

¿Fue la desregulación la causante de la crisis financiera?

por Mark A. Calabria

El relato popular en Washington es que una década de desregulaciones permitió y alentó los excesos de Wall Street, lo cual desembocó en la crisis financiera actual. Sin ningún cuestionamiento, esta novela probablemente servirá de base para cualquier reforma financiera. Implementar medidas de este tipo basadas en fundamentos así de defectuosos solamente asegurará que las próximas crisis financieras sean más frecuentes y más severas.

¿Desmantelando el Estado regulador?

Aunque es la calidad y el fundamento de la regulación lo que tiene que estar en el centro de cualquier debate respecto al papel de las regulaciones en la crisis financiera, una manera directa de cuantificar las regulaciones es calculando los dólares del presupuesto y la cantidad de personas que trabajan en las agencias de regulación financiera. En un estudio para el Mercatus Center, Veronique de Rugy y Melinda Warren descubrieron que lo asignado para gastos por regulación bancaria y financiera aumentó de únicamente \$190 millones en 1960 a \$1.900 millones en 2000 y a más de \$2.300 millones en 2008 (en dólares constantes de 2000).

Enfocándose específicamente en la Comisión de Valores e Intercambios (SEC, por su sigla en inglés) —el ente encargado de regular a Wall Street— las asignaciones presupuestarias bajo el presidente George W. Bush aumentaron en términos reales en más del 76 por ciento, de \$357 millones a \$629 millones (en dólares constantes de 2000).

No obstante, los dólares en presupuestos no siempre se traducen en más agentes supervisores—todos esos dólares extras pudieron haberse gastado en el nuevo y lujoso edificio de la SEC. En realidad, gran parte del abultado presupuesto de la SEC fue destinado a la contratación de más personal, del equivalente de 2.841 empleados a tiempo completo en 2000 a 3.568 en 2008, un aumento del 26 por ciento. El tamaño del personal de la SEC es más de ocho veces aquel de la Comisión para la Seguridad de los Productos de Consumo (CPSC, por su sigla en inglés), por ejemplo, la cual supervisa miles de productos de consumo al año.

Cifras comparables para agencias reguladoras de la banca muestran un pequeño declive en funcionarios de 13.310 en

Mark Calabria es Director de Estudios de Financieros en el Cato Institute.

2000 a 12.910 en 2008, aunque esto se debe completamente a reducciones de personal en los bancos regionales de la Reserva Federal producto de cambios en sus actividades para efectivizar cheques (las cuales se hacen ahora en gran medida de manera electrónica), y en la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC, por su sigla en inglés), conforme fue reduciéndose su personal de resolución que trataba de sanear los quiebras bancarias de los noventa. Otras agencias de regulación bancaria, tales como la Oficina del Controlador de la Moneda—la cual supervisa bancos nacionales como Citibank—aumentaron considerablemente el tamaño de su personal entre 2000 y 2008.

Otra forma de cuantificar las regulaciones es mediante el número absoluto de normas emitidas por un departamento o agencia. El principal regulador financiero, el Departamento del Tesoro, el cual incluye tanto a la Oficina del Controlador de la Moneda como a la Oficina de Control de las Cajas de Ahorro, vio el promedio anual de nuevas regulaciones propuestas aumentar de alrededor de 400 en los noventa a más de 500 en esta década. Durante los noventa y los 2000, la SEC emitió aproximadamente 74 regulaciones al año.

Dejando a un lado la interrogante de si los reguladores de la banca y los valores estaban haciendo su trabajo de manera agresiva o no, una cosa queda clara: en años recientes hemos experimentado un número creciente de reguladores en acción y un número creciente de regulaciones.

Gramm-Leach-Bliley

Un punto central para cualquier aseveración de que la desregulación causó la crisis es la ley Gramm-Leach-Bliley. La esencia de Gramm-Leach-Bliley es la derogación de la ley Glass-Steagall de la época del Nuevo Trato, la cual prohibía mezclar la banca comercial con la banca de inversión. Los bancos de inversión asisten a las corporaciones y a los gobiernos al financiar, mercadear y asesorar sobre deuda y patrimonio emitido. En muchas ocasiones también realizan grandes operaciones comerciales en las que compran y venden valores financieros tanto a nombre de sus clientes como a nombre propio. Los bancos comerciales aceptan depósitos asegurados y hacen préstamos a hogares y negocios. La crítica sobre la desregulación establece que una vez

que el Congreso abrió el camino para que se fusionaran los bancos comerciales con los de inversión, los bancos de inversión se vieron incentivados a tomar mayores riesgos, al tiempo que se reducía la cantidad de patrimonio que se les requería tener contra los activos denominados en dólares.

