

Ensayos Económicos

Reimaginando la banca central

Perry Mehrling

El debate sobre la supervisión financiera integrada:

¿Qué hay de nuevo?

Edgardo Demaestri y Gustavo Ferro

Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente

Jorge Carrera, Esteban Rodríguez y Mariano Sardi

Banca pública, banca privada y crisis: el Banco de la Nación Argentina como prestamista de última instancia entre la Primera Guerra Mundial y la posguerra

Andrés Regalsky y Mariano Iglesias

El debate sobre las crisis de subconsumo en la economía política clásica

Manuel Calderón

Jornadas Monetarias y Bancarias 2015

Premio Prebisch

Pateando el tablero: los países emergentes como dinamizadores de la economía internacional y sus instituciones

Germán Reyes y Facundo Sirimarco

Ganadores de los trabajos de la edición 2015

72

Junio de 2015



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

El debate sobre la supervisión financiera integrada: ¿Qué hay de nuevo?

Edgardo Demaestri

Banco Interamericano de Desarrollo

Gustavo Ferro*

Instituto de Economía UADE y CONICET

Resumen

Este trabajo discute la supervisión integrada de diferentes tipos de intermediarios financieros. Razones de estabilidad sistémica, protección al consumidor no sofisticado y promoción de la eficiencia del sistema justifican la regulación prudencial y de conducta teniendo en cuenta las fallas de los mercados financieros, generalmente de naturaleza informativa. Se debaten los argumentos a favor y en contra de la integración de la supervisión, el rol del banco central en la supervisión financiera y la discusión posterior a la crisis de 2008. Se revisa y analiza la literatura conceptual y empírica. Se presentan los consensos.

Clasificación JEL: G2, L5.

Palabras clave: banco central, regulación, sistema financiero, supervisión.

* Agradecemos los aportes de dos referís anónimos y los comentarios recibidos a una versión preliminar de parte de Julieta Picorelli. Las opiniones vertidas en el presente documento son de los autores y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Emails: edgardodm@iadb.org y gferro@uade.edu.ar.

The Debate on Integrated Financial Supervision: What is New?

Edgardo Demaestri

Interamerican Development Bank

Gustavo Ferro

Instituto de Economía UADE and CONICET

Summary

This article discusses the integrated financial supervision of different kinds of financial intermediaries. Systemic stability, non-sophisticated consumers protection and the efficiency enhancement have been advanced as explanations of prudential and conduct regulation. These are founded on financial markets failures, mainly because of asymmetric information. We debate pros and cons of integrating supervision, the role of the central bank in the financial supervision, and the more recent discussion in the aftermath of the 2008 financial crisis. We review and analyze the conceptual and empirical literature, and present the current consensus.

JEL: G2, L5.

Keywords: central bank, financial system, regulation, supervision.

I. Introducción

Hasta los años noventa diferentes instituciones financieras ofrecían distintos productos, con las fronteras entre los sectores muchas veces reforzadas por la regulación. Las diferencias sectoriales también se correspondían con disímiles canales de distribución, normas contables, prácticas de negocio y perfil de riesgo. La regulación prudencial difería en objetivos regulatorios, definición del capital regulatorio y de requerimientos de patrimonio y reservas.

A lo largo del tiempo, sin embargo, la separación entre la banca y otros sectores del sistema financiero se ha vuelto menos clara. Los bancos se han expandido y las entidades no bancarias han explorado en áreas tradicionalmente asociadas a los bancos mediante el ofrecimiento de productos alternativos que desempeñan similares funciones económicas que los ofrecidos por los bancos. Lo anterior tiene matices: la separación previa entre intermediarios era mayor en Estados Unidos, mientras que, por ejemplo, en Europa Continental hay una tradición de banca universal que es previa a los cambios aquí documentados. En parte como reacción a esa evolución de los mercados financieros, durante los últimos veinte años se observa una tendencia a integrar supervisores financieros de diferentes intermediarios en muchos países.^{1,2}

Un supervisor integrado puede promover la transferencia de conocimiento entre sectores en áreas donde existen potenciales superposiciones. También puede facilitar el óptimo aprovechamiento del personal y ofrecerle mejores perspectivas de carrera. Se espera que baje costos de transacción y que genere economías de escala y alcance en la supervisión, que lleven a menores costos administrativos unitarios. Puede aumentar el prestigio y la visibilidad de los supervisores locales a nivel internacional. Se espera que reduzca el riesgo de captura por la mayor profesionalización de las autoridades regulatorias. En la medida en que el sector privado financiero se conglomerara para prestar servicios diversos, la supervisión integrada puede regularlos y supervisarlos más eficazmente. Por otro lado, se pierde la “competencia entre reguladores” y hay problemas de transición al nuevo sistema que merecen especial atención.

¹ Las funciones de regulación y supervisión son en esencia diferentes (dictar la norma y hacerla cumplir mediante controles y monitoreos), pero a la vez son tareas complementarias. En este trabajo se usarán los términos regulación, supervisión y monitoreo en forma intercambiable, abarcando la noción a ambas funciones, salvo que se explicita lo contrario.

² Las reformas, según Masciandaro y Quintyn (2009b), han tenido lugar en 82% de los países europeos, 77% de los pertenecientes a la Unión Europea y 73% de los países de la OECD.

Este debate comenzó a fines de los años noventa y se centró en la experiencia del Reino Unido. Su supervisor integrado era el paradigma del estado actual del arte. Sin embargo, no logró evitar la crisis financiera de 2008 en ese país. En tanto, Estados Unidos conservó sus reguladores especializados y enfrentó los mismos problemas, habiéndose escuchado en ese país críticas a los arbitrajes regulatorios que pudieron efectuar los conglomerados financieros y a la falta de comunicación entre los supervisores de diferentes actividades que no pudieron cubrir zonas grises en la regulación. Algunos académicos han realizado también esfuerzos para medir las bondades del cambio regulatorio respecto de la situación preexistente. Todo esto es información nueva, sobre un debate de pros y contras que ya se había dado.

El objetivo principal del estudio es actualizar y profundizar el debate conceptual de los principales argumentos que se esgrimen a favor o en contra de unificar la supervisión, con énfasis en su eficacia y eficiencia. La reciente crisis financiera ha agregado elementos al debate, que aquí procuraremos ponderar.

La segunda sección, tras esta introducción, se concentra en por qué se regula y supervisa según una perspectiva de economía del bienestar y se presenta una taxonomía de los modelos de supervisión financiera. La tercera sección evalúa y analiza los argumentos en el debate sobre la supervisión financiera integrada, y resume el rol del banco central en dicha discusión y los nuevos énfasis que aporta la reciente crisis financiera. En la sección cuarta se recopila evidencia empírica y en la quinta se discuten las conclusiones.

II. ¿Por qué se regula y supervisa? Perspectiva de la economía del bienestar

La regulación y la supervisión de los intermediarios financieros tienen que ver, en la perspectiva de la economía del bienestar, con la corrección de fallas del mercado. En presencia de bienes públicos, asimetrías informativas, rendimientos crecientes a escala o externalidades tecnológicas, el mercado falla en generar una asignación de recursos eficiente en el sentido de Pareto (Stiglitz, 1994). Mercados e instituciones financieras inapropiadamente reguladas pueden producir resultados subóptimos debido a una combinación de comportamiento anticompetitivo, información asimétrica, externalidades sistémicas o actividades fraudulentas.

Los servicios financieros pueden clasificarse en tres clases, prestados por sendos tipos de intermediarios: servicios bancarios (crédito, depósitos, pagos, etcétera), servicios relacionados a títulos negociables (emisión, comercialización, intermediación, administración de activos, etcétera) y servicios de seguros.

Según Herring y Santomero (2000), la meta última de la regulación financiera debiera ser asegurar que el sistema funcione eficientemente para transferir y asignar recursos en el tiempo y en el espacio bajo condiciones de incertidumbre. En realidad la regulación financiera procura atender, además, varios objetivos que exceden dicha meta, como salvaguardar el sistema del riesgo sistémico, proteger a los consumidores del comportamiento oportunista, mejorar la eficiencia del sistema financiero y, a veces, se la utiliza para alcanzar algunos objetivos sociales amplios (como incrementar la propiedad de la vivienda por parte de las familias o combatir el crimen organizado).

