

LA SUPERVISIÓN MICROPRUDENCIAL FRENTE A LA MACROPRUDENCIAL

FUNCIONES QUE TIENEN SENTIDO SÓLO COMO PARTE DE UN RÉGIMEN AMPLIO DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Paul Tucker

1. INTRODUCCIÓN

Se me ha solicitado abordar el tema de cómo las supervisiones micro y macro prudenciales trabajan juntas.

Mi respuesta es que ninguna de estas actividades, y en especial la microsupervisión, está bien definida como actividad independiente. Ya que esto parecería, en el mejor de los casos, ir en contra de decenios de supervisión microprudencial aquí en la Reserva Federal y en otros lugares, es obvio que debo pensar que la supervisión ha perdido el norte en algún punto de su rumbo o, que siempre estuvo a la deriva. En retrospectiva, creo que ambos supuestos son verdades, si bien en distintos grados para distintos supervisores en momentos diferentes.

Pero dejando de lado la historia, si estoy en lo correcto, nos enfrentamos a grandes cuestionamientos sobre la formulación de regímenes, incluyendo la delegación de la autoridad a organismos de diversos tipos.

En este escrito me referiré, si bien no exhaustivamente, a la naturaleza del problema de la estabilidad financiera, a su efecto en la arquitectura de alto nivel de un régimen para preservar la estabilidad y a las implicaciones para el establecimiento de instituciones en las democracias liberales, donde los poderes deben ser legítimos así como eficaces en un sentido

Harvard Kennedy School. Publica el CEMLA con la debida autorización la ponencia realizada en la 59ª Conferencia Económica sobre Política Monetaria Macroprudencial, del Banco de la Reserva Federal de Boston, 2 y 3 de octubre de 2015.

estricto. La ruta para abordar el tema de ensayo establecido por la Reserva Federal de Boston sobre los conflictos potenciales entre la supervisión micro y la macro será enrevesada. Creo que necesitamos dar un paso atrás y reflexionar sobre la estabilidad financiera como un problema de recursos comunales aquejados por acciones ocultas. Esto me lleva a separar tres componentes de un régimen de estabilidad: el establecimiento de una norma de resiliencia y su aplicación mediante las distintas partes del sistema financiero teniendo en cuenta las diferentes amenazas que plantean a la estabilidad; la microsupervisión de empresas, fondos y estructuras para desenterrar y prevenir acciones ocultas ideadas para sortear esa norma; y el ajuste dinámico macroprudencial de los parámetros

regulatorios básicos para mantener la norma resiliencia en estados del mundo que no se reflejaron en la calibración del régimen base. Sólo entonces, con una definición de las micro y macro supervisiones dentro de un amplio régimen coherente para la estabilidad, puedo centrarme en la pregunta de la Reserva Federal. Resultará que si la reforma legislativa está fuera del alcance, las autoridades necesitan adaptar su organización y procesos internos.

Debería decir antes de empezar que me enfocaré no tanto en los *insumos* a la supervisión micro y macro o sus actividades cotidianas en la oficina, sino más en sus *finés* y *resultados*: esto es, en para qué están y los tipos de acciones que implican.

2. LA ESTABILIDAD: UN PROBLEMA DE RECURSOS COMUNALES QUE NO PUEDE SOLUCIONARSE SÓLO CON UNA MEJOR ASIGNACIÓN DE LOS DERECHOS DE PROPIEDAD

Amenudo se dice que, al igual que la estabilidad de precios, la estabilidad financiera es un bien público. Creo que esto deja fuera algo importante.

La estabilidad de precios es un bien público. Nadie puede ser excluido de los beneficios de una inflación baja y estable, y nadie puede consumir los beneficios dejando menos para los otros. Dicho de otra manera, ningún agente económico puede minar la estabilidad de precios siempre y cuando el régimen monetario permanezca intacto.

No es exactamente lo mismo con la estabilidad del sistema financiero. *Es* no-excluíble: nadie puede quedar afuera. Pero *no* es no-exclusivo. En un entorno de estabilidad, las empresas individuales (o los hogares) pueden verse tentados a tomar más riesgos que en otras circunstancias. Si cada empresa tiene un incentivo para incrementar su apalancamiento o descalce de liquidez *de manera oculta*, se merma la resiliencia del sistema. Lo que subyace ante esto es un problema familiar de acción colectiva: si creo que todos están eligiendo ser sensatos, entonces yo tengo un incentivo para ser oportunista y elegir ser menos sensato. Si creo que los otros eligen ser pocos sensatos, tengo incentivos para unirme a la fiesta.

En caso de que la atribución o la metáfora del *bien común* suene poco clara, permítanme explicarla un poco más. Piensen en el recurso comunal como resiliencia sistémica, y en el flujo de beneficios que surgen de la estabilidad como provenientes, por ejemplo, de una prima de riesgo más baja sistemática para el endeudamiento en un mercado de capitales. El recurso comunal, la resiliencia, puede considerarse como *producida* por el ejercicio de la disciplina. Esto es, la disciplina produce el bien común, y la falta de disciplina lo consume en un periodo posterior. Dejando de lado la intervención del Estado, los participantes del mercado son, por su conducta, productores o consumidores de estabilidad. Podríamos denominar *prudencia* a esta disciplina planteada, para usar el lenguaje tradicional de las autoridades. Por lo tanto, una pregunta central es el incentivo que tienen para ejercer la disciplina o la prudencia.

Es habitual pensar que la estabilidad financiera está en peligro cuando los beneficiarios de una garantía del gobierno (por ejemplo, seguros de depósito o la perspectiva de un rescate) pierden su incentivo para controlar su riesgo. Es verdad; sin embargo, es mucho más generalizado el problema subyacente de la acción oculta. Cualquier individuo o empresa tiene un incentivo para participar en el mercado tomando más riesgos de los identificados: el riesgo moral general. De esta manera ellos no sólo se benefician con la estabilidad, sino que consumen parte de ella porque el sistema ha perdido parte de su resiliencia.

Si todos se enfrentan a este incentivo, se agota el recurso comunal de la resiliencia sistémica. Es otro tema si esto se nota antes de que la burbuja se infle o no. El recurso comunal de la estabilidad (o la resiliencia sistémica) se había agotado tiempo antes de que se iniciara la crisis de 2007-2008. Siguiendo esta línea de pensamiento, la crisis estaba al acecho para desatarse. El hecho de que la desatara el mercado relativamente pequeño de

préstamos hipotecarios de alto riesgo de Estados Unidos reveló que la resiliencia del sistema era mínima.

No quiero decir con esto que la *acción oculta* sea el único problema. Hay lisa y llanamente una tendencia a desestimar los riesgos observables: *miopía*.¹ Pero desconocemos la causa de la miopía, y no podemos descartar que la ceguera voluntaria tiene un papel, dado el problema de la acción colectiva de abandonar el salón de baile una vez que la fiesta está en todo su esplendor y la resiliencia está ominosamente deteriorada.

Repito, la estabilidad financiera es un *bien común*. Cuánto importa esto depende de los costos sociales.

COSTOS DE LAS TRANSACCIONES Y LA ESCALA DEL PROBLEMA

El problema de la inestabilidad financiera es impulsado por un conjunto de externalidades. Un tema

importante es si estas externalidades podrían remediarse con una mejor o más clara asignación de derechos de propiedad que podría efectuarse mediante los mercados y, donde sea necesario, adjudicados y ejecutados por fallos judiciales. Esto es, ¿por qué no es suficiente abordar esto como un problema de *costos de transacción*, al estilo del teorema de Coase?²

En realidad, en un frente vital, es exactamente el curso marcado y seguido por quienes formulan las políticas: la resolución. La idea central en las nuevas políticas de resolución para las grandes (y complejas) empresas es dejar claro (o al menos más claro) cuáles son los acreedores que absorberán las pérdidas (en la jerga, que tendrán una recapitalización interna), y en qué orden una vez que se agote el capital de una empresa o que este sea inviable.

