documentos de economía "la Caixa"

N.º 27 ENERO 2014

La prociclicidad del sistema financiero tras las reformas

Sandra Jódar-Rosell
Jordi Gual

"la Caixa"

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

”la Caixa”

Estudios y Análisis Económico
Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudios
c. e.: publicacionesestudios@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. LA CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.
© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona - ”la Caixa”, 2014
© Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

N.º 27 ENERO 2014

La prociclicidad del sistema financiero tras las reformas

Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual*

*Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa".

Resumen:
El sistema financiero, a través de su política crediticia, tiene la capacidad de acentuar el ciclo económico y de provocar oscilaciones muy acusadas. Las sufridas en esta última crisis han sido de tal magnitud que se ha puesto de manifiesto la conveniencia de introducir medidas regulatorias que influyan sobre el comportamiento de las entidades a lo largo del ciclo económico y así prevenir sus excesos. El presente artículo describe brevemente los principales mecanismos que explican esta prociclicidad del sistema y repasa las múltiples reformas que se están introduciendo en Europa para desactivarlos. Finalmente, el artículo argumenta que para juzgar la efectividad de cada una de las medidas es necesaria una evaluación de su robustez ante los distintos incentivos que pueden mover a los agentes. En particular, es necesario buscar los mecanismos que las doten de una mayor consistencia temporal y que refuercen la independencia de los supervisores frente a las presiones de los distintos grupos de interés.

Palabras clave: estabilidad financiera, prociclicidad, banca, regulación financiera.
Códigos JEL: E44, G21, G28, E32

Abstract:
Through its credit policies, the financial system can have procyclical effects and cause rather strong fluctuations. The fluctuations experienced during this crisis have been so dramatic that it has become clear that it would be expedient to introduce regulatory measures that influence the behaviour by banks throughout the economic cycle in order to prevent their excesses. This paper provides an overview of the main mechanisms that explain the procyclicality of the system and examines the many reforms that are being introduced in Europe to disable them. Finally, this paper argues that, in order to assess the effectiveness of each and every measure, their robustness against the incentives for the relevant agents must also be assessed. In particular, mechanisms must be sought to make them more time-consistent and to reinforce the independence of the supervisors against the pressures of interest groups.

Keywords: financial stability, procyclicality, banking, financial regulation.
JEL Codes: E44, G21, G28, E32