Nos referiremos en lo sucesivo a los objetivos sustantivos de la regulación financiera como: 1) preservar del riesgo sistémico, 2) promover la eficiencia del sistema y 3) proteger al consumidor de servicios financieros, dejando de lado objetivos sociales más amplios (siguiendo a Demaestri y Ferro, 2004; Demaestri y Guerrero, 2006).

El riesgo sistémico puede definirse como la posibilidad de un evento súbito y no anticipado que dañe el sistema financiero de modo que la actividad económica pueda sufrir a nivel de toda la economía. Dichos *shocks* se originan dentro o fuera del sistema financiero y pueden incluir la quiebra abrupta de un participante grande del sistema que detona una corrida, un problema tecnológico en algún eslabón crítico del sistema de compensación de pagos o un problema político, como una invasión exterior, desorden interno, la imposición de controles de cambio en un importante centro financiero, etcétera.

El aumento de la eficiencia y la competencia enfatiza la minimización de barreras a la entrada y la promoción de la innovación en el sistema. Los servicios financieros se han beneficiado de los avances en la informática y las comunicaciones. La regulación que favorezca la introducción de dichos cambios tecnológicos está colaborando a la baja de los costos medios de cada transacción (ganancias de eficiencia).

La protección al consumidor tiene que ver con la forma de enfrentar excesos o conductas oportunistas por parte de proveedores de servicios financieros u otros participantes en los mercados financieros. Los consumidores enfrentan problemas de información asimétrica al evaluar servicios financieros por lo cual son vulnerables a la selección adversa, es decir, elegir o ser elegidos por firmas deshonestas o incompetentes para efectuar una inversión o una transacción. También son vulnerables al riesgo moral o negligencia. Los consumidores no sofisticados son especialmente vulnerables a los problemas anteriores. Se les ofrece un seguro sobre los depósitos para contrarrestar las asimetrías informativas respecto de la calidad de los bancos, ya que puede ser costoso para ellos efectuar un monitoreo de los mismos. Los requisitos de disseminación de información pueden ayudar a mitigar los problemas de asimetrías informativas, por lo cual se estandarizan prácticas contables, se requiere periódica publicación de información de las firmas financieras y se aprovechan las economías de escala que existen en la acumulación de datos y el procesamiento de información, centralizándolas en manos del regulador financiero.

Los tres objetivos sustantivos de la regulación financiera pueden vincularse con tres funciones claves de la supervisión: 1) macroprudencial, 2) microprudencial y 3) de conducta (Carmassi y Herring, 2008).

La función macroprudencial consiste en limitar la tensión sobre el sistema que podría dañar la economía real. Se centraliza en instituciones “sistémicamente importantes” y en las consecuencias de su conducta sobre el sistema financiero. Se instrumenta mediante supervisión y vigilancia desde arriba hacia abajo (“*top-down*”), con énfasis en la exposición de las instituciones a un conjunto de *shocks*. Requiere mirar la seguridad y salud de las instituciones, medidas a través de diversos estándares, y evaluar en qué medida se puede proteger al resto de la economía de las potenciales externalidades sistémicas. Buena parte de la tarea consiste en el manejo de crisis, ello implica trabajo de prevención, alerta temprana, y potencialmente intervención. Esta última puede llevar a la liquidación de la entidad, a su rescate, fusiones, etcétera. Se vincula la ayuda que se pueda dar a instituciones en problemas de liquidez, con la provisión de la ventanilla de descuento por parte del banco central, en su rol de custodio de la liquidez y del sistema de pagos y de prestamista de última instancia.

La función microprudencial se enfoca en la solvencia de instituciones individuales antes que en el sistema financiero en su conjunto. Su objetivo es proteger a

los consumidores de servicios financieros de eventuales pérdidas, supervisando la capacidad *ex ante* de las instituciones financieras de cumplir sus compromisos, revisando la capitalización y las reservas y presionando cuando resulta necesario para reponer ambas. Esta perspectiva microprudencial es realizada desde abajo hacia arriba ("*bottom-up*") y puede recaer en la comparación con pares para dejar claro cuándo una institución financiera puede ser más riesgosa que otra en similares condiciones.

La regulación de conducta enfatiza salvaguardar a los consumidores de prácticas deshonestas u oportunistas. La vigilancia se concentra en potenciales conflictos de interés que pudieran surgir entre una institución financiera y sus clientes. Puede incluir estándares de disseminación de información, cuestiones vinculadas con la competencia del sistema, regulación contra el lavado de dinero, etcétera. Descansa mucho en interpretación de reglas, estándares y códigos de conducta (Carmassi y Herring, 2008).

II.1. Modelos de supervisión financiera

Aunque la necesidad de coordinación entre supervisores de diferentes intermediarios es clara, algunos esquemas institucionales la limitan y no necesariamente hay flujos de información entre ellos. Como mínimo, el sistema institucional debería permitir a los supervisores compartir información y promover la coordinación de las acciones de las diferentes agencias participantes. En el extremo, se puede tender a un regulador unificado, aunque la integración no tiene una justificación directa de aplicación en todos los casos. Hay que reconocer la existencia de diferencias entre intermediarios, la naturaleza de sus negocios, el tipo de contratos que generan, la maduración de deudas y el tipo de riesgo involucrado (Demaestri y Ferro, 2004; Demaestri y Guerrero, 2006).

Hay un amplio abanico de posibilidades respecto al grado de integración (Hussain, 2009; Carmassi y Herring, 2008): 1) reguladores sectoriales individuales (banca, seguros, valores); 2) un único regulador que cumpla los objetivos de protección al consumidor y promoción de la eficiencia, que podría o no incorporar al Banco Central, en la mayoría de los países a cargo de la estabilidad sistémica (Čihák y Podpiera, 2006); 3) separar la regulación prudencial (macro y micro en el banco central) de la supervisión de conducta (por ejemplo, situándola en la esfera de la autoridad de defensa de la competencia); y 4) establecer supervisores por funciones (macroprudencial, microprudencial y de conducta) para todos los sectores.

En el Cuadro 1 se ha tabulado una taxonomía de modelos posibles, que combina los objetivos y funciones, por un lado, con los sectores, por otro.

Cuadro 1 / Modelos regulatorios y de supervisión que combinan funciones y sectores

Modelo regulatorio	Objetivo →	Estabilidad sistémica	Resolución de asimetrías informativas/Protección al consumidor	Promoción de la eficiencia
	Función →	Regulación Macroprudencial	Regulación Microprudencial	Regulación de Conducta
Estructura vertical o de silos, con divisiones sectoriales	Bancos	Banco central		
	Valores	Regulador de valores		
	Seguros	Regulador de seguros		
Único regulador (el banco central puede estar o no integrado al mismo)	Bancos	Banco Central	Regulador único	
	Valores			
	Seguros			
Estructura horizontal o "Twin peaks" (separada la regulación prudencial y de conducta)	Bancos	Banco central		Regulador de conducta
	Valores			
	Seguros			
Multisectorial con separación funcional	Bancos	Banco central	Regulador microprudencial	Regulador de conducta
	Valores			
	Seguros			

Fuente: Elaboración propia a partir de Čihák y Podpiera (2006), Carmassi y Herring (2008), Hussain (2009), Masciandaro y Quintyn (2009).

III. Argumentos en el debate sobre la supervisión financiera integrada

¿Qué explica el cambio desde supervisores sectoriales o especializados a organismos integrados? Masciandaro y Quintyn (2009) concluyen que un análisis costo beneficio desde la perspectiva de la economía del bienestar es una buena explicación.³ En esa línea, Demaestri y Ferro (2004) y Demaestri y Guerrero (2006) realizaron análisis de eficacia y eficiencia de integrar la supervisión. Algunas razones para decidir la integración tienen que ver con la presencia de conglomerados financieros y, en algunos casos, con una reciente crisis financiera.

³ Es la que aquí adoptamos, pero no la única. Bajo la perspectiva de la economía del bienestar, los hacedores de política económica tienen una función social de bienestar que optimizar. Una perspectiva alternativa es la de economía política, donde una buena lectura es Masciandaro y Quintyn (2009). Allí se enfatiza el papel de los intereses de los agentes participantes en el diseño y en el juego regulatorio.