¹ Nicola Gennaioli, Andrei Shleifer y Robert Vishny, *Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility*, NBER Working Paper, núm. 16068, junio de 2010.

² Ronald Coase, *The Problem of Social Cost*, 1960.

La
estabilidad
financiera
es un *bien
común*

Se ubica a los tenedores de bonos bancarios en la primera línea, y por lo tanto ellos tienen incentivos para cobrar, vigilar, racionar y exigir más información sobre los riesgos de las empresas financieras, etc., mitigando potencialmente el problema de la información oculta. Todo esto es para reducir los costos de transacción, haciendo creíble que se ejecute la resolución.³

Este es un ejemplo, y posiblemente el más importante, de los responsables de la política que siguen un enfoque *coasiano*. Pero no se ha considerado como suficiente (incluso dentro de la política de resolución misma, donde la acumulación mínima de deuda *retirable* estará prescrita por la regulación).

La razón para no depender enteramente de los derechos de propiedad mejor establecidos es fundamental. Un enfoque coasiano puro, que utiliza las fuerzas del mercado, funciona sólo cuando los costos de transacción pueden reducirse de modo radical. Pero la inestabilidad financiera se asocia con el tipo último de obstáculo transaccional.

En teoría, una opción sería otorgar *derechos de propiedad* a los hogares y a las empresas regulares que, ante una crisis sistémica, podrían ejecutarse por medio de la responsabilidad civil o de otro tipo, contra los bancos y otros cuya imprudencia hubiera erosionado la resiliencia del sistema o de otro modo llevado al colapso. Pero en ese estado del mundo, los bancos y operadores están en quiebra: *no están allí* para pagar compensaciones.

Peor aún, la alteración económica más amplia generada por el colapso del sistema financiero puede ser tan profunda que la economía adopta un rumbo (persistente) de baja. En consecuencia, no hay suficiente riqueza para redistribuir y dejar a todos donde *deberían* haber estado, para que los *ganadores* compensen a los *perdedores*, simplemente porque la sociedad está más pobre. El Estado podría establecer acuerdos para que los

perdedores de hoy sean totalmente compensados tomando la riqueza de generaciones futuras. Si lo hace, aumentan los problemas de riesgo moral del mañana.

En esas circunstancias, el problema de la acción colectiva inherente al *bien común* es mejor abordado por el Estado que busca intervenir para definir y aplicar la prudencia *ex ante* más que depender enteramente de la ejecución de derechos de propiedad *ex post*.

Ese enfoque, si bien inevitable, encara él mismo dos retos.

Primero, si un agente externo, el Estado, fija las reglas o las normas para la conducta prudente y las opciones de balance, el problema de los incentivos del sector privado se transforma en un problema de elusión o evasión de normas: *el arbitraje regulatorio*. Otra manera de pensar esto es que todos pueden *nutrirse de la estabilidad*, los bancos paralelos y otros así como los bancos *de jure*.

Por ejemplo, imaginemos que el instrumento óptimo para abordar el problema de los *bienes comunales de la estabilidad financiera* es, por ejemplo, una limitación en la tasa de apalancamiento. (No estoy tomando una postura sobre este tema aquí; una limitación en los descalces de vencimientos sería igual de útil para explicar mi postura.) La estructura lógica es la siguiente: primero, se prohíbe el apalancamiento entre una población específica, en la cual a nadie se le da acceso al patrimonio comunal; luego se otorgan *derechos de propiedad privada*, para apalancar hasta *equis* veces a esa población o subgrupo de la misma (los bancos *de jure*). Pero, como debe estar pensando el lector de este artículo: si los otros obtienen acceso al *bien comunal de la estabilidad* y no hay restricciones en su apalancamiento, el problema no se atiende. Así, una manera de pensar el problema del arbitraje regulatorio, concebido desde una perspectiva general, es que el régimen y, en particular, los derechos de propiedad específicos, tendrían que aplicarse a toda clase de empresas, fondos, que podrían servirse con la cuchara grande.

³ P. Tucker, "The Resolution of Financial Institutions without Taxpayer Solvency Support: Seven Retrospective Clarifications and Elaborations", European Summer Symposium in Economic Theory, Gerzensee, Suiza, 3 de julio de 2014.

Este es el primer problema al recurrir a la regulación estatal con los libros de normas *ex ante*. El segundo es el riesgo de reemplazar o de agravar la *falla del mercado* con la *falla del gobierno*. Esto hace que sea prioritaria la formación de regímenes e instituciones de estabilidad financiera. Es central entender el objetivo en términos generales. Y esto a la vez requiere concentrarse en donde se sitúan los grandes costos sociales.

3. LA META DE UN RÉGIMEN PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA: LA RESILIENCIA

Podríamos pensar que los costos de los problemas que a todos conciernen recaen en dos grandes categorías: ineficacia distributiva durante los periodos de auge e ineficacia y dificultades (por la destrucción de riqueza y empleos) durante la caída. Afirmo que si bien ambos aspectos son importantes, el último lo es más.

La burbuja de puntocom ayuda a ilustrar esta idea. Nadie duda que a fines de los noventa los recursos se distribuyeron de manera ineficaz durante la burbuja de acciones de las empresas de tecnología; pero son pocos los que sostendrían que esos costos son comparables a los de la crisis de 2007-2009. En un mundo en el cual, en parte para reducir el riesgo de las fallas de los gobiernos, las sociedades deben priorizar los problemas que el Estado debería buscar mitigar, pongo la *caída* por delante del *auge*.

Esto requiere no sólo la estabilidad de precios, sino también la estabilidad del sistema de la banca (definida en términos generales como el sistema monetario privado) y en el sector financiero de manera más general. El sistema debe ser lo *suficientemente resiliente* como para seguir ofreciendo servicios financieros básicos de pagos, crédito y seguro ante los grandes choques.

Dados los problemas de la acción oculta que afectan a los *aspectos comunales de la estabilidad*, necesitamos estructurar las metas en términos de una *norma de resiliencia*, y entonces necesitamos hallar maneras de hacer que esta norma pueda monitorearse y ejecutarse en toda la comunidad financiera con acceso al patrimonio comunal.

COMPONENTES DE LA NORMA DE RESILIENCIA

Una norma de resiliencia podría expresarse en la práctica como, por ejemplo, un coeficiente de capital mínimo para un tipo particular de empresa, por ejemplo, para los bancos *de jure*.

Este tipo de norma refleja, al menos de modo implícito, tres cosas: *a*) una tolerancia ante la crisis sistémica; *b*) un cuadro (o modelo) de estructura del sistema financiero por medio del cual se transmiten las pérdidas y los choques; y *c*) una visión del proceso estocástico subyacente que genera esos choques/pérdidas de primera ronda.

Algo como Basilea III (incluyendo las *sobretasas sistémicas*) *revela* la norma subyacente, más que su definición. Una vez que se especifica para una parte del sistema financiero (en mi ejemplo, los bancos), la misma norma subyacente puede traducirse en medidas equivalentes para otros tipos de empresas, estructuras, fondos, etc. Esto implica tener en cuenta los riesgos que plantean al sistema dado el modelo/ imagen de su estructura (*b*) arriba), pero manteniendo constante la sensibilidad a las crisis sistémicas y el proceso estocástico subyacente propuesto.

