

# Un aspecto de la crisis financiera del 2007: la regulación

**Guillermo de LEÓN LÁZARO**

Real Centro Universitario  
“Escorial-María Cristina”  
San Lorenzo del Escorial

**Resumen:** En este artículo, se comentan diferentes aspectos para la regulación financiera internacional, con algunas lecciones para el caso español derivadas de la evidencia empírica. En la perspectiva internacional, el mayor consenso parece residir en que la vía más adecuada para evitar que el riesgo sistémico escape del perímetro de la regulación y genere sistemas periféricos es la coordinación a escala nacional y la detección temprana de prácticas de riesgo.

**Abstract:** There has been a number of heterogeneous and, in some cases, confronting views on how to undertake the reform of the international financial architecture. In this article, the main regulatory proposals are discussed and reassessed, including some specific lessons for the Spanish case from recent empirical evidence. In the international perspective, our analysis suggests that the main consensus on how to control systemic risk and shadow banking systems is a large-scale international coordination and the use of prompt corrective actions.

**Palabras clave:** Riesgo; Economía; Regulación; Sistémico; Activos; Créditos; Globalización.

**Keywords:** Risk; Economy; Regulatory; Systemic; Asset; Loans; Globalization.

## **Sumario:**

- I. Introducción.**
- II. Desregulación.**
- III. Mercados eficientes.**

- IV. Instituciones financieras.**
- V. Burbuja financiera.**
- VI. Regulación financiera.**
- VII. Conclusiones.**
- VIII. Bibliografía.**
- IX. Enlaces de interés.**

**Recibido: noviembre de 2010.**

**Aceptado: enero de 2011.**

## **I. INTRODUCCIÓN**

Quiero referirme a un aspecto particular de la crisis financiera en la que estamos envueltos. Particular, sí, pero de especial importancia para dar sentido a lo que pasó y, más importante aún, para iluminar la dirección de avance por un camino del que queden excluidos sobresaltos como los que todos hemos vivido desde el comienzo de la crisis en el año 2007.

Trataré de argumentar por qué un ambiente intelectual permisivo, confiado en la eficiencia de los mercados y su capacidad para regularse a sí mismos, tuvo consecuencias dramáticas en la generación de las dinámicas que condujeron a la crisis. Lo que, de rechazo, nos proveerá de claves para entender la nueva regulación financiera que se está poniendo en práctica ahora mismo.

No puede eludirse una sensación de perplejidad cuando pasan los meses y la crisis económica y financiera en la que estamos instalados desde septiembre del año 2007, lejos de moderarse, se mantiene inexorable sobre las economías occidentales, concretada en forma de desempleo, desequilibrio de las finanzas públicas y una incapacidad notoria para iniciar sendas de crecimiento sostenible.

Desde esta perplejidad, importa preguntarse por las claves que deben permitirnos identificar los orígenes de la crisis y plantear alternativas que puedan evitar su repetición en el medio plazo.

Es verdad que en España los perfiles de la crisis tuvieron su matiz propio, pero desde mi punto de vista, la burbuja inmobiliaria o el endeudamiento generalizado, los dos rasgos más característicos del proceso previo a la crisis en España, no son más que accidentes, aspectos particulares, de los rasgos generales que caracterizaron el proceso de la crisis económica de las economías occidentales.

Para caracterizar esos riesgos, se ha hablado de la incorrecta regulación del mercado hipotecario americano; de la excesiva y poco controlada innovación financiera; de los erróneos mensajes de política económica lanzados al mercado por la Reserva Federal americana. Igualmente, se ha apelado a la codicia

ilimitada de los banqueros y, de hecho, no sólo de ellos sino de todos aquellos que, en cualquier parte del mundo, pudieron acceder a uno u otro de los tapetes en que se distribuyó la monumental ruleta del beneficio fácil y rápido que caracterizó el período 2002/2007.