La literatura teórica sobre el particular sugiere que la estructura de la regulación y supervisión es sólo un aspecto que afecta su eficacia y eficiencia: algunos prerequisites clave relacionados con la organización incluyen objetivos claros, independencia y responsabilidad de rendición de cuentas, recursos adecuados, poderes efectivos, calidad del ambiente institucional general y eficiencia de costos. No hay un argumento concluyente de que una forma de organización sea mejor que otra, si hay muchas ventajas y desventajas potenciales de varias formas de organización, las cuales dependen en cada contexto de los puntos de partida (Čihák y Podpiera, 2006).

Se espera que la integración de la supervisión permita controlar mejor cuestiones que afectan a todo el sistema financiero y tener respuestas rápidas a problemas, es decir, sumar eficiencia al proceso; y ganar en flexibilidad al adaptarse rápido a nuevos productos e instituciones y al evitar dudas sobre jurisdicción o rivalidades cuando hacen falta respuestas rápidas. Se espera que mejore la coordinación, la comunicación, así como el intercambio de información, conocimiento y experiencia, aunque hay formas alternativas de compartir información entre agencias múltiples sin llegar a la fusión (como simples memorándum de entendimiento entre agencias).

Del análisis de la literatura sobre el tema, sin ser exhaustivos, se pueden aproximar ocho puntos de discusión en la evaluación de los pros y contras de integrar la supervisión financiera, para cada uno de los cuales se desarrolla una subsección. Éstos son: extensión de incentivos al riesgo moral, posibilidad de captura, efecto “árbol de navidad”, posibilidad de constitución de un Leviatán burocrático, transparencia y responsabilidad de rendición de cuentas (pudiendo rotularse a los cinco anteriores como “institucionales”), economías de escala y alcance, creciente existencia de conglomerados financieros y difusos límites entre productos, neutralidad competitiva y coherencia del marco regulatorio (estos tres últimos pueden identificarse como argumentos económicos para efectuar los cambios).

La literatura es muy extensa y los diversos autores complementan perspectivas y énfasis. Sin que la lista sea exhaustiva, se pueden profundizar los diversos temas que se tratan a continuación en Llewellyn (1999), Briault (1999 y 2002), Demaestri y Sourrouille (2003), Demaestri y Ferro (2004), Giucci, Herasym y Lachmund (2005), Krande (2005), Llewellyn (2006), Holopainen (2007), Carmassi y Herring (2008), y Pellerin *et al.* (2009).

III.1. Argumentos institucionales

Tienen que ver, respectivamente, con la negligencia, la corrupción, la búsqueda al mismo tiempo de muchos objetivos (a veces contradictorios), el riesgo de un monopolio todopoderoso y la responsabilidad a la hora de rendir cuentas.

III.1.a. Extensión de incentivos al riesgo moral

La integración puede generar riesgo moral en el público: la creencia, fundada en un contrato implícito (Briault, 1999), de que todos los intermediarios recibirán salvataje de la red de seguridad en caso de crisis, lo que puede establecer una fuerte carga sobre quienes tienen que tomar decisiones en ese momento.

III.1.b. Posibilidad de captura

Un organismo más fuerte, con mejores recursos, más claro mandato y autonomía puede responder mejor a los intereses de los consumidores de servicios financieros conservando una postura balanceada e independiente. Al mismo tiempo, en términos más cínicos, sobornar a uno es más fácil que sobornar a varios, pero también puede ser más caro si el organismo regulador es más profesional y está más expuesto, lo que permitiría resistir mejor los embates de intereses particulares (Llewellyn, 1999).

III.1.c. Efecto “árbol de navidad”

La integración da oportunidad de “resetear” las metas del regulador financiero, desechando objetivos secundarios, y explicitando metas realistas y precisas, lo cual aumenta la transparencia y responsabilidad. En muchos países habría que revisar numerosas piezas de legislación y regulaciones para montar la nueva entidad y darle poderes y potestades efectivas. En el Reino Unido, donde el proceso fue muy complejo, se creó un único cuerpo legislativo en reemplazo de los precedentes (Briault, 1999). La ley tiene que definir la misión, objetivos, poderes y alcance de responsabilidades, el grado de autonomía y protección legal a sus funcionarios por decisiones que tomen de buena fe en el ejercicio de sus funciones, las fuentes de fondos, la posibilidad de establecer convenios, el régimen laboral del personal, etcétera.

Lo anterior provee una posibilidad pero que no está exenta de peligros. La posibilidad es crear un organismo con objetivos, orientación y funciones precisas y delimitadas, desechando objetivos laterales o secundarios. El riesgo es que en la definición de los objetivos haya intereses políticos o sectoriales que engrosen las misiones y funciones, y que carguen a la nueva institución de responsabilidades secundarias que le consuman los recursos y le quiten efectividad en el logro de los objetivos sustantivos. A ello se refiere el efecto “árbol de navidad”: la tendencia a cargar de objetivos y metas adicionales a las sustantivas que disperse y haga difusos los cometidos de la nueva agencia reguladora unificada.

En contra de la integración, se esgrime que a los reguladores se les pueden asignar objetivos no claros, sobrecargarlos de metas por presiones políticas o de intereses sectoriales creados, y puede no reconocerse la especificidad de los distintos sectores (tratando por igual a sectores que son diferentes), puede haber conflictos culturales entre los reguladores de distintas industrias y conflictos de interés (política monetaria versus estabilidad financiera, supervisión prudencial versus protección al consumidor, por ejemplo) (Demaestri y Guerrero, 2006).

III.1.d. Posibilidad de constitución de un Leviatán burocrático

Es decir, un supraorganismo con plenos poderes, autonomía, recursos y discrecionalidad. Se generaría un peligroso monopolio, con demasiado poder y capacidad de establecer muchas y costosas regulaciones, que inclusive puede perder la flexibilidad que se requiere ante crisis, al tornarse más rígido y burocrático. También se desvanece la competencia entre supervisores. Esta última, si bien puede redundar en mejores servicios regulatorios a un menor costo para las entidades reguladas, puede generar también una espiral destructiva para la calidad del sistema. Ello, por el riesgo de abrir una carrera entre entidades regulatorias para atraer más “clientes” vía disminución de los estándares regulatorios (“*race to bottom*”). La integración aventa dicho peligro al eliminar ese potencial negativo de la competencia. Briault (1999) reconoce que no hay una manera fácil de evitar la percepción de este riesgo. Sin embargo, hay formas de evitar que ocurra. Los principios fundamentales que el marco legislativo de un enfoque integrado para la regulación financiera debería tener en cuenta son: la previsibilidad, la transparencia y la rendición de cuentas del organismo integrado con respecto a sus acciones y procedimientos.

III.1.e. Transparencia y responsabilidad en la rendición de cuentas

Se espera que la integración de la supervisión financiera aumente la responsabilidad en la rendición de cuentas (“*accountability*”) del regulador al tornarlo más visible y ser más transparente su cometido. Con responsabilidades difusas o superpuestas es posible echar culpas de fallas propias a otro regulador.

Se pretende que este tipo de organizaciones sean razonablemente independiente del poder político y que profesional y económicamente tengan medios para su cometido. Un punto importante es que independencia sin responsabilidad en la rendición de cuentas podría llevar a un ejercicio abusivo o arbitrario del poder, e inclusive alentar la captura. Allí la mayor salvaguardia es establecer claramente responsabilidades y la máxima transparencia (Carmassi y Herring, 2008).

La integración permite solucionar problemas precedentes de dependencia institucional, potestades, el sistema de nombramiento y remuneración de sus funcionarios, el grado de autonomía y ante quién se rinden cuentas. Si las metas son más precisas y acotadas, y existen responsables que son fácilmente identificables, facilitan la rendición pública de cuentas. Un riesgo es la politización. Otro riesgo contrario es la excesiva tecnificación y la ausencia de rendición de cuentas a la ciudadanía. Se debe mantener un cuidado balance en lo anterior. Una ventaja adicional de la unificación es que se vuelve más visible la autoridad responsable en caso de crisis.

III.2. Argumentos económicos

Se refieren a reducciones de costos por mayor escala y alcance, a enfocar el negocio de la misma forma integrada que lo hace la industria y a emparejar el campo de juego de toda clase de intermediarios.

III.2.a. Economías de escala y alcance

Los costos que se pueden economizar abarcan tanto el costo explícito de las instituciones regulatorias, la carga excedente sobre las firmas financieras (costos de cumplimiento) y las externalidades sobre la innovación financiera.