Sin embargo, hay preguntas acerca de cuánto impacto tuvo la ley en los mercados financieros y si esta tuvo influencia alguna en la crisis actual. Incluso antes de su aprobación, los bancos de inversión ya tenían permiso de comerciar y tener los mismos activos financieros que se encuentran en el centro de la crisis: valores respaldados por hipotecas, derivados, garantía contra incumplimiento de obligaciones, obligaciones de deuda colateral (CDO, por su sigla en inglés). El cambio en las actividades de los bancos de inversión hacia portafolios comerciales importantes se debió al aumento en su base capital, lo cual fue el resultado de que muchos de los bancos de inversión se habían convertido en empresas transadas en bolsa, una estructura permitida bajo la ley Glass-Steagall.

Segundo, muy pocas empresas con intereses financieros decidieron combinar actividades de banca de inversión con aquellas de banca comercial. Los dos bancos de inversión cuyos fracasos han llegado a simbolizar la crisis financiera, Bear Stearns y Lehman Brothers, no estaban afiliados a ninguna institución que captara depósitos. En cambio, si Bear o Lehman hubieran contado con una fuente grande de depósitos asegurados, probablemente habrían sobrevivido sus problemas de liquidez a corto plazo. Como el ex presidente Bill Clinton le dijera a *Business Week* en 2008, “No creo que firmar esa ley tuviera algo que ver con la crisis actual. De hecho, una de las cosas que ha ayudado a estabilizar la situación actual es la compra de Merrill Lynch por parte de Bank of America, lo cual fue mucho más fácil de lo que hubiera sido si yo no hubiese firmado esa ley”.

Gramm-Leach-Bliley ha sido presentada tanto por sus defensores como por sus detractores como una revolución en cuanto a servicios financieros. Sin embargo, la ley en sí tuvo poco impacto sobre las actividades comerciales de los bancos de inversión. Las actividades fuera del balance general de Bear y Lehman eran permitidas antes de que esa ley se aprobara. Ni tampoco estas actividades comerciales socavaron a algún banco comercial afiliado ya que Bear y Lehman no tenían bancos comerciales afiliados. Adicionalmente, esos grandes bancos que sí combinaron la banca de inversión con la comercial han sobrevivido a la crisis de mejor forma que aquellos que no lo hicieron.

¿La SEC desreguló a la banca de inversión?

Una de las supuestas “desregulaciones” producto de la mezcla de la banca de inversión con la comercial fue el aumento en el apalancamiento de los bancos de inversión permitido por la SEC. Luego de que muchos bancos de inversión se volvieron empresas con participación financiera, los reguladores europeos procedieron a someter a las sucursales europeas de estas empresas a las regulaciones de capitales dictadas

por Basilea II, una serie de recomendaciones para la regulación de capitales bancarios desarrollada por el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, una organización de reguladores de banca internacional. Con el fin de proteger su territorio frente a los reguladores europeos, la SEC implementó un plan similar en 2004.

No obstante, la reducción en las proporciones de capital para los bancos de inversión realizada por la SEC no fue simplemente un cambio en las reglas existentes. La SEC vio la norma como un paso más allá de su mandato tradicional de proteger al inversionista hacia uno de supervisar todas las operaciones de un banco de inversión. El uso voluntario de las regulaciones de Basilea sobre los capitales fue visto como solo una pequeña parte de un sistema de regulaciones significativamente ampliado, como lo expresó el vocero de la SEC, John Heine: “La norma de 2004 emitida por la Comisión fortaleció la supervisión de los mercados de valores, porque antes de su adopción no había supervisión formal, requisitos de liquidez, y tampoco habían requisitos de capital para las compañías propietarias de banca de inversión”.

Los requisitos más estrictos le dieron a la SEC responsabilidades más amplias en términos de supervisión prudencial de los bancos de inversión y las compañías propietarias de éstos.