Sin duda, estos elementos y muchos otros jugaron un papel. Pero dudo que centrándose en ninguno de ellos pudiéramos obtener una visión lo suficientemente completa de lo que pasó.

Y no cabe duda de que importa hacerlo. Porque lo cierto es, que las actitudes sufrieron tal desajuste, los comportamientos desvariaron en tal magnitud y las pérdidas que implicaron unas y otros se alejan tanto de lo que hasta hace pocos años pudo parecernos normal, que todos los esfuerzos serán pocos y todos los recursos limitados, para obtener cuanto antes una comprensión cabal de lo que sucedió. Así, podremos fundamentar sobre ella un programa de reformas que, cuando menos, genere alarmas de forma adecuada y, en consecuencia, resulten actuaciones compensatorias inmediatas.

## II. DESREGULACIÓN

En mi opinión, existe un concepto clave que explica sobradamente tanto el comportamiento de las agencias reguladoras durante los años previos a la crisis, como el comportamiento durante ese período de los bancos, fondos de inversión y demás participantes en los mercados. Ese concepto es el de “desregulación”.

¿Qué debemos entender por “desregulación” en este contexto? Básicamente, la confianza en la capacidad de los mercados financieros para regular por sí mismos su propio funcionamiento. Es decir, para establecer autónomamente reglas de comportamiento sostenible en ausencia, o con mínima interferencia, de reguladores exteriores al propio mercado.

Este concepto de desregulación informó de un modo u otro todo el desarrollo intelectual de la investigación reciente sobre los mercados financieros. Llegó a convertirse, en la década previa a la crisis, en el eje mismo de la reflexión, informando todos los aspectos del pensamiento financiero sobre los mercados. Hasta el punto, de traspasar con mucho las barreras de la prensa especializada para instalarse cómodamente en el centro del pensamiento común de los ciudadanos sobre estos temas. Basta leer con atención la prensa para observar, aún hoy, cuán prevalente es esta idea de que es mejor dejar a los mercados financieros “funcionar por sí mismos”.

Ciertamente, no le faltan a esta idea fundamentos intelectuales de largo alcance. De hecho hunde sus raíces en el concepto de los “mercados eficientes”, teoría surgida en los años sesenta del pasado siglo. Sin entrar en territorios improcedentes en este momento, baste decir que la teoría de los mercados eficientes se basa en la hipótesis de la eficiencia de los mercados, según la cual, el precio de los activos negociados en los mercados financieros, refleja toda la información conocida por los miembros del mercado; y todas las creencias de los inversores sobre el futuro.

Esta hipótesis implica que no es posible que el mercado financiero pueda desarrollarse, si le permitimos que lo realice, no a través de un mercado eficiente, sino por medio de la suerte o de la información privilegiada. Sugiere también, que el flujo futuro de información que determinará el precio de los activos financieros es aleatorio y que no es posible conocerlo por adelantado.

### **III. MERCADOS EFICIENTES**

La teoría de los mercados eficientes informó durante décadas el trabajo académico de las mejores universidades y absorbió el esfuerzo de los mejores talentos de la profesión, incluidos varios premios Nobel, por ejemplo R. Merton y M. Scholes o, más recientemente, R. Lucas. Su persistencia en este ámbito, ayuda a explicar cómo esta teoría, o su variante profana y popular, la autorregulación, llegó a convertirse en el fundamento de la ideología dominante de los principales reguladores mundiales, la Agencia de Valores americana, la SEC; la Reserva Federal de Alan Greenspan y Ben Bernanke o el Banco Central Europeo, por ejemplo.

Resultó fácil pasar del concepto de mercados eficientes al de autorregulación, que constituye su principal implicación práctica. Porque si los precios de los mercados financieros recogen toda la información disponible y los elementos informativos futuros que puedan afectarlos tienen siempre la categoría de sorpresas, poco puede hacer un agente externo para ordenar el comportamiento o poner límites al funcionamiento de cualquier mercado. Más aún, su actuación no puede sino provocar perjuicio a lo que de por sí ya funciona correctamente, estableciendo rigideces y limitando la capacidad de los participantes para contribuir con su actuación a la determinación libre de los precios de los activos financieros.