Se pueden lograr economías de escala en el manejo de personal y otros recursos valiosos y específicos por el lado del regulador, bajando los costos de cum-

plimiento sobre los regulados, al introducir un criterio de ventanilla única para la información que debe rendirse. Las economías de escala y alcance son de difícil medición, y hay algunos estudios empíricos poco conclusivos que se comentan en la sección siguiente. Las sinergias podrían ser más escasas de lo que *a priori* se considera. También se argumenta que con los mismos recursos se puede ganar en calidad de supervisión. Este argumento pesa mucho en países pequeños y donde predominan los bancos entre los intermediarios financieros.

La unificación en un único ente regulador significa ahorro de costos por la posibilidad de compartir administración, infraestructura y servicios de soporte (como tecnología de la información). Las economías de escala y alcance se extienden al personal, su aprovechamiento, la posibilidad de contratar talento competitivamente con el sector privado, entrenarlo y retenerlo con incentivos ligados a su carrera, remuneración y prestigio profesional y social.

En la transición puede haber un problema serio de desmoralización del personal y de pérdida de talento, de memoria institucional, de conocimientos muy específicos y de prestigio, por dilaciones, tortuosos procesos de negociación para definir funciones y objetivos, y disputas en torno a la orientación de la institución. El personal podría partir al no tener clara su futura carrera, hecho que es condicional al mercado laboral específico donde se esté analizando la reforma, dados los nexos con el sector privado y la movilidad de los trabajadores.

El proceso de fusión en sí tiene sus costos: integrar soportes tecnológicos y de información, diseñar y estandarizar procesos, el reparto de funciones directivas y de presupuesto en los nuevos departamentos, la traumática eliminación de duplicaciones y excedencias, el diseño del plan de acción institucional y su puesta en marcha, etcétera. La posterior armonización de la regulación es un proceso que lleva tiempo y demanda ganar conocimiento de los otros sectores por parte de áreas antes especializadas. La transición requiere cierta calma en el mercado al momento en que se desarrolla la reforma y toma cuerpo. Es difícil pensar en un cambio en medio de una crisis, aunque varios han tenido lugar posteriormente a un *shock* severo en el sistema financiero o como consecuencia mediata del mismo.

III.2.b. Creciente existencia de conglomerados financieros y difusos límites entre productos

La innovación financiera implica nuevos productos y mayor complejidad. Se difuminan las diferencias entre productos e intermediarios. Pero siguen existiendo diferencias entre intermediarios, negocios, contratos, plazos y riesgos. Con matices, en algunos países el intermediario dominante son los bancos, pero los diferentes intermediarios desarrollan negocios distintos.

Un conglomerado financiero es una entidad que provee una amplia gama de servicios (por lo menos dos), incluyendo combinaciones de banca comercial, banca de inversión, administración de activos, seguros y cualquier otro servicio financiero, como pensiones. Comparado a un banco universal, un conglomerado extiende sus servicios a otras líneas de negocios financieros relacionados, especialmente al sector de seguros (Brost *et al.*, 2008).

La desaparición de divisiones entre tipos de intermediarios implicó la necesidad de cambios en la supervisión financiera. Se considera que distintas agencias especializadas no pueden evaluar adecuadamente los riesgos de grupos que participan en múltiples sectores, así como determinar la base de capital necesaria y los protocolos de administración del riesgo. La integración de la supervisión facilita el monitoreo de conglomerados financieros que actúan sobre la base de una maximización de beneficios a nivel de grupo (aunque muchas empresas financieras continúan operando en forma individual y no incursionaron en otros negocios), cerrando brechas regulatorias e impidiendo inconsistencias, y tratando el riesgo del grupo en forma consolidada. Con la reciente crisis crediticia, se pronunció aún más la discusión acerca de los conglomerados.⁴

Una tendencia en servicios financieros ha sido un incremento en el grado de sustitución de distintos instrumentos financieros. Los depósitos bancarios, por ejemplo, compiten con los fondos de “*money markets*” en la provisión de ahorro y liquidez (Di Giorgio y Di Noia, 2008). Muchos productos de la industria de

⁴ Un referí anónimo, a quien agradecemos, sugirió una adecuada matización a lo que aquí se dice: los aspectos jurídico/legales son sumamente relevantes a la hora de definir/modificar las instituciones que van a llevar a cabo las tareas de regulación/supervisión de conglomerados financieros. La comparación del desarrollo de la banca de inversión entre Estados Unidos y Europa no puede dejar de mencionar las diferencias en el tratamiento regulatorio que realizaban ambas jurisdicciones. El nivel de desarrollo de las instituciones financieras también son temas a considerar. Por ejemplo, en jurisdicciones donde los bancos son los principales operadores y los mercados de capitales son poco profundos no habría muchos incentivos para realizar cambios jurídico/legales que lleven al objetivo de una supervisión integrada.

seguros, asimismo, compiten con productos de ahorro. Los consumidores están demandando paquetes completos de servicios financieros, con preferencia por proveedores únicos de los mismos.

Complementariamente a esta tendencia, los oferentes están percibiendo que pueden administrar sus relaciones con los clientes de una forma más rentable, a través de la provisión de paquetes más completos de servicios financieros. Estos cambios están afectando los costos económicos de la regulación a través de barreras entre distintos productos y entidades. Al mismo tiempo, cambios tanto en la propia industria de servicios financieros como en la tecnología han erosionado un aspecto antes particular de los bancos. El surgimiento de sustitutos a los depósitos y créditos bancarios y los menores costos para obtener información sobre los clientes que tradicionalmente solo tenían los bancos, hace que el rol de los bancos en la provisión de crédito y liquidez esté cambiando (Claessens, 2002; Carmassi y Herring, 2008).

La diversificación de la actividad de los bancos, conforme a Claessens (2002), está asociada a la desintermediación de los activos y pasivos bancarios por parte del mercado de capitales, lo cual presionó a los bancos a ampliar los servicios financieros ofrecidos, en un intento por adaptarse a las necesidades y preferencias de un abanico más amplio de consumidores. Otra razón son los cambios tecnológicos que permiten a las entidades financieras brindar múltiples servicios simultáneamente aprovechando economías de alcance. La respuesta de los reguladores a esta tendencia ha sido remover las restricciones a la operación de estas entidades.

El concepto de conglomerado se define por la situación en que una entidad financiera está habilitada a proveer todos las especies de productos financieros (banca comercial y de inversión, títulos negociables, administración de activos, y seguros) bajo el mismo techo. Los modelos de conglomerado incluyen banca universal, banca aseguradora (*bancassurance*), y otros, como *holdings* bancarios involucrados en la provisión de múltiples servicios financieros (Brost *et al.*, 2008; Baltensperger *et al.*, 2008; y Geneva Association, 2010b).

Las dificultades en materia de regulación de conglomerados financieros pueden aparecer en distintas áreas: los requerimientos de capital para distintas líneas de negocios son distintos debido a diferentes patrones de riesgo; un conglomerado financiero estructurado como *holding* puede colocar sus productos y activos en la

línea de negocios con menores requerimientos de capital (arbitraje regulatorio); un *holding* puede reunir capital mediante la emisión de deuda por una subsidiaria y su infusión como aporte de capital en otra subsidiaria (doble apalancamiento).

III.2.c. Neutralidad competitiva y coherencia del marco regulatorio

Suele argumentarse que la existencia de un supervisor integrado es más efectiva en asegurar que los conglomerados no encuentren brechas regulatorias, ni se vean expuestos al cumplimiento de normas superpuestas. Si los intermediarios financieros ofreciendo servicios similares son supervisados por distintas autoridades, un nuevo producto será localizado estratégicamente en el sector del conglomerado que implique los menores costos posibles de cumplimiento con la regulación, y/o donde la supervisión sea considerada menos intrusiva. A mayor escala, el diseño de nuevas compañías financieras será pensado alrededor de la idea de minimizar la exposición a la regulación. La respuesta de las entidades reguladas en forma asimétrica puede llevar a la localización de las operaciones más riesgosas en subsidiarias que se encuentran fuera de la parte sistemáticamente relevante del conglomerado.