ÍNDICE

Introducción 5

1. El carácter procíclico del sistema financiero 7

1.1 Mecanismos inherentes a la naturaleza del negocio 7

1.2 Mecanismos causados por la regulación 10

2. Reformas regulatorias para mitigar el problema 14

2.1 Nuevas reglas para moderar la naturaleza procíclica del negocio e introducir un enfoque macroprudencial 14

2.2 Subsanar los errores de regulación detectados 16

3. Efectividad de las reformas propuestas 19

4. Conclusión 21

Referencias 22

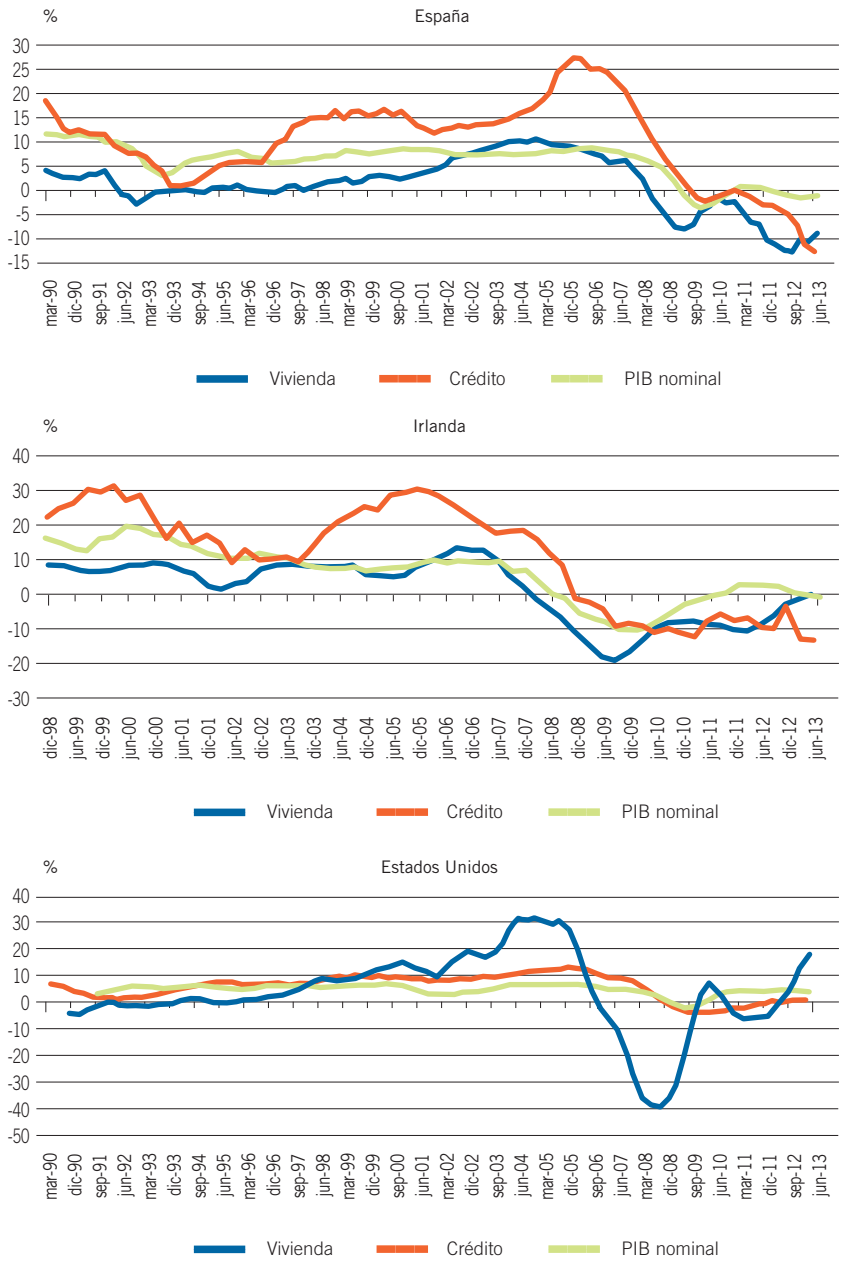
Introducción

Las crisis financieras han sucedido con anterioridad y se repetirán en el futuro: son un fenómeno recurrente, motivado por la tendencia a la aparición de *booms* de crédito. Con las particularidades propias de cada caso, la pauta siempre es la misma: una expansión del crédito acompañada de una reducción de los estándares en la calidad del crédito otorgado, una perturbación que altera las expectativas y el ritmo de crecimiento, un repunte significativo de la morosidad, y pérdidas para las entidades bancarias. En los casos más extremos, se forman burbujas en los precios de los activos que, al estallar, provocan crisis de liquidez y la severa contracción de la oferta de crédito de las entidades. En definitiva, los sistemas financieros tienden a exagerar o amplificar los ciclos económicos a través de su política de créditos.

Hasta el momento, la estrategia mayoritaria de los reguladores había consistido en exigir a las entidades un nivel de capital suficiente para resistir las consecuencias de estas crisis. Eran menos numerosos los que intentaban influir sobre el comportamiento de las entidades a lo largo del ciclo económico para prevenir sus excesos. La magnitud de esta última crisis ha puesto de manifiesto la conveniencia de actuar también en esta dirección si se quiere garantizar la sostenibilidad del sistema. El presente documento pretende ofrecer un repaso de las medidas que se están adoptando para lograrlo.

El artículo se estructura de la siguiente forma. El primer apartado describe brevemente los principales mecanismos que explican la prociclicidad de la intermediación financiera. A continuación, se repasan las distintas reformas que se están implementando en Europa con el fin de contrarrestar estos mecanismos. Pese a la multitud de iniciativas y el grado de detalle de muchas de ellas, no está claro que permitan que los reguladores logren reducir de forma significativa la prociclicidad del sistema financiero. Esta cuestión se aborda en la última sección, en la que se evalúan los distintos atributos que toda reforma debería presentar para ser realmente efectiva.

GRÁFICO 1 Ciclos de crédito bancario



FUENTES:
Precios de la vivienda: Residential Property Price Index Statistics, Eurostat (España e Irlanda); Case-Shiller (EE. UU).
Crédito: Crédito a otros sectores residentes, Banco de España (España); *MFI loans to non-MFIs*, ECB (Irlanda); *Home mortgages, consumer credit, depository institutions loans n.e.c. and mortgages, US Flow of funds for households and non-financial business* (EE. UU.). El agregado de crédito para EE. UU. puede infraestimar el grado de financiación al sector privado dada la importancia, en ese país, de la financiación directa vía mercados.
PIB nominal: Thomson Reuters Datastream.