En la práctica, una vez que el concepto se instaló en el núcleo del pensamiento aceptado por agentes del mercado y agencias regulatorias, las implicaciones prácticas de la autorregulación se fueron desgranando con la inexorabilidad

del pensamiento lógico. La principal, es la aceptación incuestionada de que “todo el mundo puede hacer de todo”.

En particular, esto significa que cualquier mercado financiero puede desarrollarse, si un grupo de potenciales participantes en el mismo desean crearlo, con independencia de cualquier reflexión sobre su utilidad o su papel en el conjunto del sistema financiero. Este es el origen de los mercados llamados “over the counter”, es decir, no públicos.

De la misma manera, y con la misma lógica, cualquier agente económico puede participar en cualquier mercado, sin que se requiera ni sea necesaria cualquier comprobación externa de su idoneidad para ello. De esta forma, se modificó sustancialmente la estructura y el funcionamiento de los mercados de futuros, convirtiéndolos en mecanismos puros de especulación, básicamente ajenos a la función de cobertura de riesgos que un día originó su nacimiento.

Combinados, los dos componentes anteriores explican el inmenso desarrollo que tuvieron los mercados de derivados financieros en los últimos veinte años, convertidos en el paradigma de la innovación y repositorio natural de los mejores talentos egresados de las universidades de mayor prestigio.

#### **IV. INSTITUCIONES FINANCIERAS**

Si pasamos ahora del universo de los mercados al de las instituciones, es fácil ver que el concepto de autorregulación también se introdujo hasta el centro de la regulación bancaria. En este campo, su principal implicación resultó ser convertir en “obvia” la idea de que también los bancos comerciales “pueden hacer de todo”. Es decir, no sólo realizar las tareas de banca comercial y atención al sistema de pagos que constituyen su esencia, sino también implicarse en tareas de banca de inversión y participar directamente y por cuenta propia en los mercados financieros.

Como es sabido, con la denominación de “Banca Universal”, esta idea ya estaba presente en los sistemas bancarios europeos, pero más como potencialidad que como voluntad de actuación específica. De hecho, en la tradición europea, cuando una institución deseaba desarrollar actuaciones de banca de inversión, las segregaba a una filial especializada, al modo de los bancos de inversión ingleses, pioneros en esta actividad.

La situación en los Estados Unidos era bien distinta, pues desde la reforma financiera de los años treinta del siglo pasado, se estableció una distinción estricta entre la banca comercial, que podía captar depósitos del público y

disfrutaba de un seguro público de los mismos, pero no podía participar en los mercados financieros; y la banca de inversión, que no podía apelar al ahorro del público, pero sí actuar como principal en los mercados financieros de su elección.

Esta separación entre banca comercial y banca de inversión, es la que fue minándose al calor de la idea de autorregulación hasta culminar en 1999, con la supresión definitiva de la Ley Glass-Steagall, que había establecido tal distinción en 1933.

A partir de ese momento, los bancos de inversión pudieron captar fondos del público que, de esta forma, accedió a los rendimientos propios de los mercados financieros sin una cabal comprensión de sus riesgos. Por otra parte, los bancos comerciales se vieron liberados de la restricción de sus depositantes e iniciaron una carrera cada vez más intensa de participación en los mercados financieros.

En un caso y otro, los incentivos existentes condujeron a un incremento sustancial de los balances de las entidades financieras, soportado por tasas de endeudamiento inauditas, con un correlato necesario de aumento sistemático del nivel y la complejidad de los riesgos residenciados en los balances bancarios.