Dichas transposiciones no necesariamente implican la aplicación de las herramientas tradicionales de *supervisión* bancaria a otras partes de la industria. En otros ámbitos, en algunos casos los requerimientos de transparencia podrían ser suficientes. Así, las quejas de los entes reguladores de títulos y de otros mercados de que los banqueros centrales están sumidos en una especie de proyecto imperial dejan de lado la propuesta, al menos como yo la concibo, de que se debería aplicar la misma norma de resiliencia del sistema a todas las partes de la industria que tienen acceso al *patrimonio comunal de la estabilidad*.

Hay una distinción importante entre el primer insumo de una norma de resiliencia y los otros. Los insumos *b*) y *c*), el modelo/imagen del sistema y el proceso de generación de pérdidas, son objetos de investigación científica. El insumo *a*) es diferente, ya que refleja una tolerancia de la sociedad al riesgo sistémico. En las democracias, esto requiere un proceso mayoritario y algún tipo de debate público.

LA POSIBILIDAD DE UNA PÉRDIDA A LARGO PLAZO IMPLICA QUE LOS POLÍTICOS DEBEN CONSAGRAR LA NORMA DE RESILIENCIA

Aquí radica una diferencia importante con la política monetaria. Quizás la creencia central de la economía monetaria con respecto a la planeación de las instituciones monetarias es que *a largo plazo* no hay que elegir entre el crecimiento y la inflación. En consecuencia, por lo general apoyamos un objetivo lexicográfico que priorice la baja inflación; y si bien tenemos buenas razones democráticas para que los representantes elegidos, en los regímenes de hoy, fijen una meta de inflación, generalmente no nos parece estafalario si los propios banqueros centrales definen la *estabilidad de precios*, como es el caso en la zona del euro. (Dejo de lado que el régimen para la Reserva Federal no cumple con estos estándares.)

En el ámbito de la estabilidad financiera, las cosas son diferentes. Todavía no sabemos si *a largo plazo* hay que elegir entre la prosperidad y los riesgos que amenazan con episodios periódicos de inestabilidad.⁴ Sabemos que no nos gusta la inestabilidad, pero somos lo suficientemente inseguros como para no prohibir los riesgos o estructuras que puedan llevar a ella. En concreto, la sociedad no ha prohibido ningún apalancamiento, descalce de vencimientos o deuda a corto plazo.

Por esta razón, es vital que los políticos electos opten o den su aprobación por la norma de resiliencia que se requiere que mantengan las autoridades de estabilidad financiera. En Europa, pasa algo similar, por medio del respaldo formal del Parlamento y del Consejo para incorporar en la legislación de la Unión Europea el estándar de Basilea para la banca. En Estados Unidos, donde la norma la fija el organismo de elaboración de reglas, mediante procesos que cumplen con la Ley

⁴ Para un artículo relativamente poco común que explora posibles compensaciones en el largo plazo, ver Romain Ranciere, Aaron Tornell y Frank Westerman, "Systemic Crises and Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, febrero de 2008.

de Procedimientos Administrativos, la impronta mayoritaria proviene de modo indirecto de la membrecía del área ejecutiva del G20, la cual suscribió al estándar de Basilea posterior a la crisis en la reunión de líderes.⁵

Este último aspecto es importante más allá de Estados Unidos. Dada las diseminaciones derivadas de los problemas en el sistema financiero de un país en otros sistemas, no sería sustentable un régimen mundial en el cual cada jurisdicción eligiera de manera unilateral su propia norma de resiliencia. Aunque tengamos grados de autarquía financiera, el *patrimonio comunal de estabilidad* es un patrimonio comunal mundial y necesitamos un estándar mínimo comunal de resiliencia. Ante la ausencia de una democracia cosmopolita, cualquier norma necesita ser aprobada de forma colectiva por los líderes democráticos nacionales.

Con este escenario, podemos esbozar los elementos de un régimen de estabilidad financiera. Para ser claros, no nos referimos a la arquitectura institucional aquí sino a las funciones que el Estado necesita brindar de alguna manera.

4. COMPONENTES CRUCIALES DE UN RÉGIMEN DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Desde mi perspectiva, un régimen de estabilidad financiera consta de cuatro componentes primordiales:

- 1) Una declaración de los requerimientos para las distintas partes del sistema con el fin de ofrecer una norma de resiliencia que tenga pedigrí democrático.
- 2) Supervisión microprudencial de empresas, fondos, estructuras individuales.
- 3) Política macroprudencial dinámica.
- 4) Herramientas y políticas de gestión de crisis.

No trataré en profundidad el punto 4), salvo para decir que el comportamiento del sistema estará influido por los incentivos generados por políticas para el *final del juego* y por cuán creíbles son.⁶ En otras palabras,

⁵ Párrafo del comunicado de la reunión de Seúl, noviembre de 2010.

⁶ Para una exposición sobre los regímenes de prestamista de última instancia, ver P. Tucker, *The Lender of Last Resort and Modern Central Banking: Principles and Reconstruction*, Banco de Pagos Internacionales, septiembre de 2014.

el régimen de resolución será parte de la imagen/ modelo del sistema según *b*) en la sección anterior.

Dejando de lado esto, espero que comience a entenderse por qué dije que no hay algo así como un régimen microprudencial o un régimen macroprudencial autocontenido: estos términos prácticamente carecen de sentido, y ciertamente son conceptos rebuscados, *excepto* en el contexto en el que son componentes de un régimen más amplio de estabilidad.

La falla abyecta en todas partes de los regímenes prudenciales se atribuyó, desde esta perspectiva, principalmente a las metas confusas o mal planeadas, las cuales se alejaron de sus raíces en una política de estabilidad más amplia. Sin estar ancladas dentro de un régimen más amplio para preservar la estabilidad, los organismos (y los departamentos dentro de ellos) tenían la libertad de andar a la deriva. En unos pocos países, esto podría no haber sucedido. En la mayoría, incluso en Estados Unidos y el Reino Unido, sucedió.

POLÍTICA DE ESTABILIDAD FINANCIERA: EL RÉGIMEN BASE

La gran acción está en *1*): una declaración de requerimientos para todas las partes del sistema. La política debe idearse a la luz del mejor modelo/ imagen de estructura del sistema que tengan las autoridades, incluso los incentivos y problemas del organismo, las asimetrías informativas o agujeros negros, y su evaluación sobre dónde se garantiza la intervención dada su meta. Esto tendría en cuenta las fuentes de riesgo sistémico y, así, las distintas *fallas del mercado* o *externalidades*. Es en definitiva trabajo de la autoridad de estabilidad identificar los remedios para las externalidades que generan costo social.

Esto amerita una importante reserva y una elaboración.

La reserva es que las fallas del mercado que busca remediar la autoridad de estabilidad deberían ser grandes, esto es, con importantes costos en el bienestar. La bibliografía sobre externalidades

pecuniarias a veces necesita escudriñar en esa puntuación porque las pérdidas de bienestar en algunos modelos parecen ser demasiado pequeñas. Una generación de economistas monetarios y de encargados de formular la política se confundió al dedicar tanto esfuerzo a refinar modelos para llegar aún más cerca de la frontera. No debería suceder lo mismo aquí. El Estado puede hacer algunas cosas: una de ellas debería ser preservar la estabilidad sin obstruir el crecimiento o el progreso técnico. Los formuladores de políticas necesitan ayuda de los investigadores para identificar las distorsiones realmente grandes que impulsan los costos realmente grandes para la sociedad.

