles de evaluar o plantean amenazas sistémicas y ninguna cobertura a nivel micro resulta efectiva para contener sus consecuencias, sencillamente no deberá creárselos o, en cualquier caso, deberá impedirse que se transformen en riesgos sistémicos. En otras palabras, los riesgos deben limitarse a tipologías y niveles que puedan gestionarse a nivel micro (intermediarios), y monitorearse y contenerse a nivel sistémico (autoridades). Los aspectos cuantitativos de la creación y asignación del riesgo son quizá más cruciales que los cualitativos. Las siguientes reglas consideran los aspectos cuantitativos de la contención del riesgo.

IV.2. Instituciones apalancadas y no apalancadas

- *La regulación debe diferenciar a las instituciones con y sin apalancamiento. Las instituciones apalancadas son intermediarios que toman deuda de cualquier tipo.²*

Esta distinción deriva de dos tipos de fragilidad vinculada con el apalancamiento. Primero, se necesitan límites al apalancamiento para contener el tamaño y el crecimiento de la pirámide financiera. Segundo, los activos volátiles financiados con deuda generan serias amenazas de ciclos de burbujas de activos y deflación de deuda.

² Las compañías de seguros no están incluidas en esta categoría. La presente propuesta no considera, por el momento, al sector de los seguros excepto por los puntos específicamente considerados más adelante.

IV.3. Instituciones apalancadas

- 3.1. *Las operaciones de trading están prohibidas para las instituciones apalancadas. Los grupos o holdings financieros en los que hay una institución apalancada tienen prohibido incluir instituciones no apalancadas que realicen operaciones de trading.*

Las operaciones de *trading* plantean tres conjuntos de problemas para las instituciones apalancadas. Primero, aumentan considerablemente la interconexión tanto dentro del sector apalancado como entre este sector y el no apalancado, de ahí los mayores riesgos de contraparte y las mayores posibilidades de contagio. Segundo, generan conflictos de intereses que ningún tipo de “muralla china” puede eliminar *de facto*. Tercero, pueden absorber dosis sustanciales de recursos, que requieren grandes dimensiones o desvían a estas instituciones de su función primaria de intermediación entre agentes económicos en superávit y en déficit. Esta regla también constituye un paso hacia la limitación *de facto* del tamaño de los intermediarios financieros.

- 3.2. *Las instituciones apalancadas pueden utilizar derivados financieros sólo a los fines de la mitigación del riesgo. Deben identificar el ítem específico en su balance que está sujeto a cobertura, sobre el cual se permite utilizar sólo un producto derivado para cada tipología de riesgo. Estos contratos derivados deben retenerse hasta su vencimiento.*

Esta regla debería contener el uso de instrumentos derivados dentro de límites fisiológicos.

- 3.3. *Las instituciones apalancadas no pueden tener participaciones de ningún monto en instituciones no apalancadas que realicen operaciones de trading.*

Esta regla significa que las instituciones apalancadas no pueden poseer activos relacionados a operaciones de *trading*. Por lo tanto, se excluye el arbitraje regulatorio entre instituciones con regulaciones diferentes.

- 3.4. *Las instituciones apalancadas no pueden ejercer ninguna influencia directa o indirecta en la gestión de las empresas no financieras. La posesión de acciones y otras participaciones se restringe siguiendo criterios de diversificación de cartera.*

- *3.5. Las instituciones financieras no apalancadas y las firmas no financieras pueden tener participaciones en las instituciones financieras apalancadas pero les está prohibido incidir de forma directa o indirecta en la gestión de las instituciones apalancadas.*

El objetivo de las reglas 3.4 y 3.5 es desconectar a los tres sectores en relación al gobierno corporativo y a la propiedad. Además, estas reglas deberían ayudar a cada tipo de empresa a focalizarse en su línea de negocios.

- *3.6. Las instituciones apalancadas pueden distribuir los productos financieros de las instituciones no apalancadas y de las compañías de seguro.*
- *3.7. No están autorizadas las transacciones intragrupo.*

De este modo, se frenan tanto el contagio interno como las transferencias indebidas de ganancias y los conflictos de intereses.