1. El carácter procíclico del sistema financiero[1]

La reciente crisis ha suscitado una profunda reflexión acerca de qué mecanismos provocan que la actividad bancaria sea procíclica, es decir, que amplifique las fluctuaciones económicas. Pese a que los mecanismos identificados son múltiples, un buen número de ellos obedecen a características inherentes a la intermediación financiera, o sea, a los aspectos más básicos que determinan el funcionamiento del negocio. Otros mecanismos, en cambio, surgen como efectos indeseados del marco regulatorio, que resulta necesario para, justamente, corregir los fallos de mercado causados por aspectos básicos del negocio, como la existencia de información asimétrica entre los distintos agentes.

1.1 Mecanismos inherentes a la naturaleza del negocio

La actividad de intermediación financiera presenta al menos tres grandes características que pueden amplificar los efectos del ciclo económico: un modelo de competencia en banca minorista basado en la cuota de mercado, la dificultad de evaluar y gestionar el riesgo y, por último, la existencia de información asimétrica entre los agentes.

Competencia por cuota de mercado

La banca minorista se caracteriza por tener un fuerte componente relacional. Ello se debe a que la concesión de crédito a hogares y pymes es una actividad muy intensiva en información y al hecho de que esta es muy difícil de trasmitir si no es mediante relaciones a largo plazo. Construir esta relación requiere una importante inversión, tanto por parte del cliente como de la entidad, y tiene dos consecuencias muy relevantes a nivel estratégico.

En primer lugar, cualquier cambio de entidad supondrá un coste significativo para los clientes, pues la nueva entidad de crédito dispondrá de menor información y exigirá una prima mayor para compensar dicho riesgo. De este modo, el cliente es en cierta medida cautivo de su elección inicial. Para la entidad, esta inercia en el comportamiento de los clientes puede justificar una competencia agresiva para atraerlos, pues el coste inicial de la estrategia se recupera a lo largo de la relación duradera que se establece.

En segundo lugar, una vez establecida la relación a largo plazo con el cliente, la comercialización de productos y servicios financieros presenta economías de alcance para la entidad. Esta circunstancia no hace sino reforzar la viabilidad de las estrategias agresivas a corto plazo pues, al comercializar paquetes de servicios financieros, se facilita el subsidio cruzado entre ellos. Así, resulta posible atraer a los clientes mediante precios muy reducidos en aquellos servicios más atractivos y recuperar parte de la rebaja a través de mayores precios en el resto de servicios. Uno de los productos con mayor capacidad de generar relaciones a largo plazo y que, en consecuencia, se usa como reclamo por parte de las entidades es el crédito.

El vínculo con el ciclo económico se manifiesta a través de la cantidad de fondos a disposición de las entidades para financiar este tipo de estrategias. En periodos de bonanza y crecimiento económico, el número de entidades con fondos suficientes para emplear este tipo de estrategias es mayor, lo cual aumenta la competencia entre ellas. La caída de precios resultan-

1. Basado en Gual (2009), «El carácter procíclico del sistema financiero», *Revista de estabilidad financiera* n.º 16, Banco de España.

te, incluso por debajo de lo necesario para cubrir el riesgo de los préstamos, genera una excesiva expansión del crédito.

Dificultades en la evaluación y gestión del riesgo

El hecho de que la intermediación financiera sea intensiva en información se debe fundamentalmente a la necesidad de evaluar el riesgo de los préstamos que se conceden. Al fin y al cabo, la suerte de una entidad está ligada a su capacidad de seleccionar y gestionar bien los riesgos en los que incurre, bien sea concediendo crédito, bien invirtiendo en otros productos (de renta fija, variable o en productos estructurados). La complejidad de esta tarea crece por la necesidad de evaluar el riesgo simultáneo del conjunto de la cartera, y no solo de sus componentes.

El desarrollo de nuevos modelos matemáticos y estadísticos, junto a los avances tecnológicos, ha permitido implementar procedimientos de medición y gestión del riesgo cada vez más sofisticados. La adopción de estos procedimientos ha sido, además, incentivada por los reguladores mediante su inclusión en el marco de Basilea II. Sobre el papel, esta gran capacidad de medición debería permitir al sistema ampliar el rango de riesgos que es capaz de asumir de una manera eficiente y segura, pues los requerimientos de capital crecerán en concordancia con el mayor riesgo.