## **V. BURBUJA FINANCIERA**

Esto es, justamente, lo que constituyó la burbuja financiera, cuya ruptura en otoño del año 2007 desató la crisis, que muy pronto se extendería al sector real de la economía y en la que aún estamos inmersos. E importa resaltar, que la manifestación extrema de esa crisis financiera, resultó ser la paralización total de los mercados financieros, incluso de los mercados monetarios más básicos, incapaces de evaluar el riesgo implícito en cada contraparte y, por tanto, demandantes netos de liquidez, en cualquier cantidad y a cualquier precio.

La parálisis que provocó el pánico y el riesgo real de colapso del sistema de pagos americano, motivó la intervención enérgica de las autoridades, que inyectaron liquidez en cantidades tribillonarias, de forma que los mercados monetarios y de deuda pudiesen mantener una mínima actividad que evitase el desastre.

Desde el punto de vista mío, el efecto básico de la crisis financiera es que hizo saltar por los aires el consenso que hacía de la autorregulación la norma de juicio principal, tanto de los reguladores como de los participantes en los

mercados. En efecto, los mercados financieros básicos se demostraron incapaces de hacer frente al colapso y su autorregulación fracasó estrepitosamente en la tarea inexcusable de asegurar su funcionamiento regular y sostenible.

Es claro, que en mi opinión, el impacto intelectual de esta crisis irá desarrollando sus implicaciones a lo largo de un período largo de tiempo. Es decir hasta que vaya surgiendo un nuevo paradigma que oriente la investigación sobre temas financieros. Sin embargo, es igualmente claro que las implicaciones de la quiebra de un concepto tan crucial en la arquitectura de la regulación financiera, no podía dejar de tener implicaciones sobre la actitud de los reguladores financieros y de los políticos que sustentan su actuación.

## VI. REGULACIÓN FINANCIERA

A continuación referiré los alineamientos concretos de la nueva regulación financiera que está desarrollándose, pero previamente precisaré algunas implicaciones conceptuales de la quiebra del concepto de autorregulación. La primera y más obvia es que debe aceptarse la legitimidad de algún agente externo, un regulador, para pronunciarse sobre la función y utilidad de los diferentes mercados financieros, lo que obviamente implica emitir un juicio sobre la idoneidad de su aparición y desarrollo.

La segunda es aceptar que no todos los agentes financieros pueden participar en todos los mercados. La insistencia del anterior Presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, en volver a una nueva versión de la antigua Ley Glass-Steagall y separar las actividades de banca comercial y de participación en los mercados financieros, ó banca de inversión, ha sido recogida parcialmente por la nueva regulación financiera americana, como veremos. Además, está llamada, en mi opinión, encontrará un apoyo creciente, a medida que el aumento de los requerimientos de capital fuerzen a una reconsideración del modelo de negocio bancario.

Finalmente, una última consecuencia de la quiebra de la autorregulación es el reconocimiento generalizado de que deben ponerse límites al endeudamiento de los agentes financieros, de modo que el crecimiento de los balances se atempere a la actividad real. El movimiento hacia la limitación del tamaño de los bancos, para evitar instituciones “demasiado grandes para quebrar”, va en esta dirección.

Todas las consecuencias anteriores son perceptibles como líneas maestras de la nueva regulación financiera. De hecho, en septiembre del año 2010, los

principales reguladores bancarios mundiales llegaron en Basilea a un acuerdo de largo alcance, llamado a modificar seriamente el modelo de negocio bancario del futuro.

En efecto, Basilea III establece unos requerimientos de capital para las entidades financieras mucho más estrictos que los existentes hasta ahora. Un requerimiento de capital no es otra cosa que el volumen de recursos propios que un banco ha de mantener en su balance, dependiendo de su tamaño y de la actividad que desarrolle. Al aumentar su importe, se pretende forzar una actuación más prudente de los bancos, al tiempo que se asegura la disponibilidad de un colchón más sólido en caso de pérdidas. En el mes de Noviembre del año 2010, el G 20 aprobó la nueva regulación, de forma que los distintos países tengan que iniciar su puesta en práctica antes de comienzos de 2013.