- *3.8. Se requerirá consolidación contable en los casos en que, además de ser titular de una participación mayoritaria, la institución apalancada ejerza algún tipo de influencia en la gestión de otra entidad financiera o asuma alguna obligación que pudiera eventualmente traducirse en compromisos de financiar su actividad.*
- *3.9. Se prohíbe contabilizar los derivados financieros, pasivos contingentes y compromisos como rubros fuera del balance.*

Las reglas 3.8 y 3.9 resultan necesarias para evitar elusiones regulatorias dado que, de acuerdo con las reglas 3.10-3.13, los requisitos de apalancamiento y liquidez deberían aumentar con el tamaño.

- *3.10. Se imponen ratios máximos de apalancamiento. Se define al ratio de apalancamiento como la relación entre los activos no ponderados y el Capital Básico (Net Upper Tier 1). Este último es el capital accionario más las reservas, neto de participaciones y de los activos fijos. Se fijan diferentes máximos de apalancamiento para las carteras de préstamos y de inversiones. El apalancamiento máximo para la cartera de inversión es inferior al permitido para la cartera de préstamos. El valor de la cartera de inversiones se define a precios de mercado.*

- *3.11. Los requisitos de apalancamiento máximo guardan relación con las categorías de intermediarios definidas en términos de intervalos de tamaño. Cuanto mayor es el tamaño, significativamente más bajo es el ratio de apalancamiento máximo permitido. El tamaño se refiere al balance consolidado distinguiendo entre cartera de préstamos y cartera de inversiones.*

El principal objetivo de las reglas 3.10 y 3.11 es hacer costosos el crecimiento rápido y las grandes dimensiones y crear incentivos para la actividad de préstamos. Tienen, además, características contracíclicas.

- *3.12. Se introducen límites a los descalces de plazos.*

- *3.13. Se introduce un requisito de liquidez bajo la forma de efectivo y deuda pública con riesgo soberano no superior al del país de origen. El requisito de liquidez es una función creciente tanto del valor de los activos totales como de la brecha de financiamiento minorista.³ El requisito de liquidez debe ser congruente con eventos sistémicos. El requisito antes mencionado adopta la forma de reservas depositadas en el banco central. Estas reservas no pueden movilizarse y, cuando son en efectivo, se remuneran de acuerdo con la tasa de depósitos decidida por la autoridad monetaria.*

Junto con las reglas de apalancamiento, esta regla busca limitar el tamaño de los intermediarios y su crecimiento acelerado y establecer requisitos contracíclicos. Su objetivo es también fortalecer el accionar de la autoridad monetaria.

- *3.14. Los ahorros sobre los requisitos de capital, liquidez y provisionamiento derivados de la transferencia del riesgo se admiten solamente cuando todos los riesgos se desvían integralmente a sujetos no conectados, es decir, sólo si no subsisten riesgos residuales y no existen nuevas obligaciones vinculadas a ellos.*

Esta regla se propone impedir la creación de vehículos *ad hoc* para eludir la regulación. Cuando se completa la transferencia del riesgo, también elimina el riesgo moral para los compradores de activos titulizados.

- *3.15. Se introducen dos tipos de Reservas, para las carteras de préstamos y de inversiones. Estas reservas no se incluyen en el Capital Básico (Net Upper Tier 1). El provisionamiento para la cartera de préstamos se basa en las pérdidas*

³ La brecha de financiamiento minorista se define como (Préstamos – Depósitos Minoristas)/Préstamos.

esperadas computadas a lo largo del ciclo. El provisionamiento para la cartera de inversiones proviene de las ganancias no realizadas a su valor de mercado. Las pérdidas crediticias y de mercado, realizadas y no realizadas, agotarán la respectiva reserva. Sólo si las reservas no fueran suficientes, la diferencia se imputaría a la cuenta de ingresos. El tratamiento fiscal de las provisiones debe respetar las normas de supervisión y no viceversa.

El objetivo de estas reservas es proteger al máximo la cuenta de ingresos, y por consiguiente las ganancias distribuidas y también el capital, de los cambios a corto plazo en la solvencia y el precio de los activos de los deudores.

- *3.16. Deberán respetarse todos los requisitos regulatorios tanto desde el punto de vista individual como consolidado de las entidades financieras apalancadas.*
- *3.17. Para las instituciones apalancadas tomadoras de depósitos, será obligatorio un esquema de seguro de depósito con respaldo público. Las primas de seguro diferenciadas derivarán de métodos simples de tipo CAMEL.*

El principal objetivo de esta regla es darle a las instituciones apalancadas el beneficio de menores costos de financiamiento que equilibren la pérdida de retornos provocada por una regulación rígida. La crisis actual también ha dejado en claro que, en última instancia, son los contribuyentes que, como mínimo, garantizan estas deudas. Por último, una red de seguridad pública explícita unida a procedimientos de resolución claros (vea la regla 9, más abajo) hace que resulte mucho más rápido y más transparente gestionar intermediarios en dificultad que recurrir a intervenciones *ad hoc* impuestas por la crisis.