La elaboración surge a partir del concepto ya mencionado de que, ante la falta de una delimitación del ámbito de aplicación o de restricciones en las finanzas transfronterizas, la norma de resiliencia necesita acordarse internacionalmente. El *recurso comunal de resiliencia* es un patrimonio comunal mundial. Como tal, los problemas de la acción oculta dentro de las empresas se construyen a partir de un problema de acciones ocultas dentro de los entes reguladores nacionales: ¿van a aplicar fielmente la norma mundial y mantenerla para *sus empresas* cuando se enfrentan a incentivos para aprovecharse, a fin de promover a los *campeones nacionales* o debido a problemas locales de registro? Este es el telón de fondo para la introducción de Basilea de revisiones por pares que cubren la primera etapa de aplicación de los estándares para la banca y la infraestructura del mercado. Hay más para hablar de este conjunto de problemas, pero no aquí.

Si la política de estabilidad financiera establece la aplicación de una norma de resiliencia, entonces, ¿qué son las políticas micro y macro prudenciales?

LA SUPERVISIÓN MICROPRUDENCIAL

Los intentos por resolver/recuperar el problema de los *recursos comunales* que describí se ven aquejados por la imposibilidad de escribir y de ejecutar un libro de normas detallado y completamente

inequívoco que pueda dar respuestas para todo. Esto deja a la autoridad de estabilidad financiera frente a problemas de idiosincrasia opaca y de arbitraje regulatorio. En otras palabras, no puedo decir fácilmente quién está comiendo subrepticamente el pasto de la estabilidad; y cada vez que elaboro una nueva constricción para el animal X, parece transformarse en X'.

La supervisión microprudencial se creó para abordar el primer problema (y también para ayudar a identificar el segundo). La naturaleza del primer problema, la idiosincrasia opaca, significa que la idea de que la política de microsupervisión es sólo para los bancos y que se trata de redactar normas está fundamentalmente malinterpretada. Si se lo piensa con cuidado, la microsupervisión empieza donde termina la redacción de normas de estabilidad financiera o, de manera más general, donde termina la formulación de políticas.⁷

Para los bancos y cuasi-bancos, esto implica decidir sobre la prudencia con la cual se administra una empresa. El microsupervisor tiene que estar listo y ser capaz de emitir juicios del estilo: “la empresa X se gestiona de manera tan imprudente que no hay perspectiva razonable de cumplir *ex ante* la norma de resiliencia requerida por los estados del mundo donde posiblemente se le compare”. Donde se llega a esta conclusión, el microsupervisor necesita estar preparado (y facultado legamente) para revocar la licencia de esta empresa, o establecer restricciones (vigilables y aplicables) a su toma de riesgo.

Los criterios básicos que sustentan los hallazgos del supervisor (prudencia, gestión competente) tienen que quedar establecidos en el estatuto. En otras palabras, la ley necesita asentar cuáles

son los criterios de acción al supervisar empresas, fondos, etcétera.

Pensar de esta manera en el propósito de la microsupervisión, como ideada para descubrir y detener las acciones o la información oculta, arroja luz sobre una incoherencia en el debate de larga data sobre los distintos modelos de supervisión. ¿Es mejor, al estilo de Estados Unidos, tener grandes cantidades de examinadores *in situ* o es mejor llevar a cabo *reuniones prudentiales* con la gerencia a la vieja usanza como lo hace el Banco de Inglaterra? Nuestro marco destaca que el primero, la *examinación in situ*, sirve para el daño moral *ex post*. (Al menos en la manera en la cual se lleva a cabo, no ha funcionado para nada.) El último, las reuniones forenses con la alta gerencia, sirve en parte para remediar los problemas de la *selección adversa*, esto es, el riesgo de aprobar a individuos para altos cargos de gestión que en realidad no saben qué están haciendo. Por desgracia, ese modelo no se ha puesto a prueba porque los supervisores británicos habían tirado por la borda las medidas *prudenciales* del Banco hasta 1997. Creo que la supervisión a la antigua usanza como la del Banco de Inglaterra podría haber revelado que algunos banqueros de alta jerarquía no sabían mucho sobre banca y por lo tanto no estaban en condiciones de aprobar de modo apropiado una prueba legal continua que demuestre que son *la persona adecuada* para desempeñar cargos de poder en los bancos. Pero el punto más importante que quiero subrayar es que el debate que persistió desde del decenio de los setenta al de los noventa sobre el mejor modelo era como mezclar peras con manzanas: hay problemas de selección adversa y también de riesgo moral. Cualquier modelo de supervisión necesita abordar ambos temas.

En realidad, soy escéptico respecto al modelo del *examinador in situ* pero, dejando de lado mis ideas, la prueba central es si puede esperarse que este modelo u otro más nuevo revele y por lo tanto detenga las acciones ocultas que pondrían en peligro que una empresa cumpla con la norma especificada de resiliencia.

⁷ Una excepción posible a esta estructura de redacción de normas microprudenciales surge si las normas están en vigor en las estructuras organizativas internas para abordar los problemas de la acción oculta *dentro* de las empresas. No ahondo en este tema aquí, pero el mismo implica explorar por qué la alta gerencia no tendría incentivos para remediar estos problemas, y si la empresa más que el mercado es el mejor sitio para gestionar tales costos de transacción.

Cuando se detectan problemas de esta índole en empresas individuales, se solicita al microsupervisor que dé su opinión o lo que en el lenguaje de derecho administrativo se llama una opinión resolutoria, sujeta a los cánones de equidad procesal. Pero también queremos que los juicios del microsupervisor y sus acciones sean justas en el sentido de que sean consistentes en distintos casos y a lo largo del tiempo. Esto hace que sea importante que el supervisor exprese cómo planea aplicar los criterios estatutarios para la autorización, en concordancia con la norma de resiliencia prevaliente.⁸ Reviso este punto porque, espero que sea claro, no es lo mismo que redactar *normas* legalmente vinculantes para toda y cada dimensión o faceta de la banca que sean relevantes para la seguridad y solidez.⁹

No deja de ser algo cercano a la tragedia que este concepto básico de prudencia de la supervisión bancaria se haya perdido por una generación.

Es precisamente por esto que al planear el retorno a la supervisión bancaria en el Reino Unido, Mervyn King y yo, por nombrar sólo a los que nos fuimos de la banca central, hablábamos tanto de una vuelta a la supervisión *basada en el juicio*, centrada en los criterios estatutarios para la autorización.

Pero es también trágico que la microsupervisión —y por favor noten que estoy dejando de lado la palabra *prudencial*— parece ser relevante sólo para la banca y las aseguradoras, dado que hay otras partes del sistema financiero que pueden agotar el recurso comunal de resiliencia y tener incentivos igualmente poderosos para ocultar o camuflar sus acciones.

La fijación de estándares tiene que ver con la estabilidad financiera

Por lo tanto, para ser claros, la fijación de estándares tiene que ver con la estabilidad financiera (y, adelantándome un poco, para la autoridad de estabilidad financiera). No hay un conjunto de estándares regulatorios *macro* y otro conjunto de estándares regulatorios *micro*. En síntesis:

- La supervisión microprudencial tiene que ver con el problema de la acción oculta. En ese sentido, tanto la supervisión prudencial tal como se la concibe por tradición como una fracción de la regulación para títulos y valores abordan el mismo problema.

- Los supervisores bancarios deberían poner más atención en requerir a las empresas reguladas que revelen información; y los entes reguladores de títulos deberían comprobar si sus requerimientos de divulgación son eficaces para ofrecer una norma de resiliencia sistémica.

