

Después de la Tormenta: Cómo viene la Regulación Financiera

Juan Andrés Fontaine

Junio, 2009

Fontaine y Paúl Consultores. www.fyp.cl
Teléfono: (562) 639-6021 Fax: (562) 639-1202. E-mail: fyp@fyp.cl

Tres Planteamientos

I.- Tras la Gran Bonanza el mundo pasó a una Gran Recesión, pero logró evitar una Gran Depresión 2.0

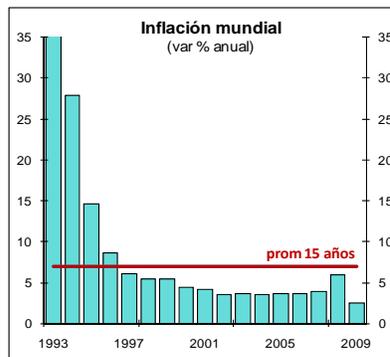
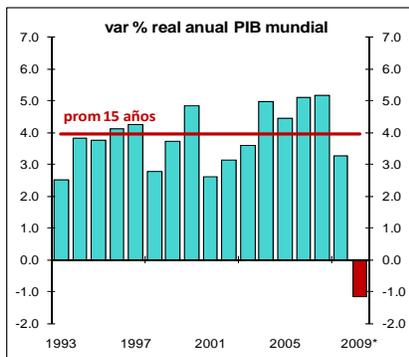
II.- Crisis Financiera revalida Viejas Verdades que en Chile conocemos desde 1982 y confirma que nuestras regulaciones financieras son básicamente correctas.

III. La modernización de nuestro mercado de capitales debe seguir adelante, pero debemos aprender de los errores cometidos por los países más adelantados.

I.- De la Gran Bonanza a la Gran Recesión

Quince años de bonanza...

- Durante los últimos 15 años el mundo experimenta un inédito período de crecimiento y estabilidad.
- En el mundo emergente, salen 300 millones de personas de la pobreza y surge una clase media pujante.
- A nivel global, la desigualdad disminuye.

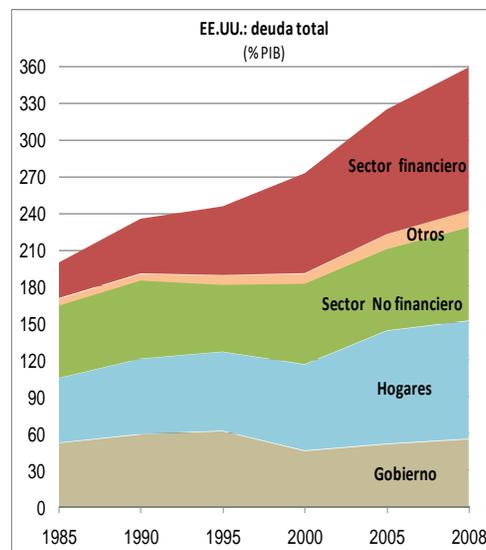


... crearon demasiado optimismo y confianza

- La Gran Bonanza es fruto de las reformas pro libre mercado en todo el mundo.
- Pero, una bonanza tan larga creó acostumbramiento y malos hábitos:
 - Exceso de optimismo: expectativas de bonanza permanente
 - Exceso de confianza: se subestiman los riesgos y se dispara el endeudamiento.
- Historia está sembrada de ciclos similares: prosperidad y políticas expansivas alimentan exceso de endeudamiento y burbuja en precio de activos. Cuando algo la pincha, deudas se tornan impagables y se desata el pánico financiero.
- Como suele ocurrir, esta vez, endeudamiento fue azuzado en EEUU por una expansiva política monetaria y serias fallas en la regulación del mercado financiero.

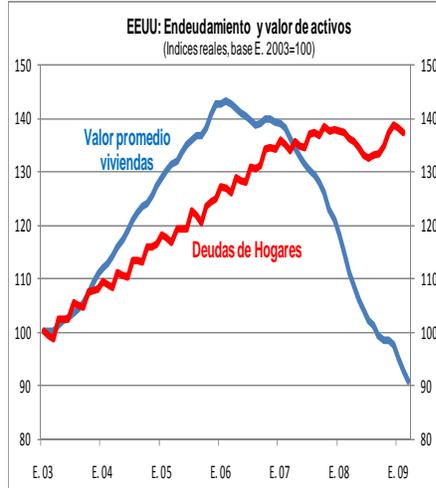
... y consiguiente exceso de endeudamiento

- En EEUU, deudas pasaron de 190% del PIB en 1985 a 360% en 2008.
- Principal responsable: los hogares; deuda de consumo y vivienda sube de 50% a 100%.
- Además, hay gran expansión de la intermediación financiera; su deuda sube desde 30% a 120%.
- Créditos de vivienda subsidiados, bajos intereses y malas regulaciones fomentan excesiva exposición al riesgo.
- En Europa, siguen tendencia similar (UK, Irlanda, España).