IV.4. Instituciones no apalancadas

- *4.1. Las instituciones financieras no apalancadas deben cumplir con reglas sobre la composición de los activos y con requisitos mínimos de liquidez de acuerdo a la función declarada. Estos ratios aumentarían con el tamaño.*

El objetivo general de esta regla es alcanzar a un gran número de operadores con estrategias de inversión heterogéneas.

- *4.2. Las reglas contables antes enunciadas para las instituciones apalancadas, relativas a la consolidación, operaciones fuera del balance y transferencias del riesgo, también se aplican a las instituciones no apalancadas.*

IV.5. Derivados financieros

- *Todos los contratos de derivados financieros deben negociarse en mercados organizados.*

IV.6. Mercados

- *6.1. Cuando se aprueben instrumentos financieros para su negociación en un mercado, la autoridad de supervisión competente obligará a los mercados a adoptar estándares de transparencia estrictos y no permitirá instrumentos que sean difíciles de valorar.*
- *6.2. Se deberán respetar pisos mínimos para los requisitos de descuento (haircut) y margen, a niveles consistentes con la alta volatilidad histórica de mercado.*
- *6.3. Las autoridades de supervisión de los mercados organizados pueden imponer topes cuantitativos y límites de acceso para los contratos de derivados financieros.*

Las reglas 6.2 y 6.3 deberían contener tanto el tamaño como la volatilidad de la pirámide financiera.

IV.7. Empresas no financieras

- *Las empresas no financieras, de manera directa o a través de sus divisiones financieras, no pueden operar en el campo de los intermediarios financieros apalancados y no apalancados.*

Esta regla debería impedir que el sector no financiero se convierta en un vasto sector financiero no regulado.

IV.8. Transparencia

- *La información falsa respecto de los requisitos regulatorios brindada a las autoridades de supervisión se considerará como fraude corporativo y estará sujeta a juicio con sanciones penales.*

Esta regla complementa los requisitos de transparencia tradicionales que consideramos insuficientes como incentivos contra la elusión de las reglas sistémicas aquí propuestas.

IV.9. Resolución de crisis

- *Serán necesarios procedimientos claros y obligatorios de resolución de crisis para las instituciones apalancadas que obliguen a transferir las pérdidas a los accionistas y acreedores sin garantía.*

IV.10. Instituciones financieras multinacionales

- *10.1. Las instituciones financieras y no financieras tienen prohibido cualquier tipo de relación financiera directa o indirecta con países cuyas instituciones y mercados no posean una regulación financiera homogénea con la propia.*
- *10.2. Las instituciones financieras extranjeras sólo pueden funcionar como subsidiarias registradas de acuerdo con las leyes del país en el que están instaladas. Las subsidiarias deben cumplir con los requisitos regulatorios impuestos por el país en el que funcionan sobre una base local. Están prohibidas las transacciones intragrupo de cualquier tipo.*

Esta regla debería limitar el contagio desde y hacia la casa matriz y facilitar la resolución de crisis de intermediarios multinacionales.

IV.11. Poderes y responsabilidad de los supervisores

- *Los supervisores no podrán cambiar las reglas existentes, atribución que le corresponderá al poder legislativo, que es la única autoridad regulatoria. Si surgiera un problema de interpretación, las autoridades de supervisión deberán someter el tema a la autoridad regulatoria. Todas las autoridades de supervisión harán públicas sus deliberaciones y deberán someterlas al escrutinio del parlamento sobre una base trimestral. En estas instancias, informarán sobre la eficacia del aparato regulatorio existente para cumplir las metas de regulación fijadas y sobre la necesidad eventual de introducir cambios.*

V. Conclusiones

Dos características generales de los sistemas financieros respaldan un cambio radical en el enfoque regulatorio: la generación endógena de fragilidad e inestabilidad financieras y la naturaleza sistémica de las finanzas, que va más allá del sistema financiero formal.