- El arbitraje regulatorio es un problema de acción oculta. Así como las empresas reguladas buscarán evitar el estándar que se intenta que cumplan, las entidades no reguladas buscarán permanecer fuera del perímetro *de jure* del régimen regulado ocultando hasta qué grado están imitando su sustancia económica. El problema del *patrimonio comunal de la estabilidad* significa que cualquiera que pudiera materialmente mermar la resistencia del sistema necesita estar *dentro* del alcance de un régimen amplio para la estabilidad. Al igual que con los bancos, necesita posteriormente ser sometido a algún tipo de microsupervisión para garantizar que no están evitando el espíritu de los requerimientos que se les aplican y así cumplir con la norma de resiliencia. Este tipo de microsupervisión es, sugeriría, casi inexistente.

⁸ En cualquier otro contexto, denomino a estos *principios operativos*. Son una parte vital de cualquier régimen de un organismo independiente.

⁹ En caso de que todo esto parezca fantasioso, podría mencionar que ayudé a elaborar documentos sobre la aplicación de los criterios de autorización estatutaria a principios y mediados de los ochenta.

Si ese es el lugar de la microsupervisión dentro de un régimen de estabilidad, ¿cuál es el de la macroprudencial?

Defino la *política macroprudencial* como un subrégimen según el cual quienes formulan la política pueden ajustar de manera dinámica los parámetros para mantener el grado deseado de resiliencia en el sistema financiero. Los ajustes dependen de la situación, no del tiempo.¹⁰

Esto no significa que varíen mucho. Mientras mejor sea la planeación y calibración del régimen regulatorio base y mejor sea la contribución de los microsupervisores para prevenir que el arbitraje regulatorio debilite ese régimen base, menores serán temporalmente las causas para variar los parámetros regulatorios básicos. Pero donde sea necesario, pueden variarse para sostener la resiliencia del sistema financiero.

La pregunta pendiente sobre el régimen de estabilidad financiera es si el libro de normas de estabilidad puede ser estático: creo que no se puede depender de un conjunto estático de requerimientos, por razones que nos restituyen a nuestra incertidumbre sobre las pérdidas y ganancias a más largo plazo.

Quiero sugerir que, en el panorama general, puede considerarse que el proceso de riesgo subyacente en el sistema financiero en su conjunto puede pensarse, en cualquier momento dado, en tres modos generales: normal, exuberante y deprimido. En las fases exuberantes, el riesgo va estar subcotizado y la deuda se acumulará a montos que expanden los límites del presupuesto.

Si este panorama es correcto o si sirve de ayuda, entonces una pregunta importante con respecto a la política es si hay que calibrar o no los

requerimientos regulatorios de base elaborados para mantener sano y salvo al sistema (los requerimientos de capital mínimo, los requerimientos mínimos de garantías sobre transacciones con derivados, entre otros) a los estados exuberantes de mundo. Un argumento en contra para hacerlo es esencialmente la ignorancia e incertidumbre sobre si en realidad hay una disyuntiva para el largo plazo que sea relevante. No necesitamos saber mucho sobre las propiedades del sistema financiero para estar seguros de cómo afectaría a la oferta de crédito y de otros servicios financieros básicos cuando se calibren los requerimientos regulatorios de base de acuerdo con los estados exuberantes más perniciosos del mundo.

Sin embargo, si un régimen se calibra para un proceso de generación de riesgo subyacente *normal*, entonces sabemos que los requerimientos regulatorios serán insuficientes cuando el mundo ingrese en un modo altamente exuberante. En estas circunstancias, los requerimientos de capital o los requerimientos de márgenes o los requerimientos de recortes o cualquier otro necesitan adaptarse para sostener el grado necesario de resistencia.

Otras circunstancias podrían justificar una recalibración temporal de los parámetros regulatorios. Si el sistema se vuelve materialmente más interconectado, los responsables de políticas se enfrentan a la opción de poner en práctica una simplificación de la red o de fortalecer sus atomísticas más pequeñas. La mejor política a más largo plazo será a menudo la primera, pero la segunda podría a veces justificarse como paliativo a más corto plazo.

Vale aclarar que en *ningún* caso —y, en realidad, a veces la interconexión aumentada y la exuberancia van de la mano— la política dinámica se trata de cambiar el *arco del portero*. Están fijos: el arco del portero está establecido por la tolerancia a las crisis como se especifica en la norma de resiliencia.

Si la consigna para la supervisión microprudencial es equidad resolutoria y de juicio, la consigna para la política macroprudencial dinámica debería ser *sistémica*. En esto es similar a las decisiones de política monetaria usuales.

¹⁰ Algunos usan el término *macroprudencial* para una política de estabilidad financiera más amplia, así como para referirse a la política dinámica, pero podemos fácilmente evitar este uso innecesario y confuso. Ver P. Tucker, “Macroprudential Policy Regimes: Definition and Institutional Implications”, conferencia Rethinking Macropolicy III, 15 y 16 de abril de 2015, por publicarse.

LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL NO CONSISTE EN GESTIONAR EL CICLO DEL CRÉDITO

Vale la pena agregar unas pocas palabras sobre lo que no es este concepto de política macroprudencial. En particular, dada la prevalencia de artículos dedicados a evaluar la “eficacia de los instrumentos macroprudenciales” para contener el crecimiento del crédito o la apreciación del precio de los activos, debería subrayar que no me estoy refiriendo al régimen dirigido a ajustar el ciclo del crédito.¹¹ Esto sería demasiado ambicioso. Es difícil saber si la subida temporal de, por ejemplo, los requerimientos de capital para los bancos ajustaría o relajaría la oferta de crédito a corto plazo. Cualquier medida de este tipo revelará no sólo la acción misma sino también la información sobre el estado del sistema financiero. En contraste con la política monetaria donde los datos de la economía son de dominio público, quien elabora políticas prudenciales cuenta con mucha información privada sobre las vulnerabilidades en las instituciones financieras en lo individual y sobre las conexiones entre estas instituciones. Si el mercado se sorprende de que

el responsable de la política esté lo suficientemente preocupado como para actuar, las condiciones de crédito podrían contraerse de manera brusca si los participantes del mercado concluyen, con base en la nueva información disponible para ellos, que las acciones tomadas son insuficientes. Si, en contraste, el mercado se ha adelantado a las autoridades al detectar una amenaza latente para la estabilidad y por lo tanto está aliviado de que el responsable de políticas finalmente esté despertando, las condiciones de crédito generalmente podrían hasta relajarse. Hay muchos escenarios en medio.¹²

Mi enfoque propuesto se basa menos en intentar gestionar de manera activa las condiciones de crédito, y más en apuntar a sustentar un grado deseable de resiliencia en el sistema. Como dije, esto tiene el mérito de concentrarse en el tema principal en este ámbito. Significa que debería dirigirse más esfuerzo de investigación a reflexionar sobre los orígenes de las fallas del mercado que crean la necesidad de regímenes de estabilidad y menos a la aplicación de técnicas estándar de series de tiempo de política monetaria para el nuevo conjunto de instrumentos.

5. LA ARQUITECTURA INSTITUCIONAL DE UN RÉGIMEN DE ESTABILIDAD

Con este telón de fondo, puedo hacer algunos comentarios sobre la planeación institucional de un régimen de estabilidad.

Según el modelo anterior, distingo entre 1) política de estabilidad financiera; 2) supervisión microprudencial; y 3) política macroprudencial dinámica. Esto se refleja en los regímenes en algunas jurisdicciones.