Los derivados como una trampa financiera

Luego de Gramm-Leach-Bliley, la aseveración más común que se hace cuando se culpa a la desregulación es que tanto el Congreso como los reguladores ignoraron las múltiples advertencias acerca de los riesgos involucrados en los instrumentos derivados, particularmente las garantías en contra de incumplimientos de obligaciones (CDOs), y eligieron no imponer la regulación requerida. En 2003, Warren Buffet llamó a los derivados “armas de destrucción financiera masiva”, y advirtió que la concentración de riesgo de los derivados en unos cuantos actores constituía “serios problemas sistémicos”. Buffet no estaba solo en clamar por una regulación a los derivados.

Pero, ¿habría prevenido la crisis financiera un poco más de regulación sobre los instrumentos derivados?

Durante la presidencia de Brooksley Born al frente de la Comisión de Negociación de Futuros de Materias Primas (CFTC, por su sigla en inglés), ella publicó un estudio conceptual delineando cómo la CFTC debería abordar la regulación de los derivados. Sus sugerencias fueron severamente criticadas tanto por miembros de la administración Clinton, incluyendo a Robert Rubin y a Larry Summers, y por los principales miembros de los comités de supervisión de la CFTC en el Congreso.

La principal sugerencia de Born era requerir que los instrumentos derivados fueran negociados a través de un intercambio regulado por una contraparte central, una propuesta actualmente promovida por el secretario del Tesoro, Timothy Geithner. Actualmente la mayoría de los derivados

son negociados como contratos individuales entre dos partes, cada una siendo una contraparte del otro, con cada parte asumiendo el riesgo de que el otro puede que no sea capaz de cumplir sus obligaciones contractuales. Una contraparte central se colocaría entre los dos lados de un contrato de derivados, garantizando el desempeño del uno con el otro. Los que proponen este método dicen que una contraparte central habría prevenido la concentración de riesgo de derivados en unas pocas entidades, tales como AIG, y hubiera prevenido el riesgo sistémico que surgió de los lazos entre AIG y sus diversas contrapartes.

El defecto más básico de tener una contraparte centralizada es que no reduce en nada el riesgo, simplemente lo concentra. También aumenta las probabilidades de un salvataje con dinero del contribuyente, ya que es más probable que el Estado intervenga y salga al rescate de una caja de compensación centralizada que al de empresas privadas. En el caso de AIG, el vicepresidente de la Reserva Federal, Donald Kohn, le afirmó al Comité de Banca del Senado que el riesgo para las contrapartes con derivados de AIG no tuvo nada que ver con la decisión de la FED de rescatar a la aseguradora, y que todas sus contrapartes habrían sobrevivido una mora de pagos por parte de AIG. El propósito de una caja de compensación centralizada es permitirles a los usuarios de los derivados separar el riesgo del contrato de un derivado del riesgo de una mora por parte del emisor de dicho contrato en los casos en que el emisor no esté en capacidad de cumplir con sus obligaciones. Dicho arreglo podría de hecho aumentar la demanda y el uso de los derivados.

Los que proponen una mayor regulación de los derivados también ignoran el hecho de que gran parte del uso de éstos por parte de los bancos es el resultado directo de la regulación, en lugar de la ausencia de ésta. Hasta el tanto los derivados tales como las garantías contra incumplimiento de obligaciones (CDOs) reduzcan el riesgo de los préstamos o valores que tienen los bancos, las regulaciones de Basilea permiten que los bancos reduzcan el capital que tienen como respaldo a dichos préstamos.

Una de las propuestas de Born era imponer requisitos de capital a los usuarios de los derivados. Eso ignora la realidad de que a las contrapartes ya se les requiere que declaren su colateral cuando utilizan derivados. De hecho, no fue el fracaso de su posición en derivados lo que resultó en el colapso de AIG sino más bien un aumento en los pedidos de más colateral que hicieron sus contrapartes.

Los derivados no crean pérdidas, simplemente las transfieren; por cada pérdida en una posición de derivados hay una ganancia correspondiente del otro lado; las pérdidas y ganancias siempre suman cero. El valor de los derivados es que permiten la separación de varios riesgos y la transferencia de esos riesgos a partes que son más aptas para asumirlos. Transferir ese riesgo a una contraparte central con requisitos de capital probablemente hubiera sido igual de efectivo que lo que fue agregar el total del riesgo en los mercados hipotecarios al ba-

lance de Fannie Mae y Freddie Mac. La regulación nunca sustituirá uno de los principios básicos de las finanzas: la diversificación.