El actual enfoque regulatorio no permite controlar los riesgos financieros, y busca construir defensas prudenciales a nivel micro (basadas en mediciones precisas del riesgo) que resultan costosas e ineficaces. La cobertura del riesgo queda limitada a una porción del sistema financiero, dejando un amplio espacio para el arbitraje regulatorio y el crecimiento de un *shadow system*, que no se limita a las instituciones bancarias. Lamentablemente, las finanzas son como el agua; si colocamos una represa en su curso principal, rápidamente encuentra salidas alternativas.

Además de limitar los instrumentos financieros que no benefician al crecimiento y al desarrollo del sistema económico, nuestra propuesta apunta en esencia a mantener tanto el nivel como la naturaleza de la profundización financiera y el tamaño de los operadores financieros dentro de límites que no planteen riesgos excesivos para el sistema económico, limitando al mismo tiempo las cantidades injustificadas de recursos que el sistema absorbe. Para nuestra propuesta resulta crítica la diferenciación entre instituciones apalancadas y no apalancadas, imponiendo a las primeras límites estructurales debido a los riesgos vinculados con el financiamiento de activos volátiles con deuda. Limitar los riesgos sistémicos y desconectar a los operadores financieros reafirma la disciplina de mercado como la libertad para que una institución quiebre, lo cual reduce el riesgo moral y es el prerequisite genuino de la eficiencia a largo plazo. Limitar la intrusión de los operadores no financieros en las finanzas reestablece una focalización más sensata en su negocio básico. Los reguladores y supervisores no tienen que ir detrás de las “mejores prácticas” que los operadores financieros venden con tanto talento y que también requieren una cantidad de recursos físicos y humanos que muy pocos países tienen. Las reglas más simples y más inderogables también protegen a estas autoridades de las presiones que a menudo ejercen los políticos y la industria. Por último, la desconexión financiera a nivel internacional también significa que los países adquieren más espacio para medidas regulatorias adaptadas a sus características y objetivos específicos.

Los programas de reforma financiera del G20, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) y el FMI, las reformas del marco de Basilea II dictado por el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria y, a nivel nacional, las propuestas oficiales presentadas en el Reino Unido, Europa y Estados Unidos no cambian el enfoque actual de regulación y supervisión.⁴ Dejan con escasa regulación, o sin ella, a numerosas posiciones apalancadas no bancarias; no enfrentan el aspecto dimensional de la profundización financiera sistémica; dejan la solución al problema de “demasiado grande para quebrar” en manos de mayores poderes discrecionales de los supervisores y, en esencia, lo consideran como parte de los procedimientos de resolución de una crisis; no modifican sustancialmente las interconexiones entre los operadores financieros y entre los países y dependen, en consecuencia, de formas ineficaces y asimétricas de cooperación internacional para el funcionamiento de los procesos de supervisión comunes y la resolución de las crisis que se extienden a otros países. Para los derivados operados en mercados no institucionalizados (OTC), las propuestas más estrictas imponen una compensación centralizada de los contratos transables; sin embargo, no se prevé ninguna obligación que estandarice y, por consiguiente, haga transables en mercados centralizados a todos los contratos.

La principal innovación regulatoria común a estas propuestas se refiere a las llamadas medidas macroprudenciales: amortiguadores anticíclicos de capital y liquidez, recargos de capital y otros recargos prudenciales para las empresas financieras sistémicamente relevantes y la introducción de nuevas autoridades de supervisión a cargo del riesgo sistémico. Los puntos débiles siguen siendo la pretensión de medir los riesgos sistémicos, que son de creación endógena, y la supervivencia de los intermediarios sistémicamente relevantes. En un entorno de *laissez faire* respecto de los riesgos financieros, no existe una cantidad viable de amortiguadores capaz de enfrentar los efectos de las crisis sistémicas. En cuanto a las nuevas autoridades, contribuyen a aumentar la complejidad y los poderes discrecionales de los supervisores que resultaron ineficaces para el sistema en el pasado.

⁴ Basel Committee on Banking Supervision (2009a, 2009b, 2009c); European Commission (2009); Financial Services Authority (2009); Financial Stability Board (2009); Financial Stability Board, International Monetary Fund, Bank for International Settlements (2009); G20 (2009); HM Treasury (2009); International Monetary Fund (2010); UK Parliament (2010); U.S. Department of Treasury (2009); U.S. House of Representative (2009); U.S. Senate (2010).