Si bien la implantación de Basilea III será progresiva hasta culminar en 2018, los bancos ya están adecuando sus estructuras de negocio a la nueva situación, lo cual no está exento de problemas. Hay que tener en cuenta que un banco cualquiera del sistema bancario puede incrementar su capital únicamente por dos vías. La primera es aumentando el capital de que dispone, bien reteniendo beneficios o solicitando nuevos recursos a sus accionistas. La segunda es reduciendo el tamaño de su balance, es decir, disminuyendo el crédito concedido a particulares y empresas. Esta es una de las razones de la restricción crediticia actual.

Adicionalmente, dentro de la nueva regulación se incorpora también un ratio de apalancamiento, que incluye partidas fuera de balance, y que reforzará las exigencias de capital en caso de un fuerte endeudamiento de cualquier banco. Igualmente, penalizará la exposición en derivados de los llamados OTC, negociados bilateralmente entre entidades sin ningún control externo, con lo que se incentiva su negociación en mercados abiertos y el uso de Centrales de Contrapartida para la liquidación de estos activos financieros.

Desde el punto de vista institucional, también se están dando pasos de importancia. En Europa, el Parlamento Europeo ha aprobado recientemente la creación del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, ligado al Banco Central Europeo, encargado de la supervisión macro prudencial y, en particular, de detectar señales de alarma temprana ante el desarrollo de situaciones de riesgo financiero global.

Igualmente, se han creado tres nuevos supervisores financieros, encargados de la supervisión micro-prudencial de tres grupos de instituciones, los bancos; los mercados de valores y las compañías de seguros. Estas instituciones, que

conjuntamente forman el llamado Sistema Europeo de Supervisores Financieros, trabajarán coordinando los correspondientes supervisores nacionales, si bien tienen capacidad decisoria en caso de conflicto entre países o si la situación plantea caracteres de urgencia y requiere intervención inmediata.

Por su parte, los legisladores americanos han ido un poco más lejos. En la Ley de Reforma Financiera firmada por el Presidente Obama el pasado 21 de Julio, se dan pasos de largo alcance para fuera de la estructura bancaria, a filiales que tendrán la operativa de sus mercados financieros. En ambos casos, en un tono que refleja con claridad el nuevo sentimiento de desconfianza respecto a la bondad de los mercados financieros que se ha generalizado como consecuencia de la crisis.

No voy a comentar las más de 2.000 páginas de esta Ley, pero sí me permito reseñar los tres o cuatro puntos de reforma básicos más pertinentes e importantes desde la perspectiva que he adoptado en éste artículo.

En primer lugar, de forma muy similar a lo sucedido en Europa, se crea un consejo de reguladores federales, presidido por el Secretario del Tesoro, cuya función será la de detectar riesgos sistémicos en los mercados, con la capacidad de restringir la actividad de intermediarios con problemas e incluso llegar a su intervención y liquidación.

Pero quizá las dos medidas de mayor alcance, tienen que ver con la estructura de los bancos y la negociación de productos derivados. En cuanto a lo primero, se prohíbe a los bancos realizar transacciones por cuenta propia en tanto tengan depósitos protegidos por el sistema federal de seguro de depósitos. Además, se les prohíbe invertir en los llamados fondos de cobertura ó “hedge funds”, así como en fondos de capital riesgo, salvo con límites muy estrictos.

Esta reglamentación, impulsada por Paul Volcker al que ya citamos, va tan lejos en la reimplantación de la antigua separación entre banca comercial y banca de inversión, como pudo lograrse en esta ocasión. Con todo, dependiendo de la forma de su puesta en práctica, puede estar llamada a impulsar cambios de largo alcance en el modelo de negocio de muchos bancos, forzando una mayor especialización en unos u otros tipos de actividad bancaria.

Finalmente, en lo que respecta a la negociación de productos derivados, se fuerza su liquidación en cámaras de compensación abiertas, lo que en combinación con la penalización de las actividades por cuenta propia, fuerza a que los bancos segreguen esta actividad de negociación de productos derivados fuera de la estructura bancaria, a filiales que tendrán que ser capitalizadas de forma independiente.