Desafortunadamente, estos nuevos procedimientos han resultado poco robustos frente a problemas de calibración e interpretación, así como frente a los sesgos del comportamiento humano que afectan a la evaluación del riesgo y la toma de decisiones. En la práctica, por un lado, las series de datos disponibles para calibrar los modelos pueden ser demasiado cortas y no abarcar un ciclo económico completo, con lo que se infraestimaría el riesgo real que se va acumulando durante la fase expansiva. De igual modo, cuando los gestores bancarios deben evaluar situaciones de riesgo, suelen dejarse llevar en exceso por los datos más recientes. En situaciones de crecimiento sostenido, esto les puede empujar a adoptar una percepción de la magnitud y duración del ciclo económico sesgada hacia el excesivo optimismo. Por último, los gestores también tienden a seguir un comportamiento de manada, comprando todos al mismo tiempo cuando sus (idénticos) modelos indican que hay que comprar, y vendiendo cuando sugieren lo contrario. Esta conducta aumenta la volatilidad a lo largo del ciclo sin que ello se refleje en los modelos de riesgo, cuyos supuestos no tienen en cuenta las decisiones que puedan tomar otros agentes. Es fácil ver entonces como, de resultas de todos estos sesgos, la política inversora de las entidades puede no ser del todo acertada a lo largo del ciclo.

Información asimétrica entre los distintos actores

Se ha comentado ya que la información necesaria para garantizar el buen funcionamiento de la intermediación financiera es a menudo difícil de observar, transmitir y verificar. Este hecho da lugar al principal fallo de mercado en el sector: la existencia de información asimétrica entre los distintos participantes. En otras palabras, la información de la que dispone cada uno de ellos es distinta, al igual que sus objetivos, lo que puede ocasionar conflictos de interés a varios niveles. Como veremos, las soluciones encontradas para evitar estos conflictos pueden amplificar la prociclicidad de las políticas crediticias.

Considérese en primer lugar la relación entre los gestores de las entidades y los prestatarios. El conflicto de interés reside en el uso real que puedan hacer familias y empresas de los fondos recibidos de las entidades, y que no es observable por estas últimas. Ante este hecho, las entidades suelen intentar disciplinar el uso del crédito mediante la exigencia de garantías. Sin embargo, esta práctica tiene como consecuencia que la capacidad de endeudamiento de hogares y empresas esté muy ligada al hecho de disponer de garantías y al valor que estas puedan tener. En este sentido, cabe pensar que estas garantías suelen ser hipotecarias o sobre otros activos reales, cuyo valor está muy correlacionado con el ciclo económico. Si, además, la garantía utilizada y el activo en el que se invierte coinciden, esta correlación es mucho más intensa. Pensemos, por ejemplo, en la adquisición de una vivienda. Cada entidad, al conceder un nuevo crédito hipotecario, ejerce presión al alza sobre el mercado inmobiliario, lo cual aumenta el valor de las garantías (las viviendas) y, en consecuencia, contribuye a incrementar el volumen de crédito que otros agentes pueden conceder.

Además del valor de las garantías, la situación financiera de los prestatarios es otro de los indicadores de capacidad de endeudamiento más utilizados por las entidades. Prestatarios con flujos de caja elevados y una sólida posición de balance tienen, a priori, una mayor probabilidad de repagar el crédito. La mejora de estos parámetros en las fases alcistas del ciclo rebaja la prima de riesgo exigida por las entidades, lo cual refuerza la posición de balance del prestatario y retroalimenta la expansión crediticia. A este fenómeno se le conoce en la literatura económica como el «acelerador financiero».

Por último, cabe considerar que en las fases recesivas no solo empeora la situación financiera de los prestatarios, sino que las propias entidades endurecen los estándares que emplean para juzgar la solidez financiera de un posible cliente. Esto se debe a que el problema de selección adversa, siempre presente en la intermediación bancaria, se agudiza en las fases recesivas. En estos periodos, las entidades solo conceden crédito a aquellos clientes que con seguridad son buenos. Por tanto, las entidades recelan de los nuevos clientes que acuden a ellas, pues saben que en mayor proporción se tratará de clientes que han sido rechazados por otras entidades. La calidad de la demanda empeora, con lo que las entidades endurecen sus estándares de crédito y se contrae, aún más, el ciclo crediticio.