Las llamadas reglas de Volcker parecen introducir un cambio parcial de enfoque, que apunta a prohibir las operaciones de *trading* de cartera propia de los bancos y limitar sus relaciones con los *hedge funds* y los fondos de capital privado. El problema es que en la práctica puede resultar difícil establecer una separación clara entre *trading* de cartera propia y para terceros. La otra medida ayuda, sin duda, a desconectar a las instituciones bancarias de las que no lo son, si bien una limitación más general, como la que nosotros proponemos, no dejaría espacio para innovaciones institucionales que permitan eludir las reglas.

De cualquier modo, la fortaleza con la que se aplicarán estas medidas prudenciales ya está perdiendo importancia. El *lobby* ejercido por la industria financiera está poniendo el énfasis en las consecuencias negativas de requisitos regulatorios significativamente más altos en el financiamiento de la economía, generando pérdidas en términos del crecimiento del PIB. La experiencia histórica de los países desarrollados demuestra que en el pasado los bancos con una capitalización y liquidez varias veces superiores a las actuales no tuvieron problemas para financiar tasas de crecimiento mucho más altas que las de las últimas décadas. Sin embargo, podría ocurrir que fortalecer una regulación erróneamente concebida multiplique los costos para los reguladores y la industria sin generar beneficios notables a cambio.

Referencias

Basel Committee on Banking Supervision (2009a); *Revisions to the Basel II market risk framework*, Basel, julio.

Basel Committee on Banking Supervision (2009b); *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, Consultative document*, Basel, diciembre.

Basel Committee on Banking Supervision (2009c); *Strengthening the resilience of the banking sector, Consultative Document*, Basel, diciembre.

European Commission (2009); *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Community macroprudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board (ESRB)*, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm.

Financial Services Authority (2009); *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, FSA, Londres, marzo.

Financial Stability Board (2009); *Improving Financial Regulation, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, 25 de septiembre.

Financial Stability Board, International Monetary Fund, Bank for International Settlements (2009); *Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, market and instruments: initial consideration. Report to the G20 Finance Ministers and Governors*, octubre, disponible en: www.financialstabilityboard.org/publications/r_091107c.pdf.

G20 (2009); *The Global Plan for recovery and reform*, 2 de abril, Londres.

HM Treasury (2009); *Reforming financial markets*, julio, CM7667, disponible en: http://www.hm-treasury.gov.uk/fin_bill_index.htm.

International Monetary Fund (2010); *Global Financial Stability Report*, capítulos 2-3, abril.

Montanaro, E. y M. Tonveronachi (2008); “Basel II. Stressing banks or supervisors?”, presentado en: Wolpertinger Conference on “Capital, Risk and Efficiency in Banking and Financial Services”, Oporto, 3-4 de septiembre. El trabajo ha sido publicado en italiano como “Il secondo pilastro di Basilea 2. Prove di stress per le banche o per la vigilanza?”, *Banca Impresa Società*, XXVIII, N° 1.

Montanaro, E. y M. Tonveronachi (2009); “Rischio di liquidità, crisi bancarie e regolamentazione: nuove prospettive”, en *Banche e sistema finanziario. Saggi in onore di Francesco Cesarini*, Il Mulino, Bologna, pp. 83-101.

Tonveronachi, M. (2010a); “Financial innovation and system design”, presentado en: Conference on *Reforming the Financial System: Proposals, Constraints and New Directions*, organizada por Ideas, 25-27 de enero, Muttukadu, Chennai, India.

Tonveronachi, M. (2010b); “Cominciamo a parlare della prossima crisi”, *Moneta e Credito*, vol. 63 N° 249. Disponible en: <http://sead-pub.cilea.it/index.php/MonetaeCredito/article/view/162>.

Tonveronachi, M. y E. Montanaro (2009); “Preliminary proposals for re-regulating financial systems”, *Quaderni del Dipartimento di Economia politica*, N° 553, enero.

UK Parliament (2010); *Financial Services Bill*, disponible en: <http://services.parliament.uk/bills/2009-10/financialservices.html>.

U.S. Department of the Treasury (2009); *Financial regulatory reform. A new foundation: Rebuilding financial supervision and regulation*.

U.S. House of Representative (2009); *H.R.4173, Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010*, disponible en: http://financialservices.house.gov/Key_Issues/Financial_Regulatory_Reform/Financial_Regulatory_Reform.html.

U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs (2010), *Restoring American Financial Stability Act of 2010*, disponible en: http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Issues.View&Issue_id=03887566-0136-e4e1-c862-aa809e5feb06.