En el Reino Unido, por ejemplo, el primer y tercer puntos se asignan al Comité de Política Financiera (FPC, por sus siglas en inglés) del Banco de

¹¹ Esto significa, por cierto, que es ambiguo el término *reservas anticíclicas* de Basilea III. El término *reservas* es correcto, pero *anticíclicas* es confuso.

¹² Ver P. Tucker, “Banking Reform and Macroprudential Regulation: Implications for Banks’ Capital Structure and Credit Conditions”, SUEF/Bank of Finland Conference, Helsinki, junio de 2013, Banco de Inglaterra.

Inglaterra; el segundo en parte a la Autoridad Regulatoria Prudencial, una filial del banco central, y también a la Autoridad de Conducta Financiera. Si bien partes importantes del régimen de estabilidad recaen formalmente en la decisión del Parlamento, o en la Unión Europea, el FPC tiene la responsabilidad legal de mantener todo bajo control y de hacer recomendaciones a otros órganos (algunos de los cuales cumplen funciones de “dar cumplimiento a las normas y dar las explicaciones públicas”).

Resulta más difícil decir cómo la arquitectura regulatoria de Estados Unidos se conecta con esta estructura. La microsupervisión se asigna a una serie de organismos, pero todo el resto es un poco confuso. Esto es porque, por razones entendibles dada la cantidad de *puntos de veto* en el proceso legislativo de Estados Unidos, la ley Dodd-Frank

fue aprobada poco tiempo después de la peor de las crisis y por lo tanto antes de pensar en que los regímenes de estabilidad ya había ido más allá de los puntos vitales de “más capital, más liquidez, menos interconectividad, de resolver el problema de *demasiado grandes para quebrar*”.

Dejando de lado los regímenes particulares, tengo las siguientes proposiciones sobre la arquitectura institucional:

- 1) Debería haber un solo órgano con la responsabilidad de determinar o de hacer las recomendaciones públicas sobre las reglas del juego para la estabilidad que tengan efecto sobre la norma de resiliencia. Su mandato debería abarcar a todo el sector.
- 2) No es absolutamente necesario que las tres funciones estén dentro del mismo organismo, pero donde estén en organismos separados el libre intercambio de flujo de información

De acuerdo con el modelo presentado, se distinguen la política de estabilidad financiera, la supervisión microprudencial y la política macroprudencial dinámica

debe propiciar la compatibilidad de incentivos.

- 3) Ya sea que estén localizadas dentro del mismo organismo, la microsupervisión y la política macroprudencial (y, si fuera el caso, la política monetaria) deben estar bajo control de comités separados.

- 4) La política dinámica macroprudencial debería delegarse a un órgano que esté aislado de la política cotidiana ya que este ámbito se enfrenta a grandes retos sobre el compromiso creíble.¹³

- 5) Los resultados deberían ser visibles y por lo tanto vigi-
lables.

En este artículo, me detendré exclusivamente en tres de estas proposiciones: 1), 3) y 5).

UN ENTE REGULADOR DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Un ente regulador de la estabilidad no necesita *controlar* todos los instrumentos, Ciertamente, si es un organismo independiente, no debería hacerlo porque no debería controlar el código tributario. Donde la cura pueda trascender las opciones de distribución, tendrá que ser transmitida al gobierno/legislatura electa en vez de ser decidida por responsables de política independientes aislados de la política cotidiana.

Pero el ente regulador de la estabilidad debe ser libre y, ciertamente, tener la obligación de hacer recomendaciones públicas a otros órganos.

¹³ Podría también existir un problema estricto de incoherencia en el tiempo en el sentido de un planificador social con preferencias que no cambian y que parte de un plan óptimo a largo plazo porque puede mejorarlo en un solo periodo. Esta duda no ha sido investigada suficientemente.

Además, probablemente debería ser capaz de dirigir los cambios de normas en los entes microreguladores ya que de no ser así habría una amenaza material para la estabilidad.

Obviamente, solamente esto sería un cambio importante ya que implica que la actual arquitectura regulatoria presenta fallas fundamentales en muchas jurisdicciones.

SI UN SOLO ORGANISMO TIENE LA
RESPONSABILIDAD DE DISTINTAS
FUNCIONES DE ESTABILIDAD,
SON VITALES LOS COMITÉS
SEPARADOS Y LOS SUBREGÍMENES

El segundo punto en que quiero explayarme tiene que ver con la estructura de los organismos con múltiples funciones que apuntalan a la estabilidad, incluso quizás a la política monetaria. En concreto, ¿por qué se apuesta por comités u órganos diferentes, en el Reino Unido, el FPC y el PRA, si la política de estabilidad financiera, la microsupervisión y la política macroprudencial dinámica no son separables en cualquier sentido estricto? La respuesta gira en torno a la protección contra cualquier *falla del gobierno* dados los incentivos de los organismos de misión múltiple.

Sin duda, el conjunto de capacidades y las disposiciones son diferentes. La buena supervisión microprudencial enfocada en las acciones ocultas requiere de una mentalidad asociativa, forense, hasta escéptica. La buena política de estabilidad financiera, esto es, la expresión de cómo debería aplicarse la norma de resiliencia al sistema en diferentes sectores y actividades, requiere de una mente analítica que abarque la macroeconomía, así como las finanzas y la microeconomía de la información, incentivos, etcétera.

Esto sólo indica que el conjunto de habilidades son diferentes. La finalidad de los comités separados es mitigar el problema de los incentivos en organismos que cumplen múltiples misiones. Tal como demostraron algunos artículos formales como los de Holmstrom y Milgrom y algunos

trabajos de observación como el de J. Q. Wilson un cuarto de siglo atrás, los organismos se esfuerzan por hacer un buen trabajo ofreciendo más de una función, ya que tienden a orientar su esfuerzo a la actividad más visible, más sobresaliente. Así por algún tiempo quedó consagrado en la ortodoxia de la Nueva Administración Pública (*New Public Management*), que a menudo se considera como el ejemplo de adjudicación de una función, una misión para un organismo. Pero como he argumentado, en la arena de la estabilidad tenemos distintas funciones pero una meta común: nadie puede dar resultados sin el otro, y por lo tanto los flujos de información deben ser ininterrumpidos. Los distintos organismos tienden a estar plagados de incentivos para competir más que para cooperar. La estructura del Reino Unido de órganos de política separados dentro de un organismo está ideada para abrirse paso a través de la misma, siendo el ingrediente clave el hecho de que cada comité tiene una mayoría de miembros que sólo pertenecen a ese comité y por lo tanto están motivados a brindar su contribución a la estabilidad.

EL CARÁCTER VISIBLE Y VIGILABLE DE LOS
RESULTADOS: LA ECONOMÍA POLÍTICA
DE LAS PRUEBAS DE RESISTENCIA

Esa estructura organizativa busca abordar los incentivos en torno a los esfuerzos. Pero sólo progresan si los resultados de cada comité o actividad son visibles y por lo tanto si pueden ser vigilados en función de una meta o un estándar razonablemente claro.

En función de nuestro modelo, los resultados según 1) y 3), el régimen base de estabilidad financiera y su ajuste dinámico, son fácilmente observables.