Con la integración de la supervisión financiera, se reduce la posibilidad de arbitraje regulatorio en la medida en que se unifica el tratamiento y se llenan lagunas y zonas grises regulatorias que alientan el arbitraje regulatorio y tornan la competencia desigual entre los que arbitran y los que no lo hacen (neutralidad competitiva), compitiendo por los mismos clientes en el mismo mercado.⁵ Muchas veces la falta de neutralidad competitiva no es una creación deliberada, sino el resultado de respuestas *ad hoc* a crisis.⁶

Pero si se integra la supervisión, debe conservarse la especificidad de la regulación que le es propia a cada intermediario. Los sectores de seguros, valores y pensiones temen que el sesgo de la visión “bancaria” predomine sobre otros intermediarios (solución del talle único, “*one size fits all*”).

Se destaca la dificultad del supervisor único de encontrar un balance entre distintos objetivos (cuestiones macro y microeconómicas). Asimismo la creciente

⁵ Otro factor que afecta la competencia es el caso de conglomerados radicados en más de una jurisdicción. Los cambios regulatorios/de supervisión en una jurisdicción pueden afectar la asignación de recursos/desarrollo de estrategias/productos dentro de un conglomerado financiero.

⁶ O como lo sugiere un referí, a quien agradecemos el punto, hay un impacto que genera la propia regulación dentro de la evolución de los intermediarios financieros: por ejemplo, hay quienes consideran que el desarrollo del modelo “*originate to sale*” se generó como una forma de eludir la regulación de Basilea II.

globalización en la provisión de servicios financieros pone una presión extra, porque los intermediarios son globales, pero el prestamista de última instancia sigue siendo nacional.

III.3. Rol del banco central en la supervisión financiera

Por dos razones, un actor clave en la integración de la supervisión es el banco central. Primero, los bancos suelen ser los intermediarios principales y segundo que el banco central (supervisor macroprudencial y de conducta por defecto de los bancos) es el prestamista de última instancia.

Hussain (2009) apunta que hay dos enfoques alternativos en torno a la integración de la supervisión financiera: colocarla en el banco central o disociarla del mismo y quedando como responsable de la supervisión macroprudencial. Hay un consenso general en que esta última debe estar en manos del banco central y también que hay sinergias informativas entre aquella y la regulación microprudencial, dado que el conocimiento detallado de las instituciones permitido por la supervisión microprudencial apoya la buena calidad de la política monetaria y el manejo de crisis (Čihák y Podpiera, 2006; Masciandaro y Quintyn, 2009; Carmassi y Herring, 2008; Ojo, 2010).

Los argumentos a favor de la separación del banco central de la tarea supervisora apuntan al conflicto de intereses entre la administración de la política monetaria y el acto de la supervisión financiera. Los efectos cíclicos de la política regulatoria (micro) y monetaria (macro) tienden a entrar en conflicto. La política monetaria es contracíclica, mientras que el efecto de la regulación prudencial, como los requerimientos mínimos de capital, suele ser procíclico. Paralelamente, la centralización podría llevar a creer al sector privado que la política monetaria siempre está guiada por consideraciones de estabilidad del sistema, o viceversa, lo cual puede incrementar el riesgo moral para el caso del rol de salvataje de instituciones y prestamista de última instancia. Por último, el costo reputacional en caso de una crisis bancaria también es mayor si el banco central centraliza ambas funciones. Se ha destacado que los logros en supervisión microprudencial no son visibles, pero los fracasos en la macroprudencial están en todos los titulares de los diarios (Demaestri y Guerrero, 2006).

III.4. Discusión poscrisis. ¿Nuevos énfasis?

Puede argumentarse que hay un antes y un después en esta discusión a raíz de la crisis financiera de 2008. Las reformas de los primeros años de los noventa tuvieron lugar en países con complejos sistemas financieros (como el Reino Unido), otros saliendo de devastadoras crisis financieras (como Suecia), y en otros casos por vinculaciones con los problemas anteriores (como en Australia, Canadá, Estados Bálticos, etcétera).

Durante 2007, por el contagio de la crisis desde el mercado de hipotecas en Estados Unidos, se generó un evento global con pérdidas derramándose en los mercados financieros de todo el orbe. La innovación financiera, como los títulos respaldados por hipotecas (*Market Backed Securities*, MBS) u obligaciones garantizando deudas (*Collateralized Debt Obligation*, CDO), le permitieron a instituciones e inversores individuales de todo el mundo invertir en el mercado de viviendas americano. En la medida en que los precios comenzaron a bajar, instituciones con fuerte exposición a dichos instrumentos experimentaron importantes pérdidas y comenzaron a desarmar posiciones, generando ulteriores bajas de cotización y mayores pérdidas, dada la interconexión entre instituciones financieras. La Reserva Federal facilitó el acceso a la ventanilla de descuento y ofreció una línea de crédito especial (*Term Auction Facility*). En el Reino Unido se extendió el seguro de depósitos para cubrir las obligaciones de la fallida Northern Rock, institución crediticia con fuerte exposición en el mercado inmobiliario. Los problemas en Estados Unidos se agravaron con el rescate de Bear Stearns, la quiebra de Lehman Brothers, el salvataje de la compañía privada de seguros AIG y el rescate de las instituciones patrocinadas por el Estado para originar hipotecas Freddie Mac y Fannie Mae. Como consecuencia de la crisis, cayó el PIB y el volumen de comercio internacional y los flujos de capitales revirtieron su dirección. Varios países anunciaron la recapitalización de bancos y otras medidas de apoyo entre 2008 y 2009 (Laeven y Valencia, 2010; Claessens *et al.*, 2010). Tras la bancarrota del banco de inversión Lehman Brothers, que fue un punto de inflexión en la crisis, se votó en el Congreso de Estados Unidos un paquete de ayuda de US\$ 700 mil millones (*Troubled Asset Relief Program*, TARP). Las tasas de interés internacionales descendieron a niveles históricamente bajos.

La diversificación de la actividad bancaria está asociada a la desintermediación y a la migración del paradigma de negocios “*originate to hold*” al “*originate to sale*”. Es decir, pasar de los activos tradicionales de los bancos, préstamos, a

transformarlos en títulos transables y venderlos, sacándolos del balance y disponiendo, de esa forma, nuevamente de liquidez para reiniciar el ciclo. Dicho cambio de enfoque del negocio ha incorporado opacidad a los balances y la necesidad de extender los negocios a clientes “*substandard*”. La desintermediación ha incorporado fragilidad al bajar la calidad promedio de los activos de los bancos (Claessens, 2002).

Durante 2010, el Congreso de los Estados Unidos aprobó la Ley Dodd-Frank de Reforma a Wall Street y de Protección al Consumidor (de servicios financieros). Procura mitigar el riesgo sistémico, fortaleciendo un nuevo ente regulador financiero dedicado a las instituciones generadoras de riesgo sistémico (*Financial Stability Oversight Council*, FSOC). La FSOC está integrada por el Tesoro, la Reserva Federal y otros reguladores de diversos negocios financieros (Bhatia, 2011). Como una consecuencia de las reflexiones motivadas en los aprendizajes de los acontecimientos anteriores, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea introdujo el esquema de regulación bancaria Basilea III, incrementando los requerimientos de capital, colocando techos al apalancamiento, estableciendo límites al riesgo de contraparte y fijando nuevos requisitos de liquidez. Basilea III expandió el alcance del capital incremental por riesgo desde riesgo de *default* a éste más el riesgo de transición entre calificaciones financieras. Éste último comprende la probabilidad de pérdidas resultantes de una suba o baja de calificación (van der Ploeg, 2010). Basilea III procura incrementar la liquidez de los bancos y reducir su apalancamiento.

En los últimos veinte años se había observado como muchos bancos centrales enfocaron su accionar en la política monetaria y en la estabilidad de precios, en tanto el rol de control de la estabilidad sistémica perdió prominencia relativa. En particular, ese fue el caso del Reino Unido donde la regulación se concentró en instituciones individuales y se separó el rol microprudencial en la FSA de la política monetaria y de la supervisión macroprudencial que quedaron en manos del Banco de Inglaterra. Algunos observadores consideran que en el caso inglés la tarea microprudencial en el período previo a la crisis no pasaba de una suerte de auditoría externa (HM Treasury, 2010). Pero la experiencia reciente expuso límites a dicho enfoque de supervisión a distancia, debido a los complicados nexos existentes dentro del sistema financiero, donde aún instituciones que parecían tener buena salud financiera colapsaron durante la crisis de 2008.