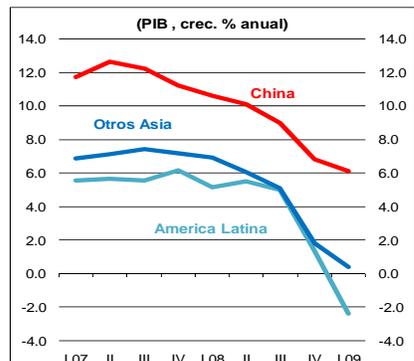
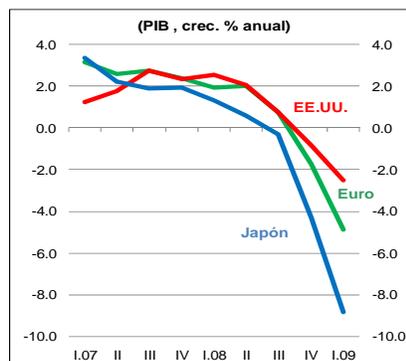
El episodio actual: estallido de la burbuja en EEUU

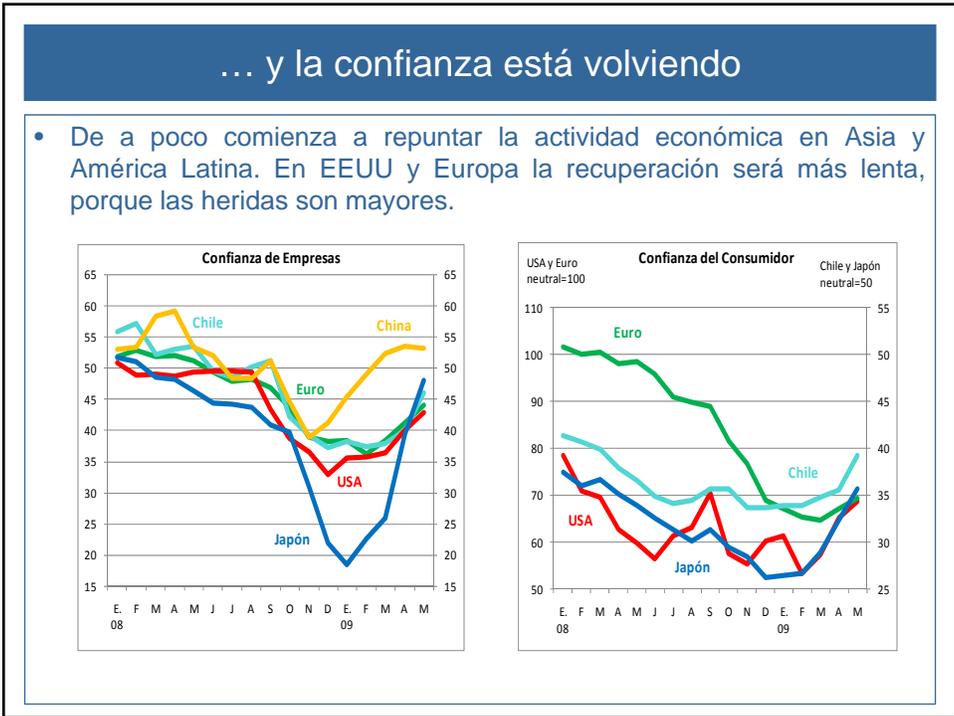
- Fase final de la bonanza (2002-07) es caracterizada por burbuja inmobiliaria y gran endeudamiento.
- Expansión de la demanda interna crea presión inflacionaria, primero en EEUU, luego en China y resto del mundo.
- FED sube intereses y pincha la burbuja.
- Desplome de bienes raíces provoca desendeudamiento (“deleveraging”) y precipita espiral deflacionario.