Los resultados según 2), microsupervisión, han sido tradicionalmente sumamente opacos. Este problema ha impregnado la supervisión *prudencial* en particular, prácticamente desde su inicio, generando la idea o la doctrina entre sus practicantes de que el trabajo de los supervisores

prudenciales *debe* ser confidencial: que de no ser así, el mundo no sería seguro. Si bien entiendo por qué las personas llegan a creer esto, pienso que es un sinsentido peligroso y está completamente enfrentado a la idea paralela de que los supervisores prudenciales deberían ser independientes, es decir, estar aislados de la política cotidiana. Muy lejos del recorte de incentivos y por lo tanto del riesgo asociado de captura, la opacidad va en sentido contrario a la necesidad, en una democracia, de ser capaces de vigilar el ejercicio de la autoridad delegada. Si la supervisión prudencial *debe* ser opaca, entonces debería estar bajo el control político o, alternativamente, sujeto a la supervisión de un comité de la legislatura cuyos miembros, como los comités que vigilan la seguridad y la inteligencia, están sujetos a deberes muy estrictos de reserva.

Por fortuna, están despuntando indicios de una solución al problema de la opacidad. Ya hemos descrito un objetivo: una norma de resiliencia.

Finalmente, puede observarse ahora un gran producto de la supervisión: la prueba de resistencia. Se publican tanto el escenario como los resultados. No se publican los *modelos* usados por las autoridades, porque podrían ser burlados. No sé cuál es la solución a esto, excepto quizás castigos muy severos contra la elusión y el arbitraje. Pero el punto importante es que el único producto y el más importante de la microsupervisión puede observarse, debatirse, criticarse y, lo más importante, informar el debate público sobre si la norma de resiliencia elegida es la apropiada.

6. MICROPRUDENCIAL FRENTE A MACROPRUDENCIAL

Ahora, y finalmente, estoy en condiciones de ofrecer respuestas a las preguntas que me formuló la Reserva Federal de Boston. De manera inusual, voy a presentarlas en formato de pregunta y respuesta para estar seguro de cubrir el área especificada por los organizadores de la conferencia.

1) ¿Cuál es la función objetivo que está intentando maximizar la supervisión en este momento?

Debería ser la resiliencia sistémica del sistema financiero como un todo, para que pueda mantener la provisión de los servicios clave ante la presencia de grandes choques.

Por lo tanto la sociedad necesita elegir qué *tamaño* de choque el sistema quiere ser capaz de soportar dada su tolerancia ante la crisis y la imagen de la autoridad de la estructura del sistema y la manera en que se transmitirían las grandes pérdidas.

Esta idea está implícita en el estándar de capital de Basilea III, pero necesita desglosarse cuidadosamente. La norma de resiliencia necesita aplicarse en todo el sistema, pero adoptaría distintas formas para las distintas actividades y funciones.

2) En particular, ¿las funciones objetivo de la supervisión microprudencial y macroprudencial son diferentes? De serlo, ¿cómo se concilian

dentro de la supervisión general cuando entran en conflicto?

No, ambas tienen como meta mantener el grado deseado de resiliencia del sistema. Es vital construir el régimen para que no entren en conflicto. Este comprende:

- Establecer un marco acorde a las metas estatutarias. Así, por ejemplo, si se ha especificado la meta microprudencial en términos de seguridad y solidez de las empresas individuales, entonces tanto la seguridad como la solidez necesitan especificarse en términos de cómo se vinculan con el riesgo sistémico. (El estatuto 2012 del Reino Unido hace precisamente esto.) Asimismo, la microsupervisión no debería tener otro objetivo estatutario del mismo rango.
- El organismo microsupervisor no debería decidir los parámetros del régimen regulatorio. O, si lo hace, debería estar sujeto a un poder estatutario de anulación del órgano de política de estabilidad financiera.
- Si no se cumplen estas condiciones, la jurisdicción competente está en camino a tener problemas.
- Dentro de la Reserva Federal, esto significa que la política regulatoria debería elaborarla (realmente) la Junta de Gobernadores, con minutas de las reuniones de acuerdo con el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), etcétera.

3) ¿La supervisión intenta minimizar las pérdidas de las instituciones financieras sistémicas?

No trata de evitar el fracaso de las empresas, fondos o estructuras individuales. El grado deseado de resiliencia de las empresas individuales debería determinarse por la amenaza que representan para la estabilidad del sistema.

Así, el grado deseado de resiliencia *ex ante* depende, entre otras cosas, de la calidad y de la credibilidad del régimen de resolución.

4) ¿Trata de estabilizar a los mercados financieros?

Definitivamente no como una meta central o directa. Las autoridades no saben cómo hacer esto; y aun si lo supieran, podría no ser deseable. Mantener el flujo de servicios financieros, por medio de un sistema suficientemente resiliente como para soportar choques hasta el nivel deseado por la sociedad, debería ayudar a reducir *ex post* la volatilidad en los precios del mercado después de choques de hasta esa gravedad.

5) ¿Minimiza las pérdidas de un hipotético fondo de seguros?

Lo importante aquí es tener una política congruente en el tiempo para, en términos generales, las intervenciones del *asegurador de última instancia* y para estructurarlas de manera tal que los costos sean internalizados, en la medida de lo posible, transversalmente dentro de la industria, sus inversionistas y clientes, en vez de extenderse a las próximas generaciones.

Posiblemente en este punto debería hacer una confesión. He respondido a las preguntas de la Reserva Federal de Boston, pero al hacerlo he dejado de lado sus definiciones de supervisión micro y macroprudencial. Se estructuraron en función de obtener dictámenes sobre las empresas individuales y sobre el sistema en su conjunto:

Si bien la supervisión microprudencial debería incorporar los efectos de los eventos macroeconómicos sobre la salud de las instituciones individuales, la supervisión macroprudencial incorpora dimensiones adicionales. Las inquietudes con respecto a la estabilidad financiera requieren de políticas que sean más prospectivas, que tengan un enfoque adicional en las potenciales fallas y externalidades de los mercados, y que presten

mayor atención a las interacciones de los intermediarios financieros y los mercados financieros.¹⁴

En resumen, he partido de esas definiciones a dos niveles. Primero y lo más importante, deberíamos definir los regímenes y subregímenes, en términos de *resultados* y no de *insumos*. Segundo, pero relacionado con lo anterior, el régimen que gobierna la microsupervisión de las empresas individuales, fondos, etc., también tiene que ser prospectivo y necesita reflejar externalidades, etc., así como (y en esto coincido con la Reserva Federal) la repercusión de los eventos macroeconómicos en las empresas.

Dada la respuesta posible de que mi visión surge del tiempo dedicado a analizar a las empresas grandes y complejas, hoy en día conocidas como instituciones financieras de importancia sistémica o SIFI, por sus siglas en inglés, todo lo que diría es que las exposiciones comunes de las empresas pequeñas pueden causar gran daño, como descubrió el Reino Unido en carne propia durante la Crisis Bancaria Secundaria de los años setenta y después redescubrió en la Crisis de los Bancos Pequeños de principios de los noventa. El primer director del Comité de Supervisores de Basilea, George Blunden, estuvo cerca de consignar la omnipresencia del problema, cuando, a mediados de los ochenta, decía:

Es parte del trabajo [del supervisor] adoptar una visión sistémica más amplia y a veces reprimir las prácticas que hasta los bancos prudentes podrían considerar como seguras.¹⁵

Nada de lo que dije implica que la pregunta subyacente de la Reserva Federal sobre el potencial de conflicto es inapropiada donde el régimen general no está correctamente elaborado. Todos aquí conocen la distancia cultural entre los

microsupervisores y los macroinvestigadores/analistas que caracterizaron a algunos de los bancos centrales, entre ellos la Reserva Federal, por muchos decenios.

Donde el régimen general no está bien formulado, los funcionarios públicos tienen la obligación de identificar las fallas, hacerlas públicas y buscar ayuda de la legislatura para remediarlas.