Como lección aprendida, cabe mencionar la necesidad de que el regulador entienda los modelos de negocios a fin de poder efectuar juicios fundados sobre

los riesgos que las firmas individuales cargan a sí mismas y sobre el sistema en su conjunto. En este sentido, la íntima relación existente entre las regulaciones macroprudencial y microprudencial, así como la provisión de liquidez a los bancos, hace que existan sinergias cuando ambas funciones están a cargo de la misma entidad (el banco central).

La reciente crisis financiera internacional deja instructivas lecciones que ayudan a ponderar los argumentos anteriormente expuestos (Winkler, 2010; Rotier y Véron, 2010; Geneva Association 2010a y 2010b; Chan-Lau, 2010): hubo fuerte incidencia de los arbitrajes regulatorios. Parte de los problemas de rescate se dieron en instituciones con potencial de daño sistémico que sacaron de balance actividades, o en aseguradoras que incursionaron en negocios cuasi-bancarios.

Asimismo, la reciente crisis disparó el debate técnico sobre la conveniencia de instaurar esquemas de supervisión especializada versus integrada entre intermediarios diferentes (bancos, seguros, valores, pensiones), y la conveniencia de especializar o integrar funciones (macroprudencial, microprudencial y protección del consumidor). Se advierte el cambio de énfasis en las generaciones de literatura sobre el tema, la primera centrada en los intermediarios, la más reciente en ambos temas.

En el debate poscrisis, se discute si la supervisión macroprudencial debe estar integrada con la microprudencial a raíz de la insuficiencia de éste último enfoque para detectar los riesgos sistémicos que se iban generando en los años anteriores a la crisis, aun cuando la salud individual de las entidades parecía buena. Hay acuerdo ahora en que la supervisión macroprudencial requiere conocimiento de las entidades sistemáticamente importantes y la microprudencial no puede dissociarse del desenvolvimiento del entorno macroeconómico, dado su incidencia en los balances de las entidades (Brunnermeier *et al.*, 2009; y Baltensperger *et al.*, 2008).

Una segunda discusión tiene que ver con si conviene que el banco emisor, prestamista de última instancia y/o del seguro de depósitos, esté a cargo de la supervisión macroprudencial. El alerta se vincula con los costosos salvatajes de entidades durante la crisis reciente. La cuestión es si un supervisor macroprudencial, que deberá hacerse cargo de los efectos de la crisis, no tomará en cuenta esa información antes de la crisis.

Una tercera discusión es si se debe separar de las anteriores funciones (microp- prudencial y macrop- prudencial) la protección del consumidor, y dónde ubicarla. Al respecto, se abren varias alternativas, como un regulador específico, la autori- dad de defensa de la competencia, o el mismo supervisor financiero. En el caso inglés, por ejemplo, se lo ha disociado de las nuevas funciones atribuidas al Ban- co de Inglaterra, creando una autoridad con cometidos específicos. El objetivo de dicha disociación tiene que ver con descargar al supervisor financiero para que se concentre exclusivamente en la salud del sistema y de sus entidades componentes (HM Treasury, 2010).

Un cuarto tema de discusión es el grado de injerencia del ministerio de hacienda o su equivalente. En muchos países hay comités conjuntos entre las autoridades fiscales y monetarias como forma de poner en común información de ambas partes y tomar decisiones de política más fundadas. En un período sin crisis, se pueden constituir comités donde el supervisor financiero intercambie infor- mación y estrategias con las autoridades fiscales (ministerio de hacienda o su equivalente). Producida una crisis, dichas autoridades fiscales pueden tener que protagonizar un rol activo en el rescate de las entidades colapsadas. La reciente crisis financiera internacional ha destacado la importancia de este tema, dados los costos traspasados a los contribuyentes de los recientes colapsos de enti- dades y los rescates efectuados. En los últimos veinte años, la tendencia fue a la creciente autonomía de los bancos centrales con respecto al Poder Ejecutivo con el objetivo de que la política anti-inflacionaria no se viera comprometida por necesidades fiscales. Ahora, los énfasis parecen distintos, en un mundo desa- rrollado con muy bajas tasas de inflación, pero deudas públicas incrementadas fuertemente por la necesidad de hacer frente a los costos de rescatar entidades insolventes (Laeven y Valencia, 2010).

IV. Evidencia empírica

En las secciones II y III se discutió el por qué de la supervisión financiera y los argumentos que se esgrimen para organizar dicha supervisión en forma integra- da o especializada. Aquí se han compilado y discutido los hallazgos empíricos sobre pros y contras de integrar la supervisión financiera.

De Luna Martínez y Rose (2003) presentan los resultados de una temprana encuesta sobre un grupo de quince países que habían adoptado hasta ese mo-

mento supervisión integrada.⁷ Los autores examinan cuatro cuestiones: las razones por las que dichos países establecieron una agencia supervisora integrada, el alcance de los poderes regulatorios y de supervisión de esas agencias, su progreso en armonizar sus prácticas regulatorias y de supervisión entre los diversos intermediarios monitoreados y los problemas prácticos que enfrentaron al adoptar la supervisión integrada. Las causas de la reforma citadas en la encuesta tienen que ver en más del 90% de los casos con la necesidad de supervisar instituciones financieras que se han vuelto más complejas, en un 80% con el logro de economías de escala en la supervisión y regulación, en un 27% de los casos para aumentar la comunicación entre cuerpos de supervisión, en un 20% tanto en cerrar brechas regulatorias como en reestructurar agencias luego de una crisis y, finalmente, en un 13% superar otras debilidades en la regulación. En general, estos reguladores unificados no tienen tanto poder como *a priori* podría pensarse, porque tanto los ministerios de finanzas como los bancos centrales separados han retenido importantes funciones de regulación prudencial, autorización de entidades, etcétera.

En cuanto a los problemas de la integración, se declaró en dos tercios de los casos que hubo restricciones legales a la integración que requirieron tareas de reforma legislativa, en el 60% de los casos hubo partida de personal experimentado y en la mitad de los casos hubo demoras en la integración de los sistemas informáticos y demás infraestructura, así como desmoralización del personal por el proceso de fusión. En pocas entrevistas se reportaron falta de claridad en las nuevas funciones regulatorias y problemas presupuestarios.

Čihák y Podpiera (2006) revisan la experiencia internacional de supervisión integrada, usando datos de cumplimiento con estándares internacionales, como aproximación de la calidad de la supervisión, para establecer la validez de los argumentos teóricos que se esgrimen en la discusión.⁸ Hallan que la integración completa (medida con una variable *dummy*) se asocia con mayor calidad de la supervisión en seguros y valores y mayor consistencia en la integración entre sectores, después de controlar por nivel de desarrollo. También encuentran que

⁷ Australia, Canadá, Corea del Sur, Dinamarca, Estonia, Hungría, Islandia, Letonia, Luxemburgo, Malta, México, Noruega, Singapur, Suecia y el Reino Unido (con niveles y formas disímiles de integración).

⁸ La calidad de supervisión la miden por medio del cumplimiento de los Principios Centrales de Basilea para la Supervisión Bancaria Efectiva (*Basel Core Principles for Effective Banking Supervision*, BCP), los Principios Centrales de Supervisión de Seguros (*Insurance Core Principles*, ICP) de la Asociación Internacional de los Supervisores de Seguros (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS) y los Objetivos y Principios de Regulación de Valores (*Objectives and Principles of Securities Regulation*, IOSCO) de la Asociación Internacional de Comisiones de Valores (*International Association of Securities Commissions*, IOSCO).

la integración no está asociada con una reducción significativa del personal de supervisión. El cumplimiento de los estándares se basa en una escala de 1 a 4 puntos, desde mayor a menor, proveniente del Fondo Monetario Internacional. La muestra se compone de 65 países. Hay una relación positiva entre el ambiente regulatorio general y el nivel de implementación de estándares, y se espera en países más desarrollados un mejor ambiente regulatorio en general.

El análisis de regresión confirma que los países con integración de la supervisión financiera tienden a tener una mayor calidad de supervisión bancaria, pero los niveles de PIB per cápita se correlacionan positivamente con dicha calidad. Si se mira exclusivamente el cumplimiento de las recomendaciones internacionales sobre supervisión bancaria, la media de calidad de los países con supervisión integrada aumenta 14%, en tanto lo hace en 8% si se cuenta el cumplimiento de todos los estándares, pero cae más de la mitad (y se torna no significativo) si se ajusta por PIB per cápita.