El mundo parecía revivir la Gran Depresión

- Crisis financiera podía ser evitada, pero errores cometidos a partir de septiembre, 2008 (“Lehman Brothers” y otros) crean ataque de pánico.
- Pánico genera una suerte de espasmo en la actividad económica global (espasmo=“contracción muscular involuntaria”).
- Rápida y sincronizada caída en los mercados financieros y actividad económica hacían temer una Gran Depresión 2.0





No es la Gran Depresión, pero convalecencia será larga

- ¿Por qué no fue otra Gran Depresión?
 - Las economías tenían una posición inicial más sólida (economías flexibles, altos ahorros, solvencia fiscal, cambio libre).
 - Hoy se sabe mejor como combatir una recesión.
 - Rescate financiero finalmente se está llevando a cabo, pese a las vacilaciones y errores iniciales.
 - Políticas económicas siguen favoreciendo el libre mercado y el libre comercio.
- Pero la convalecencia tomará tiempo: aunque los países emergentes se recuperen pronto, EEUU y Europa seguirán aquejados por graves problemas financieros y fiscales.
- Inevitablemente, regulaciones financieras más cautelosas van a limitar acceso al crédito y encarecer su costo.

III.- Crisis y Regulación Financiera: Revisitando Viejas Verdades

Viejas verdades que conocemos desde 1982 (1)

1. El riesgo sistemático existe

- Quiebra de instituciones demasiado grandes para fallar paraliza la cadena de pagos y pone en riesgo la credibilidad de todo el sistema financiero.
- Ello obliga a que el Estado disponga de medidas preventivas (buena regulación) y curativas (intervención oportuna).

2. Frente a una crisis sistémica hay que proteger a los depositantes y acreedores:

- Legislación suele no tener buenos mecanismos para tratar la falencia y recapitalización de grandes entidades financieras;
- En Chile, Ley de 1986 los tuvo, pero fueron fatalmente alterados por una modificación legal reciente del 2007.
- En EEUU, hay buenas ideas de reforma: por ejemplo, la conversión automática de ciertos bonos en capital en entidades con déficit patrimonial.

Viejas verdades que conocemos desde 1982 (2)

3. La protección a los depositantes incita a la irresponsabilidad

- Exceso de endeudamiento (y de corto plazo) por parte de bancos comerciales y de inversión, expuso sistema financiero mundial a alto riesgo;
- Reglas de Basilea no funcionaron: fueron evadibles, pro-cíclicas y no captaron riesgo sistémico.
- Hay buenas ideas de reforma: mayores requerimientos de capital para grandes instituciones; requerimientos de capital o provisiones anti-cíclicas; requerimientos adicionales en situación de riesgo sistémico (burbujas).

4. Regulación hace migrar operaciones a segmento no regulado:

- Hay que concentrar regulación en entidades con riesgo sistémico.
- Pero, hay que cuidar efecto sobre mercado menos regulado, por ejemplo, no bancario.
- Una buena idea: traslado de transacciones a bolsas de valores y/o uso de "cámaras de contraparte central".

IV. La crisis y nuestra agenda de modernización financiera.

Que siga la modernización

- Todos los últimos gobiernos han priorizado la modernización de nuestro mercado de capitales: una auténtica agenda pro crecimiento.
- Nuestro sistema bancario es sólido y eficiente, no ha sido mayormente afectado por la crisis. Sin embargo, sus regulaciones de capital mínimo y liquidez deberá incorporar las enseñanzas que ella deja: necesidad de dar adecuada consideración al riesgo sistémico.
- Reformas recientes han procurado desarrollar mercado de capitales no bancario, lo que estimula la competencia e innovación. Pero, aún quedan escollos tributarios y regulatorios que remover. Es prioritario ampliar el acceso de nuevos emprendedores al mercado de capitales.
- Que nuestro mercado esté aún lejos de alcanzar la amplitud, profundidad y complejidad del mundo desarrollado nos da una ventaja: evitar los errores en que han incurrido los pioneros.

¿Regulación o autorregulación?

- Crisis se ha prestado para atacar la supuesta desregulación de los mercados financieros en EEUU. Pero el problema no ha sido de falta sino de falla en las regulaciones.
- En últimos años ha cundido la idea de sustituir la regulación por la autorregulación, que no es lo mismo que desregulación.
- Hay espacio para la autorregulación efectuada por organismos privados, en la medida que cuente con facultades delegadas, medios e incentivos.
- En Chile hay una iniciativa embrionaria en el campo bursátil.
- Es ilusorio pretender que la autorregulación sustituya a la autoridad en cuanto a:
 - (i) dictación de las principales normas que regulan actividad.
 - (ii) detección y sanción de incumplimientos.