En caso de que esto sea considerado como la fantasía ingenua de un miembro de una democracia parlamentaria que no entiende el proceso legislativo estadounidense, agregaría que los funcionarios tienen otra función: organizar sus propias instituciones de manera tal que, siempre y cuando sea posible dentro de la ley, sinteticen un régimen más cercano a lo óptimo. Podemos pensar en el ejercicio anual de la prueba de resistencia como un gran paso en este sentido: obliga a los supervisores y a los analistas macroeconómicos a trabajar en conjunto, enfocados en la evaluación prospectiva de amenazas al sistema que se manifiestan en empresas individuales, tomando en cuenta sus interconexiones. Beneficios entre organismos de una clase similar pueden cosecharse una vez que comienza la prueba de resistencia de los CCP, involucrando valores, derivados, entes reguladores bancarios y macrosupervisores.

Al sintetizar un régimen menos subóptimo, hay temas en torno a la organización de los procedimientos de toma de decisiones y también de transparencia. Me referiré a ellos en el cierre de este artículo.

¹⁴ Tomado del programa original de la conferencia enviado a los conferencistas.

¹⁵ Por entonces, Blunden ya no ejercía funciones en el Comité de Basilea y era vicegobernador del Banco de Inglaterra.

He descrito un régimen de estabilidad financiera que incluye los siguientes componentes:

- El establecimiento de una norma de resiliencia aplicada, *mutatis mutandis*, para todas las partes relevantes del sistema.
- La microsupervisión de empresas, fondos y estructuras de acuerdo con la norma, ante la opacidad idiosincrásica y los incentivos para acciones ocultas.
- Ajuste dinámico macroprudencial de los parámetros regulatorios básicos a fin de sostener la norma deseada de resiliencia a medida que cambia el mundo.
- Acuerdos de gestión de crisis *ex ante*.

En términos generales, el primero es la política general manifestada en la redacción de normas ideadas para curar o mitigar las externalidades y que debe difundirse con profusión, dado el problema de *recursos comunales*; el segundo es la búsqueda de las acciones ocultas y la emisión de juicios resolutorios para cada caso; el tercero es para mantener una política sistemática de modo que se ofrezca una norma de resiliencia consistente en el tiempo; y el cuarto, que no he tratado aquí, es una sombra vital que ayuda a dar forma a los incentivos.

El grado al cual los regímenes del mundo real se acercan a esa estructura varía mucho en las distintas jurisdicciones. No estoy seguro de que se hayan debatido en profundidad las experiencias sobre cómo debería enmarcarse la microsupervisión o de que se haya actuado al respecto, si bien se puede ver evidencia de eso exactamente en algunas de las reformas internas de la Reserva Federal. Y no estoy convencido de que muchas democracias de las economías avanzadas tengan autoridades de estabilidad financiera u órganos macroprudenciales con las especificaciones que señalé para estas funciones.

Pero como esta es una conferencia convocada y organizada por un banco central, concluiré con unas pocas ideas incompletas sobre qué significa todo esto para la banca central y para este banco central en particular.

Hace más de medio siglo que Richard Musgrave dividió los tres propósitos del Estado: eficacia distributiva, equidad distributiva y estabilidad macroeconómica.¹⁶ Por lo general, pensamos en los bancos centrales

¹⁶ Musgrave omitió la seguridad, posiblemente aduciendo que estaba interesado en el *estado fiscal*.

como dedicados a la tercera: a la estabilidad macroeconómica. Es verdad. Aun con responsabilidades adicionales para la supervisión prudencial (micro y macro), podemos pensar en ellos como comprometidos con la estabilización intertemporal del sistema monetario en su conjunto.

Pero si se les atribuye la responsabilidad de la política de estabilidad financiera o el deber de hacer recomendaciones de política a otros órganos a fin de brindar estabilidad (la primera de mis cuatro funciones), entonces ingresa a la *rama distributiva* también. Esto es porque uno de los ingredientes de cualquier política apropiada de estabilidad estará diagnosticando y recetando remedios para las externalidades que impulsan el problema de la estabilidad. Los bancos centrales deberían estar involucrados en esto solamente en tanto que las ineficacias sean materialmente relevantes para la estabilidad, y no en la búsqueda de la eficacia en términos más generales.

Segundo, si los bancos centrales tienen responsabilidad en distintas facetas de un régimen de estabilidad, deberían reclamar que su legislatura les otorgue un objetivo simple, holístico. Es decir, los objetivos de cualquier responsabilidad microprudencial *deben* ser completamente compatibles con cualquier función de estabilidad más amplia.

En tercer lugar, donde los bancos centrales tienen distintos tipos de funciones, como cualquier banco central que combina la estabilidad con la política monetaria, deberían solicitar a su legislatura, si fuera necesario, el establecimiento de comités separados de política estatutaria, con la plana mayor a cargo de garantizar los flujos sin fricciones de la información entre ellos.

Cuarto, deberían garantizar que los resultados básicos en cada frente sean transparentes y puedan compararse contra un estándar global.

Esto es parte integral del establecimiento de regímenes robustos para el nuevo mundo. Y todo esto es aun antes de que se llegue a las preguntas sobre las diseminaciones y la cooperación internacionales, dado que el *grupo común* con el cual

comencé es, como mencioné, la ausencia de la autarquía financiera, un grupo mundial.

Si algo así es correcto aunque sea en términos generales, entonces la Reserva Federal goza de algunas ventajas fortuitas pero también se enfrenta a algunos retos. Del lado positivo, comienza con la Junta como órgano de política regulatoria que está separado de la línea de supervisión en las reservas federales regionales y del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). La Junta está en posición de plantear una política de estabilidad para el dominio de las empresas sobre las cuales tiene jurisdicción, compatible con la legislación nacional y los estándares internacionales. Por lo que a mí concierne, las actas publicadas de la Junta serían tan interesantes en este ámbito como pueden ser las del FOMC para la política monetaria.

Entre los retos, mencionaría dos. La Junta es también un órgano que toma decisiones resolutorias en casos particulares, y necesita operar de manera diferente para esa función que cuando expresa la norma de resiliencia. Estados Unidos no cuenta claramente con un órgano de estabilidad financiera que pueda aplicar una norma de resiliencia a todo el sistema, y que sea responsable del arbitraje regulatorio (acciones ocultas para consumir el *patrimonio comunal de resiliencia*), particularmente activo y problemático aquí. Tampoco Estados Unidos tiene un órgano macroprudencial como lo he definido aquí (aparte de las *reservas anticíclicas* de los bancos).

Entonces, en reducidas cuentas, desde la perspectiva de la Reserva Federal, y debería señalarse que hay otras perspectivas importantes, se enfrenta, internamente, a intentar cumplir sus responsabilidades microprudenciales y a asumir funciones dentro de un modelo que se adapte al mundo de hoy (y, en realidad, como sabemos por experiencia propia, al mundo de ayer). Y puertas afuera, como nos gusta decir a los ingleses, se enfrenta a intentar forjar una estabilidad financiera colectiva por medio de un órgano, el Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera, con poderes limitados y donde no es fácil para todas sus organizaciones

miembro reconocer el imperativo de la estabilidad dados sus propios mandatos estatutarios inmodificables. Este coctel debería preocupar aquí del mismo modo que, creo, preocupa a los colegas en el resto del mundo.

A modo de cierre, la pregunta de la Reserva Federal de Boston sobre si los microsupervisores y los macrosupervisores pueden estar en desacuerdo podría ser una buena pregunta sólo en un sistema con un diseño fallido. Por lo tanto, posiblemente *es* una buena pregunta. Pero sigue siendo una pregunta sobre la cual los funcionarios públicos pueden hacer mucho para responderla.