También existe conflicto de intereses entre los accionistas de las entidades y sus acreedores. En este caso, el conflicto reside en el incentivo de los accionistas a tomar más riesgo que el deseado por los acreedores, pues las potenciales ganancias son ilimitadas solo para los primeros, mientras que las potenciales pérdidas son idénticas y limitadas para ambos. Al igual que los gestores de las entidades con sus prestamistas, los acreedores de las entidades intentan disciplinar a los accionistas, en este caso exigiéndoles un mínimo de capital a aportar. En las fases alcistas del ciclo, la posición de balance y los flujos de caja de las entidades son mejores, por lo que los acreedores relajan sus requisitos y crece el apalancamiento. Las entidades tienen entonces mayor capacidad para prestar y, consecuentemente, expanden su política crediticia. Lo contrario sucede cuando cambia el ciclo. Las entidades se ven obligadas a acumular capital y reducir deuda, lo que limita su capacidad para conceder préstamos.

En casos muy extremos, un deterioro muy significativo de la situación financiera de una entidad podría dar lugar a pánicos bancarios –tanto de liquidez, por parte de los acreedores, como de acumulación preventiva de capital por parte de las entidades– que podrían llegar a

contagiarse a todo el sector. Las consecuencias negativas sobre la economía real de estos fenómenos sistémicos son, desafortunadamente, de todos bien sabidas.[2]

Finalmente, también son notables los conflictos de interés entre los accionistas de las entidades y sus gestores. El excesivo cortoplacismo de los gestores es un fenómeno común en muchos sectores económicos. Sin embargo, en el sector financiero es un problema especialmente sensible por dos razones. En primer lugar, de resultas de la complejidad de los productos financieros, los gestores gozan de muchas más oportunidades de asumir riesgos poco comprendidos por los propietarios. En segundo lugar, a menudo los propietarios han pasado por alto, en la evaluación de resultados de sus gestores, que unos beneficios elevados a corto o medio plazo suelen ser fruto de una mayor asunción de riesgos que tan solo se materializarán a largo plazo o en situaciones excepcionales. Así pues, unos esquemas de compensación demasiado centrados en el corto plazo pueden contribuir a la excesiva asunción de riesgos y a la aceleración del crédito en las fases de expansión.

1.2 Mecanismos causados por la regulación

La regulación de la actividad bancaria siempre ha perseguido corregir los fallos de mercado causados por los problemas de información asimétrica discutidos en el apartado anterior. Sin embargo, algunas de las normas impuestas a las entidades han tenido efectos procíclicos importantes que hasta ahora no se habían considerado. Entre las normas con mayor incidencia en la prociclicidad cabe destacar la ratio constante de capital regulatorio, la definición de esta ratio de capital, la contabilidad según valor razonable y el propio alcance de la regulación.

Una ratio constante de capital regulatorio

Sin duda, el mecanismo que contribuye de una forma más evidente a la prociclicidad de la actividad bancaria es la determinación de un nivel de capital mínimo constante, independiente de la fase del ciclo en la que se encuentre la economía. Así, Basilea II fija el capital mínimo que deben mantener las entidades en el 8% de sus activos, una vez ponderados por el riesgo.

Hasta cierto punto, la prociclicidad causada por estos requerimientos mínimos puede mitigarse gracias al comportamiento preventivo de las entidades. Como se discutió en el apartado anterior, estas también se enfrentan a problemas de información asimétrica cuando acuden a los mercados para ampliar capital. Por ello, si para cumplir con la regulación se ven obligadas a aumentarlo durante la fase recesiva del ciclo, corren el riesgo de enfrentarse a un coste de capital notablemente más elevado. Así pues, a las entidades les resulta óptimo mantener un colchón de capital por encima de los requerimientos mínimos. Este exceso de capital es el que ayuda a mitigar la prociclicidad, pues les permite absorber las mayores provisiones por morosidad durante las recesiones (reduciendo capital) sin incumplir los requerimientos ni restringir el crédito.