## VII. CONCLUSIONES

Mi intención ha sido presentar la que es, en mi opinión, la base conceptual del cambio en la regulación del sistema financiero actualmente en marcha. No se trata de una reforma menor. Por el contrario, con crisis económica o sin ella, está llamada a configurar el modelo de bancos del futuro. En la medida en que este modelo implique cambios en la oferta de crédito, como en mi opinión ocurrirá, también tendrá implicaciones serias sobre la estructura de financiación de las empresas y, en última instancia, sobre su propio modelo de negocio.

Ahora bien, en mi opinión, valorar la responsabilidad de las ideas desreguladoras en la gestión de la crisis, no deben llevarnos a la defensa a ultranza del intervencionismo económico y, mucho menos aún, a equiparar liberalización con crisis financiera. El mundo de las finanzas presenta particularidades que lo hacen un sujeto necesario de regulación. Pero también es cierto, que sin una medida de capacidad de decisión y libertad de desarrollo, difícilmente podrá el sistema financiero contribuir al crecimiento de las rentas y el empleo, como es su misión.

Se abre así paso la idea de la regulación óptima, esto es, el grado adecuado y la forma precisa de regulación financiera, que previene el exceso y ofrece un marco adecuado al sistema para funcionar por sí mismo.

Estamos lejos de poder concluir mucho en este sentido, lo cual es buena noticia para alentarnos a continuar investigando estos aspectos tan importantes de la economía mundial.

## VIII. BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, Evolución del mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario. Tercer trimestre de 2008. Buenos Aires 2008.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, Informe trimestral, septiembre 2009. Basilea 2009.
- CEPAL, Panorama de la inserción internacional. Tendencias 2009. Santiago de Chile 2009.
- CEPAL, Estudio económico de la crisis financiera 2007 – 2010. Santiago de Chile 2010.

- EICHENGREEN, B., Desequilibrios globales y las lecciones de Bretón Woods. *Revista Desarrollo Económico* 44 (2009) 619-643.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI), *Perspectiva de la Economía Mundial*, octubre 2010. Washington D.C.
- GYLFARSON, T., *Principles of Economic Growth*. Oxford University Press, 2009.
- JOPNES, Ch. I., *Introducción al crecimiento económico*. Prentice Hall, México 2009.
- KRUGMAN, P., *Economía Internacional*. Pearson Educación, Madrid 2008.
- KRUGMAN, P., “Let’s get fiscal”, en *New York Times*, 17 de octubre de 2010.
- ORGANIZACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS (ONU), *Objetivos de Desarrollo del Milenio Informe 2008*. Nueva York.
- KENETH, R., “America will need a \$ 1,000 bn bail-out”, en *Financial Times*, 17 de septiembre de 2008.
- NOURIEL, R., *The risk of a Systemic Financial Metdown: the 12 steps to financial disaster*, 2009: <http://www.rgmonitor.com>
- SALA, X., e MARTÍN, I., *Apuntes de crecimiento económico*. Antoni Bosch, Barcelona 2008.

## IX. ENLACES DE INTERÉS

- Banco Central Europeo: [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
- Banco de España: [www.bde.es](http://www.bde.es)
- Banco Mundial: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
- Banco de Pagos Internacionales: [www.bis.org](http://www.bis.org)
- Fondo Monetario Internacional: [www.imf.org](http://www.imf.org)
- Intermon Oxfam: [www.intermon.org](http://www.intermon.org)
- Instituto Nacional de Estadística: [www.ine.es](http://www.ine.es)
- ONU/WIDER: [www.wider.onu.edu/wiid.htm](http://www.wider.onu.edu/wiid.htm)
- PNUD: [www.undp.org](http://www.undp.org)
- UNTCAD: [www.untcad.org](http://www.untcad.org).