¿Regulador autónomo?

Conviene distinguir tres peldaños en la función regulatoria:

1. La ley: fija derechos y obligaciones de las partes que intervienen en el mercado.
2. La interpretación de la ley: cuyo carácter técnico y necesidad de estar al día impiden dejarla en manos del legislador; hoy es efectuada por superintendencias (dependientes), pero se presta mejor para ser realizada por un Consejo Autónomo (único).
3. La fiscalización de la ley: efectuada por la(s) superintendencia(s), dependiente(s) del Ejecutivo. Éstas pueden o no ser agrupadas en una sola entidad.

Mercado de capitales: temas pendientes

- En materia de mercado de capitales no bancario, nueva agenda regulatoria debe incluir:
 1. Cámaras de Contraparte Central (CCC)
 2. Revisión de requerimientos de capital
 3. Información consolidada de grupos financieros
 4. Fortalecimiento del rol del Banco Central.
- CCC es paso clave para perfeccionar sistemas de liquidación de operaciones y rebajar riesgos de contraparte. Ley está bien, pero deja definiciones claves en manos del futuro reglamento. Además, no contempla rol de Banco Central.
- SVS ha propuesto nuevos requerimientos de capital para Corredoras de Bolsa. Iniciativa es positiva, pero puede desalentar la competencia. Tampoco corrige fallas en manejo de custodias.
- Regulaciones más estrictas hacen migrar operaciones a entidades no reguladas: información consolidada es crucial para prevenir ese riesgo.

Rol del Banco Central

- Debe cautelar la estabilidad financiera: “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”.
- Debe actuar en la prevención de la crisis, moderando el ciclo económico con su política monetaria. Además de la meta de inflación, debe combatir la gestación de burbujas financieras.
- Debe efectuar supervisión financiera macro: dictar o proponer normas preventivas contra las crisis sistémicas.
- Debe estar disponible para intervenir en la curación de problemas financieros con riesgo sistémico.
 - En octubre de 2008, correctamente, proveyó la liquidez de emergencia necesaria.
 - A diferencia del FED, ley lo restringe a operar sólo con instituciones financieras.
 - Ejemplo: la creación de una CCC para transacciones bursátiles o de derivados abre la interrogante sobre el rol del BCCH: sin su apoyo de última instancia es difícil que camine (exigiría definirla como “institución financiera”).

Concluyendo

- Si algo ha dejado claro la Recesión de 2009 es que el buen funcionamiento del mercado financiero es crucial.
- La larga bonanza previa a la crisis es una hazaña del modelo de economía de libre mercado, incluyendo el impresionante desarrollo financiero alcanzado.
- La proliferación de instrumentos para diversificar riesgos bajó el costo real del crédito y amplió el acceso a los beneficios del crecimiento económico en el mundo.
- Pero, 2008 fue el año de la Gran Decepción: la regulación financiera demostró demasiadas fallas aún en el país modelo, EEUU.
 - Ignoró las dificultades que implica la existencia de intermediarios financieros demasiado grandes para fallar y el consiguiente riesgo financiero.
 - Confió en exceso en los requerimientos mínimos de capital y en las bondades de la autorregulación para valorar activos y riesgos.
 - Ignoró la migración del mercado relevante hacia segmentos menos regulados, pero también capaces de causar riesgo sistémico.
- Chile ha sido conducido con cautela en cuanto a regulaciones financieras, pero debe utilizar enseñanzas de la crisis para desarrollar un mercado financiero que sea a la vez dinámico y seguro.

Reflexión final de un amigo inesperado



•“Siempre he sido un firme creyente en el poder del libre mercado...nuestro papel no es desprestigiar el enriquecimiento, sino ampliar su alcance; no ahogar al mercado, sino fortalecer su capacidad de desatar esa creatividad e innovación que aún hacen de este país la envidia del mundo”.

•“Un régimen regulatorio elaborado a raíz de una crisis económica del siglo XX -la Gran Depresión- fue abrumado por la velocidad, el alcance y la sofisticación de la economía global del siglo XXI”.

•“Estamos llamados a poner en marcha las reformas que permitan florecer a nuestras mejores cualidades, pero que mantengan bajo control a nuestros peores rasgos. Estamos llamados reconocer que el libre mercado es la más poderosa fuerza generadora de prosperidad - pero no es una licencia gratis para ignorar las consecuencias de nuestras acciones”.

Presidente Barack Obama, 17 de junio 2009