Durante las últimas dos décadas, sin embargo, las entidades han ido reduciendo el exceso de capital que mantenían en sus balances y, en consecuencia, la prociclicidad de los requeri-

2. Más que acentuar el ciclo económico, estos pánicos son disruptivos. Consideramos, por tanto, que su trato desde el punto de vista regulatorio no se enmarca dentro de la mitigación de la prociclicidad, sino dentro de la gestión de crisis sistémicas. Así pues, el presente artículo no discutirá las propuestas regulatorias dirigidas a abordar este problema.

mientos mínimos ha ido creciendo. Esto ha sido fruto, principalmente, de la combinación de dos factores. El primero es que se ha tendido a evaluar la actuación de los gestores atendiendo a medidas estandarizadas de rentabilidad –como la rentabilidad del capital (RoE)– entre entidades comparables. De ahí que los gestores hayan contado con incentivos para «optimizar» el nivel de capital con el que operaban. El segundo, y ya comentado, ha sido la falsa sensación de «control» del nivel de riesgo real que se estaba corriendo. Ambos factores han llevado a las entidades a operar con unos colchones de capital que han sido insuficientes para aislarlas de los problemas en la economía real. Su reacción, la de endurecer la política crediticia, ha contribuido al deterioro de la economía.

La definición de la ratio de capital regulatorio

El problema de exigir una ratio de capital constante a lo largo del ciclo se agrava cuando se considera la manera en la que se definen los componentes que la integran.

Considérese en primer lugar el numerador, o los recursos propios computables como capital. En este caso, el mecanismo que causa la prociclicidad es la incorporación al numerador de elementos que no son *core capital* (capital en sentido estricto y reservas acumuladas) y que son inherentemente cíclicos: las plusvalías no realizadas y los instrumentos financieros híbridos entre deuda y capital. En el caso de las plusvalías no realizadas, hasta el 45% de su valor podía incluirse como capital de segunda categoría (*Tier-2*) durante las fases alcistas del ciclo, mientras que desaparecen completamente en las fases recesivas. En el caso de los instrumentos híbridos, el mejor ejemplo es el de la deuda subordinada, que es inherentemente cíclica por dos motivos. En primer lugar, porque no es capaz de absorber pérdidas durante las fases recesivas, pues su remuneración está predeterminada y no puede reducirse en el caso de que los beneficios se resientan. En segundo lugar porque, a diferencia del *core capital*, la deuda subordinada suele tener fecha de vencimiento. Ya se comentó en la sección anterior cómo el coste de renovación de la deuda oscila a lo largo del ciclo, incrementándose en las fases bajistas e incluso corriendo el riesgo de no poderla renovar por completo.

Considérese ahora el denominador, o los activos ponderados por riesgo (APR). El cálculo de las ponderaciones se basa en los sofisticados modelos matemáticos mencionados en el apartado anterior y, por tanto, adolece de los problemas allí indicados. De resultas de ello, los APR fluctúan en exceso con el ciclo económico.

Así pues, durante el largo período de bonanza económica, las entidades han alcanzado niveles de apalancamiento desproporcionados por un doble motivo. Primero, por la posibilidad de computar como capital partidas contables que reforzaban las ratios de solvencia en los momentos de expansión, pero que eran difíciles de mantener en momentos de recesión. Y, segundo, por unas ponderaciones de riesgo excesivamente reducidas en los momentos de expansión y quizás demasiado elevadas en los de recesión.

La contabilidad según el valor razonable

La normativa vigente en Europa exige a la mayoría de las entidades contabilizar determinados activos y pasivos financieros en sus balances según su valor razonable y no a coste histórico. Este valor razonable no es más que el precio de mercado, en caso de existir, o el resultado de emplear unos modelos de valoración aceptados por el regulador para determinados instrumentos financieros. El objetivo es aumentar la transparencia de los balances bancarios,

de modo que cambios en el entorno con un impacto significativo sobre la situación patrimonial de las entidades se reflejen con celeridad en los estados contables e induzcan a los gestores a tomar las medidas correctivas necesarias.

Si el lector recuerda el fenómeno del «acelerador financiero», se dará cuenta de que el uso del valor razonable da lugar al mismo tipo de mecanismo procíclico por la vía de las condiciones de financiación de las entidades. También el uso del valor razonable genera plusvalías latentes en los momentos alcistas que, como se ha visto, se traducen directamente en mayores ratios de solvencia. Sin embargo, el principal riesgo del uso del valor razonable aparece, precisamente, en momentos de inestabilidad económica en que los mercados de algunos activos pueden dejar de ser estables y líquidos. En esos momentos, los precios de mercado no son un reflejo preciso de los valores fundamentales, sino más bien de la falta de liquidez de los participantes. Utilizar estos precios de estrés en la valoración de los activos de las entidades, con el efecto correspondiente sobre su solvencia, puede llevarlas a reaccionar de manera desproporcionada desprendiéndose de esos activos, lo cual deprimiría aún más las valoraciones para el resto de entidades, generando potencialmente un círculo vicioso de efectos sistémicos.