Čihák y Podpiera (2006) no encuentran evidencia de que la integración en la supervisión arroje reducciones de costos en términos de empleados trabajando en cuerpos supervisores. El personal tenido en cuenta fue exclusivamente el contabilizado en tareas específicas de supervisión, por lo que podría haber ahorros de personal de otro tipo, no detectado, dicen los autores.

Čihák y Tieman (2008) analizan la calidad del sistema de regulación y supervisión financiera, aproximado por la concordancia de los esquemas nacionales con estándares internacionales. El análisis de regresión encuentra que la calidad de la supervisión bancaria puede explicarse por variables institucionales y por el PIB per cápita. Para la supervisión de seguros y valores, la conclusión es similar, si bien menos fuerte. Al dividir los datos por zonas geográficas, encuentran sustancial diferencia en la calidad de la regulación por región, alguna (pero no toda) de la cual puede explicarse por diferencias en el desarrollo económico. En los países de altos ingresos, en general, la supervisión es de mayor calidad que en los de ingreso medio o bajo, aunque también es cierto que en los primeros casos la tarea es más complicada dados los sistemas financieros más complejos.

El enfoque empírico utilizado en Hussain (2009) para observar características comunes entre países con estructuras de supervisión similares es el análisis de medias, que compara promedios de variables del sector bancario entre sistemas

regulatorios y busca probar la presencia de diferencias estadísticamente significativas. La hipótesis nula es que los promedios de variables macroeconómicas y bancarias no varían entre estructuras de supervisión centralizadas a otras con múltiples agencias. La segunda etapa de la metodología consiste en efectuar la regresión entre el nivel de salud del sector bancario como función de la estructura de supervisión y las características del sistema bancario, aislando el efecto de variables macroeconómicas como el crecimiento económico y la inflación.

El grado de integración en la supervisión es medido por un índice de concentración de autoridades financieras. Se asigna un valor numérico a cada tipo de esquema de supervisión, que va desde 0 (regulación de cada sector del sistema financiero por parte de autoridades especializadas, con participación del banco central en la supervisión bancaria), hasta 7 (única autoridad responsable por la totalidad del sistema financiero sin involucramiento del banco central). Las medias del ingreso bruto nacional per cápita, la proporción de activos de privados como proporción del PIB, la concentración bancaria y las dos variables de crisis en regímenes de único supervisor, son estadísticamente diferentes a las medias de las mismas variables en países con múltiples supervisores.

Masciandaro y Quintyn (2009b) en un reciente análisis investigan información sobre supervisión financiera de 102 países para el período 1998-2008. Procuran contestar cuáles son las principales características de la revisión de la arquitectura regulatoria, qué explica la creciente diversidad de diseños institucionales y cuáles fueron los efectos del cambio de supervisión en la calidad de la regulación y la supervisión. Se distingue supervisión de regulación, y se centran en la primera, en temas microprudenciales y de protección al consumidor, argumentando que en la mayoría de los casos la supervisión prudencial la efectúa el banco central y la política de competencia la lleva adelante otra autoridad especializada.

En la muestra de Masciandaro y Quintyn (2009b) un 35% de los países conserva el modelo vertical de supervisión por sectores; en un 24% está completamente integrada; hay dos casos de “*twin peaks*”, con separación de estabilidad sistémica en un pico y regulación de conducta en el otro; y muchos sistemas híbridos, resultados de la historia y la costumbre donde hay a veces varios supervisores por sector, como en el caso de Estados Unidos. En veinte años hallan 66 países con reformas, donde ponderan por tercios aproximadamente los regímenes unificados, verticales e híbridos, y bastante más minoritarios, están los designados como horizontales o “*peaks*”.

V. Conclusiones

La regulación y supervisión financiera tienen base en la economía del bienestar, a partir del reconocimiento de las fallas de mercado en esas actividades. Rendimientos crecientes a escala en algunas de ellas, asimetrías informativas, externalidades sistémicas y bienes públicos —como el funcionamiento del sistema de pagos—, justifican distintos grados de intervención regulatoria y de supervisión. Se resguarda la integridad de las instituciones y del sistema en su conjunto (por los efectos de quiebras en la banca y otras instituciones que tengan relevancia sistémica) y se procura evitar la negligencia y el fraude.

La meta última de la regulación es asegurar que el sistema funcione eficientemente para transferir y asignar recursos en el tiempo y el espacio en un contexto de incertidumbre. Para ello hay tres objetivos sustantivos: preservar del riesgo sistémico (evitar externalidades por contagio), proteger al consumidor de servicios financieros (de los riesgos vinculados con su falta de conocimiento e información específicos), y promover la eficiencia y la innovación (permitiendo cubrir nuevos riesgos, aprovechar la tecnología de información, abaratar los servicios y promover la eficiencia de la economía real).

Cada objetivo se vincula con una función regulatoria y de supervisión específica: el sistémico con la supervisión macroprudencial, el de protección al consumidor con la microprudencial y el de eficiencia con la supervisión de conducta de los participantes en el mercado. Con el sistema se protegen las instituciones y los activos con que se honrarán sus compromisos, pero también el sistema de pagos y compensaciones que necesita la economía.

La regulación y supervisión financiera se llevan adelante bajo diferentes tipos o enfoques de organización. Pueden modelarse las formas de supervisión desde lo sectorial (bancos, seguros, valores, pensiones y otros intermediarios), desde el objetivo sustantivo (protección del sistema, del consumidor o de la eficiencia) y desde la función regulatoria (macroprudencial, microprudencial y de conducta). Se reconocen los modelos verticales o de silo (separando la regulación por sectores), los horizontales o de picos (agrupan sectores, pero pueden separar funciones), regulador único (con o sin integración del banco central, el cual tradicionalmente se identifica con la función macroprudencial) o reguladores separados por funciones pero multisectoriales.

Una revisión de la literatura permite identificar ocho discusiones relacionadas con la integración de la supervisión financiera. Cinco son institucionales: incentivos al riesgo moral, posibilidad de captura, efecto “árbol de navidad”, peligro de un Leviatán burocrático, transparencia y responsabilidad en la rendición de cuentas; y tres son económicas: economías de escala y alcance en la regulación, supervisión efectiva de conglomerados, y neutralidad competitiva y coherencia en la regulación.

Los argumentos institucionales permiten discutir pros y contras de la integración, y dan cuenta de la gran oportunidad que significa para ganar en eficacia y eficiencia en los objetivos sustantivos de integrar. El mayor peligro es el del Leviatán regulatorio, que requiere adecuados contrapesos al establecer metas precisas, funciones acotadas y rendición de cuentas. Un segundo peligro, aunque posiblemente de importancia algo menor, es la posibilidad de que la reforma sea cooptada en su diseño por objetivos subalternos o interesados.

Los tres elementos económicos en la discusión alientan claramente a la integración. Aunque las economías de escala y alcance sean difíciles de medir en la práctica, para un país pequeño se refuerza el argumento de tener el talento, el conocimiento, la experiencia y la información concentrados en un mismo lugar. Aunque la industria no esté en su totalidad compuesta por conglomerados, su regulación uniforme y consistente justifica la integración. En un país donde los intermediarios predominantes son bancos y los estándares iniciales son más severos para ellos, la integración elevará el promedio de conocimiento y exigencia para los restantes intermediarios.

La evidencia empírica de la conveniencia o no de integrar la supervisión hace un valioso esfuerzo de medición de un fenómeno que tiene mucho de cualitativo. Los resultados no son concluyentes, ni en un sentido, ni en otro. Resulta interesante que las motivaciones económicas han estado presentes en las reformas como principales causales, y las crisis son un fuerte incentivo para revisar esquemas existentes. Los conglomerados y la búsqueda de escala han sido los más importantes determinantes de las reformas hacia supervisión integrada. La existencia de estándares internacionales de buena regulación y su ritmo de adopción son una buena aproximación a la medición de la calidad relativa de la supervisión financiera. Si se acepta este criterio, el promedio de cumplimiento aumenta en países con supervisión financiera integrada, aunque la evidencia es solamente correlacional. Muchos de los países con supervisor único son centros

financieros internacionales o de banca *off shore*. Los países con múltiples supervisores especializados son más propensos a haber tenido más crisis bancarias.