Las agencias calificadoras de crédito

Cuando no se pueden encontrar los supuestos ejemplos de desregulación, los defensores de más regulación muchas veces caen en el argumento de que el fracaso de un regulador de imponer nuevas regulaciones es muestra del fracaso de la desregulación. El estatus de las agencias calificadoras de crédito en los mercados financieros muchas veces es presentada como un ejemplo de esto.

Las agencias calificadoras de crédito pueden servir potencialmente como un monitor independiente del comportamiento corporativo. Que estas muchas veces han fracasado en dicho papel es generalmente reconocido; por qué han fracasado es el verdadero debate. Los defensores de mayor regulación dicen que como las agencias calificadoras de crédito son pagadas por los emisores de los valores, su interés real está en hacer felices a sus clientes al proveer las calificaciones más altas posibles. Además, dicen que las agencias calificadoras han utilizado sus protecciones de “libertad de expresión” para evitar cualquier responsabilidad legal o escrutinio de los reguladores por el contenido de sus calificaciones.

La regulación moderna de las agencias calificadoras de crédito empezó con la revisión de la SEC de sus regulaciones en cuanto a capitales para corredores de bolsa/agentes en 1973. Bajo las reglas para capitales de la SEC, un corredor de bolsa o agente debe escribir el valor de los activos riesgosos o especulativos en su balance con la finalidad de reflejar el nivel de riesgo. Al definir el riesgo de los valores, la SEC ligó la medida del riesgo a la calificación de crédito del valor en cuestión, poniendo a los valores no calificados como los de más alto riesgo. Los reguladores bancarios luego extendieron esta práctica de delegar la supervisión del riesgo en la banca comercial a las agencias calificadoras de crédito bajo la implementación de los estándares para capitales de Basilea.

La SEC, al diseñar sus regulaciones para capitales, estaba preocupada de que si permitía que agencias calificadoras de crédito externas definieran el riesgo, algunas de estas se verían tentadas a simplemente vender calificaciones favorables sin importar el verdadero riesgo. Para resolver este riesgo percibido, la SEC decidió que solamente las Organizaciones Estadísticas Nacionalmente Reconocidas (NRSROs, por su sigla en inglés) podrían tener sus calificaciones con reconocimiento por parte de la SEC y solamente estas podían ser utilizadas para cumplir con los requisitos establecidos en las regulaciones para capitales. Al definir las capacidades de una NRSRO, la SEC deliberadamente excluyó a nuevos entrantes y consolidó a las empresas existentes, tales como Moody's y Standard and Poor's.

Al tratar de resolver un problema imaginario, una supuesta carrera hacia el fondo en la calidad de las calificaciones, la SEC logró crear un verdadero problema, un oligopolio en la industria de la calificación del crédito. Una consecuencia de

este oligopolio fue que desde principios de los setenta, las agencias calificadoras se apartaron de su práctica histórica de mercadear y vender calificaciones principalmente a los inversionistas, y a cambio vendían cada vez más a los emisores de deuda. Ahora que contaban con una clientela cautiva, los emisores de deuda, las agencias calificadoras rápidamente adaptaron su modelo de negocios a esta nueva realidad.

El daño habría sido lo suficientemente grande si la SEC se hubiera detenido ahí. Sin embargo, durante los ochenta y los noventa la SEC afianzó aún más el poder de mercado de las agencias calificadoras en cuestión. Por ejemplo, en los ochenta la SEC limitó los fondos de mercado monetario a los valores que tenían grado de inversión, como lo definían las NRSROs. Ese requisito luego fue extendido a las empresas dueñas de fondos de mercado monetario. Los reguladores bancarios y los inspectores estatales de seguros siguieron el ejemplo de basar sus regulaciones de seguridad y solidez en el uso de valores aprobados por las NRSROs.

El conflicto de intereses entre las calificadoras y los emisores no es el resultado de la ausencia de regulación, sino más bien el resultado directo y predecible de la regulación. La solución a este problema es eliminar los privilegios monopólicos de las NRSROs y hacer que ellas compitan en el mercado.