El alcance de la regulación

Para cerrar la discusión sobre los mecanismos que contribuyen a la prociclicidad de la actividad bancaria, cabe considerar el alcance de la regulación. La reciente crisis financiera, si bien tuvo un detonante claro en los EE. UU., se materializó de una forma distinta en cada país. En algunos, como es el caso de España, fue la manifestación simultánea de problemas en un número elevado de entidades relativamente pequeñas. En otros fue la disrupción de mercados de productos financieros complejos, que castigaron a grandes entidades bancarias a través de vínculos que resultaron ser poco transparentes. En ambos casos la supervisión del sistema falló por poner el foco exclusivamente en áreas muy concretas (en cada entidad por separado y en el sector bancario tradicional) en lugar de abarcar también el resto del sistema financiero y una perspectiva sistémica.

Así, la estabilidad del sistema financiero se había abordado hasta el momento poniendo especial empeño en que cada entidad tuviera el capital suficiente para afrontar los riesgos que había tomado. Sin embargo, ya se ha discutido cómo el sistema de medición del riesgo utilizado hasta ahora no es capaz de recoger los efectos del comportamiento del conjunto de entidades que conforman el sistema, especialmente cuando este es muy similar. Las acciones individuales pueden ser correctas si se analiza cada una de ellas por separado, pero ocasionan grandes riesgos cuando se agregan en conjunto. El ejemplo más evidente es la inversión en activos que están experimentando en sus precios la creación de burbujas. Esta visión del resultado agregado no estaba presente en la regulación microprudencial tradicional, con lo que los requerimientos exigidos a lo largo del ciclo expansivo resultaron ser demasiado laxos y contribuyeron a acentuarlo.

Por otra parte, determinados productos e instituciones financieras que habían ido surgiendo fruto de la creciente innovación financiera quedaron fuera del marco regulador. Su dimensión e interconexión con el sistema bancario fue creciendo hasta alcanzar dimensiones potencialmente desestabilizadoras, sin que los supervisores fueran conscientes de ello. Este es el caso de los SIV (vehículos estructurados de inversión, con los que se adquirían los bonos de titulización de las entidades), el mercado de CDS (*credit default swaps*) o los *money market*

funds y los *hedge funds*, por ejemplo. Su efecto desestabilizador radica en que todos ellos permiten a las entidades asumir riesgos de manera opaca a los ojos del regulador (caso de los CDS o los SIV) o en que permite hacerlo a agentes que operan en los mismos mercados organizados en los que operan las entidades reguladas (caso de los *money market funds*). En cualquier caso, el resultado final es el mismo: el riesgo real queda oculto a los ojos del regulador, y de las propias entidades, de modo que resulta imposible calibrar correctamente los requisitos de capital a lo largo del ciclo.

2. Reformas regulatorias para mitigar el problema

Para dotar al sistema de una mayor estabilidad, los reguladores han iniciado una serie de reformas dirigidas a mitigar los problemas de prociclicidad detectados en el apartado anterior. Muchas de ellas están en fase de implantación, otras aún se encuentran en una fase de discusión. En cualquier caso, son muchos los frentes regulatorios abiertos en este momento y resulta casi imposible identificar de manera única la fuente del problema con la medida adoptada. Cada una de las reformas en marcha tendrá un impacto directo en varios de los mecanismos comentados anteriormente, mientras que cada mecanismo se verá afectado, directa o indirectamente, por todas las reformas propuestas. Para facilitar la exposición, el presente apartado parte de los distintos mecanismos que se verán alterados por cambios regulatorios y discute, para cada uno de ellos, los cambios que pueden tener mayor impacto.

2.1 Nuevas reglas para moderar la naturaleza procíclica del negocio e introducir un enfoque macroprudencial

Por definición, algunos de los mecanismos inherentes a la naturaleza del negocio son muy difíciles de modificar directamente por la regulación. Este sería el caso, por ejemplo, de la **competencia por cuota de mercado, las actitudes humanas con respecto al riesgo, o el rol de las garantías y del acelerador financiero**. Sin embargo, sus efectos sobre variables financieras como el crecimiento del crédito, el apalancamiento o los desajustes en los vencimientos son fácilmente observables. Por esta razón es posible actuar de una forma indirecta sobre los tres mecanismos mencionados arriba mediante la fijación de objetivos intermedios respecto al nivel de estas variables y el desarrollo de nuevas reglas macroprudenciales.