Diez años atrás, esta discusión era más que nada conceptual. Se ha sumado la dolorosa experiencia de la crisis de 2008 (que afectó por igual a importantes mercados financieros con supervisor integrado —como el Reino Unido— o con supervisores especializados —como los Estados Unidos—). También se acumuló un cuerpo de literatura empírica que ha intentado evaluar las ventajas y desventajas de unificar la supervisión. El estudio realizado arroja luz sobre varios temas, a la vez que abre nuevos interrogantes. Merece un trato más detallado y meduloso la discusión de los enfoques de regulación a la luz de las enseñanzas de la reciente crisis financiera. Ésta no fue la primera ni la última, resultó muy grave comparada con las que se vivieron después de la Gran Depresión y las futuras crisis no serán iguales. Lo aprendido merece ser documentado y debidamente analizado, dado que enriqueció el debate previo sobre la supervisión financiera conjunta. En particular, las razones económicas vinculadas con conglomerados, arbitrajes, solapamiento y zonas grises, ausencia de comunicación y un trato integrado entre supervisores especializados, asoman como las más fuertes en la discusión presente y futura.

Referencias

Aizenman, J. (2010). “Macro Prudential Supervision in the Open Economy, and the Role of Central Banks in Emerging Markets”, *Open Economies Review*, 21, pp. 465-482.

Bhatia, A. (2011). “Consolidated Regulation and Supervision in the United States”, IMF Working Paper WP/11/23.

Baltensperger, E., P. Buomberger, A. Iuppa, B. Keller y A. Wicki (2008). “Regulation and Intervention in the Insurance Industry - Fundamental Issues”, *The Geneva Reports*, Risk and Insurance Research, The Geneva Association, Febrero.

Briault, C. (1999). “The Rationale for a Single National Regulator”, *Occasional Paper Series*, N° 2, Financial Services Authority, United Kingdom, Mayo.

Briault, C. (2002). “Revisiting the Rationale for a Single National Services Regulator”, *Occasional Paper Series*, N°16, Financial Services Authority, United Kingdom, Febrero.

Brost, H., H. Loechel y H. Xiang Li (2008). “Benefits and Costs of Integrated Financial Services Providers (IFSP) – State-of-the-Art in Research”, EU-China BMT Working Paper Series, 006, Frankfurt School on Finance and Management.

Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud y H. Shin (2009). “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, *Geneva Reports on the World Economy*, 11, Centre for Economic Policy Research.

Carmassi, J. y R. Herring (2008). “The Structure of Cross-Sector Financial Supervision”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 17, pp. 51-76.

Čihák, M. y R. Podpiera (2006). “Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision”, IMF Working Paper 06 /57, Monetary and Financial Systems Department, International Monetary Fund.

Čihák, M. y A. Tieman (2008). “Quality of Financial Sector Regulation and Supervision Around the World”, IMF Working Paper 08/190, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund.

Chan-Lau, J. (2010). “Regulatory Capital Charges for Too-Connected-to-Fail Institutions: A Practical Proposal”, IMF Working Paper 10/98, Western Hemisphere Department, International Monetary Fund.

Claessens, S. (2002). “Benefits and Costs of Integrated Financial Services Provision in Developing Countries”, Joint Netherland-US Roundtable on Financial Services Conglomerates, Washington.

Claessens, S., G. Dell’Ariccia, D. Igan y L. Laeven (2010). “Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis”, IMF Working Paper, WP/10/44.

Davis, K. (2008). “Competition Policy in Banking and Financial Services”, Presentation, University of Melbourne.

De Luna Martínez, J. y T. Rose (2003). “International Survey of Integrated Financial Sector Supervision”, Policy Research Working Paper 3096, Financial Sector Operations and Policy Department, World Bank.

Demaestri, E. y D. Sourrouille (2003). “Integrated Financial Regulation and Supervision: Experiences in Selected Countries”, Sustainable Development Department, Technical Papers Series, IFM-139, Inter-American Development Bank, Diciembre.

Demaestri, E. y G. Ferro (2004). “Integrated Financial Supervision and Private Pension Funds”, In Supervising Private Pensions: Institutions and Methods, issue N° 6, *Private Pension Series*, OECD, Paris, Septiembre.

Demaestri, E. y F. Guerrero (2006). “What are the Perils of Separating Banking Regulation from the Central Bank’s Orbit in Latin America and the Caribbean?”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 14, N° 1, pp.70-83.

Dewatripont, M. y J. Tirole (1994). *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge, MIT Press, Walras-Pareto Lectures N° 1.

Di Giorgio, G. y C. Di Noia (2008). *Designing a Regulatory and Supervisory Framework for Integrated Financial Markets*, Springer e-book.

Geneva Association (2010a). “Anatomy of the Credit Crisis. An Insurance Reader From the Geneva Association”, en Patrick Lietdke (Ed.), *The Geneva Reports Risk and Insurance Research* N° 3, Enero.

Geneva Association (2010b). “Systemic Risk in Insurance. An Analysis of Insurance and Financial Stability”, Special Report of the Geneva Association Systemic Risk Working Group, Marzo.

Giucci, R., H. Herasym e I. Lachmund (2005). “Financial Sector Supervision in Ukraine: Would an Integrated Supervisor Help?”, Institute for Economic Research and Policy Consulting in Ukraine, German Advisory Group on Economic Reform.

HM Treasury (2010). “A New Approach to Financial Regulation: Judgement, Focus and Stability”, Her Majesty Treasury Document, Londres.

Herring, R. J. y A. Santomero (2000). “What Is Optimal Regulation?”, en Benton E. Gup (Ed.), *The New Financial Architecture: Banking Regulation in the 21st Century*, Greenwood Publishing.

Holopainen, H. (2007). “Integration of Financial Supervision”, Research Discussion Papers, 12, Bank of Finland.

Hussain, B. (2009). “Integrated Financial Supervision and its Implications for Banking Sector Stability”, Undergraduate Thesis, Leonard N. Stern School of Business, New York University.

Laeven, L. y F. Valencia (2010). “Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly”, IMF Working Paper WP/10/146.

Llewellyn, D. (1999). “The Economic Rationale for Financial Regulation”, Occasional Paper Series N° 1, Financial Services Authority, United Kingdom, abril.

Llewellyn, D. (2006). “Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues”, Trabajo presentado en el seminario del Banco Mundial: Aligning Supervisory Structures with Country Needs, Washington DC, 6 y 7 de junio.

Masciandaro, D. y M. Quintyn (2009a). “Reforming Financial Supervision and the Role of Central Banks: a Review of Global Trends, Causes and Effects (1998-2008)”, CEPR Policy Insight, 30, pp. 1-11.

Masciandaro, D. y M. Quintyn (2009b). “Regulating the Regulators: The Changing Face of Financial Supervision Architectures Before and After the Crisis”, *European Company Law*, 6, pp. 187-196.

Ojo, M. (2010). “Redefining a Role for Central Banks: The Increased Importance of Central Banks’ Roles in the Management of Liquidity Risks and Macro-prudential Supervision in the Aftermath of the Financial Crisis”, MPRA Paper 25884, University Library of Munich, Germany.

Pellerin, S., J. Walter y P. Wescott (2009). “The Consolidation of Financial Regulation: Pros, Cons, and Implications for the United States”, *Economic Quarterly*, 95:2, pp. 121-160.

Rottier, S. y N. Véron (2010). “Not All Financial Regulation Is Global”, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics.

Schüler, M. (2004). “Integrated Financial Supervision in Germany”, Centre for European Economic Research Discussion Paper, N° 04-035.

Seelig, S. y A. Novoa (2009). “Governance Practices at Financial Regulatory and Supervisory Agencies”, IMF Working Paper 09/135, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund.

Skinner, P. (2009). “Hearing on ‘Systemic Risk and Insurance’”, Testimony given before the United States House of Representatives, Committee on Financial Services, Subcommittee on Capital Markets.

Stiglitz, J. (1994). “The Role of the State in Financial Markets”, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993, The World Bank.

van der Ploeg, S. (2010). “Bank Default Prediction Models. A Comparison and an Application to Credit Rating Transitions”, Masters’ Thesis at Erasmus University Rotterdam, Erasmus School of Economics, Department of Finance.

Winkler, A. (2010). "The Financial Crisis: A Wake-Up Call for Strengthening Regional Monitoring of Financial Markets and Regional Coordination of Financial Sector Policies?", ADBI Working Paper Series, 199, Asian Development Bank Institute.