¿Prestamistas rapaces o prestatarios rapaces?

Por mucho que las pérdidas de la crisis financiera hayan estado concentradas en el mercado hipotecario y particularmente en valores respaldados por hipotecas subprime, los defensores de más regulaciones han argumentado que la crisis financiera podría haberse evitado si los reguladores federales hubieran eliminado las prácticas rapaces en el mercado hipotecario. Tal aseveración ignora que la gran mayoría de las hipotecas en mora estaban en manos de especuladores o eran la consecuencia de las mismas razones que siempre resultan en una mora sobre una hipoteca: pérdida de trabajo, gastos en atención médica, y divorcio.

La característica hipotecaria más estrechamente asociada con una mora es la cantidad de patrimonio del prestatario. En lugar de ayudar a fortalecer los estándares de financiamiento, el gobierno federal lideró el movimiento para reducirlos. A través de los años, la Administración Federal para la Vivienda (FHA, por su sigla en inglés) redujo sus requisitos para pago inicial, desde un 20 por ciento en los años treinta al punto que hoy uno puede conseguir un préstamo de la FHA con un pago inicial de solamente 3,5 por ciento.

El argumento del crédito rapaz establece que los prestatarios fueron atraídos hacia préstamos insostenibles—muchas veces debido a tentadoras bajas tasas de intereses—los prestatarios luego entraron masivamente en mora, causando declives en los precios de las viviendas, lo cual derivó en una caída general en el mercado hipotecario. Para que este

argumento tenga alguna validez, el aumento en la tasa de mora hipotecaria tuvo que preceder la caída en los precios de las casas. De hecho, lo opuesto ocurrió, con la tasa nacional de apreciación del precio de las viviendas llegando a su pico en el segundo cuarto de 2005 y el nivel de precios absoluto llegando a su tope en el segundo cuarto de 2007; el aumento dramático en las nuevas moras hipotecarias no tuvo lugar hasta el segundo cuarto de año de 2007. Si bien es de esperarse que haya cierta retroalimentación entre los precios y la cantidad de hipotecas en ejecución, la evidencia respalda la teoría de que las caídas iniciales en la apreciación de los precios y luego las caídas absolutas de los mismos condujeron a aumentos en la ejecución de hipotecas en lugar de que préstamos insostenibles hayan conducido a caídas en los precios.

Normalmente uno esperaría que los inversionistas en valores relacionados a hipotecas impongan la disciplina de mercado sobre los prestamistas, asegurándose de que las pérdidas se mantengan dentro de las expectativas. La disciplina de mercado empezó a erosionarse en 2005 conforme Fannie Mae y Freddie Mac se convirtieron en los principales compradores de valores respaldados por hipotecas subprime. Cuando el mercado estaba en su punto más alto, Fannie y Freddie compraron más del 40 por ciento de los valores respaldados por hipotecas subprime. Esta también fue la cosecha de préstamos que ha tenido el peor de los desempeños; los préstamos subprime que aparecieron antes de 2005 se han desempeñado en gran medida dentro de las expectativas. Al entrar a este mercado con tanta fuerza, Fannie y Freddie aumentaron considerablemente la demanda de valores subprime, y como en última instancia podían transferir sus pérdidas al fisco, tenían pocos incentivos para monitorear efectivamente la calidad del crédito que financiaban.

Conclusión

Las últimas décadas han presenciado una expansión significativa en el número de regulaciones y reguladores financieros, a diferencia de lo que se asevera frecuentemente de que nuestras regulaciones financieras habían sido “desmanteladas”. Si bien es posible que muchos reguladores hayan sido cortoplacistas o que confiaron demasiado en su habilidad de salvar del colapso a nuestros mercados financieros, dichos defectos son atribuibles a la regulación, y no a la desregulación. Cuando uno escarba la superficie del argumento de la “desregulación”, se vuelve evidente que los supuestos culpables, como la Ley Gramm-Leach-Bliley, no causaron la actual crisis y que la supuesta negativa de los reguladores de confrontar los derivados y las hipotecas “rapaces” habría tenido poco impacto en la manera en que se desarrollaron las cosas, ya que estos asuntos no se encontraban en el centro de la crisis. Para explicar la crisis financiera, y evitar la siguiente, debemos analizar el fracaso de la regulación, no el de una mítica desregulación.