En Europa, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) es el organismo encargado de monitorizar el sistema financiero en su conjunto, alertar de posibles fuentes de riesgo sistémico y proponer medidas correctivas a las autoridades. Como parte de su tarea, la JERS ha publicado una serie de recomendaciones[3] mediante las cuales se definen los objetivos intermedios que deben fijarse las autoridades macroprudenciales, así como las herramientas con las que estas deberían contar para lograrlos. Así, para atenuar la expansión crediticia y la excesiva toma de riesgos, la JERS contempla la posibilidad de establecer ratios máximas de préstamo sobre valor de la garantía (LTV, por sus siglas en inglés), de préstamo sobre la renta (LTI) o ratios del servicio de la deuda sobre la renta. Para mitigar el apalancamiento se monitorizará la ratio de capital sobre activos. Finalmente, para evitar excesivos desajustes en los vencimientos, la JERS contempla establecer límites a la ratio de préstamos sobre depósitos (LTD).

A diferencia de lo que sucede con los tres mecanismos comentados hasta el momento, en otros de los mecanismos expuestos en el apartado 1.1 los reguladores sí pueden incidir de una forma más directa. Este es el caso de la **evaluación y la gestión del riesgo**, pese a que la reforma regulatoria se encuentra en un estadio muy inicial. Distintos organismos internacionales han llevado a cabo estudios comparativos entre los modelos aplicados en distintas entidades, cuyo resultado confirma la disparidad de criterios empleados y la elevada varia-

3. Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de 4 de abril de 2013 sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial, Diario Oficial de la Unión Europea C 170/1.

bilidad de los requisitos de capital resultantes. En Europa, la estrategia adoptada por el momento consiste en armonizar la regulación prudencial entre los Estados miembros, eliminando en lo posible las discrecionalidades nacionales que existían tras la adopción de Basilea II. Gracias a ello se logrará reducir la variabilidad en el cálculo de los APR que puede atribuirse al distinto marco regulatorio vigente entre países. No obstante, queda pendiente la posible variabilidad imputable a los grados de libertad de los que gozan las entidades en el diseño de sus modelos internos. En este sentido, la EBA debe completar en 2014 su análisis sobre la consistencia del cálculo de los APR a nivel europeo e iniciar un ejercicio regular de *benchmarking* de modelos internos.[4] Es probable que estos ejercicios deriven en alguna propuesta legislativa dirigida a limitar estos grados de libertad, aunque no se espera que pueda implementarse a corto plazo.

Una mayor armonización de los modelos de riesgo debería favorecer unas condiciones de competencia más equitativas entre las distintas entidades financieras de la Unión Europea. Además, permitiría a analistas e inversores determinar con mayor precisión el perfil de riesgo de cada entidad y su capacidad real de gestionarlo, con lo que mejoraría también la disciplina de mercado. Ambas consecuencias son muy deseables. Sin embargo, la mayor armonización también podría agudizar el «comportamiento en manada» descrito en el apartado 1.1, lo cual iría en detrimento de la estabilidad financiera. En este sentido, merece la pena señalar que la JERS también incluye, entre las nuevas herramientas macroprudenciales recomendadas a los supervisores, la posibilidad de establecer requerimientos de capital específicos para determinados sectores. Esto debería permitir frenar el crecimiento del crédito en sectores en los que, por ejemplo, se estuviera gestando una burbuja en el precio de sus activos.

Otro aspecto sobre el que los reguladores van a incidir más directamente son los **incentivos de los gestores excesivamente centrados en el corto plazo**. La nueva directiva europea sobre requerimientos de capital, conocida como CRD IV, incorpora la obligación expresa de establecer políticas de remuneración consistentes con la gestión efectiva del riesgo para aquellas categorías de personal cuya actividad profesional tenga un impacto material en el perfil de riesgo de la entidad. Para ello, la directiva limita el poder de los incentivos –la ratio entre el componente de remuneración variable en función del desempeño y el componente fijo debe ser inferior a 2–, exige que el desempeño se mida durante un plazo de varios años y que su pago se distribuya sobre un periodo de tiempo que tenga en cuenta el ciclo de crédito de la entidad –al menos el 40% del componente variable debe diferirse entre 3 y 5 años–. En cuanto a la forma de pago, al menos el 50% debe pagarse en una combinación de acciones y títulos sujetos a *bail-in*[5] que reflejen la calidad crediticia de la entidad. Finalmente, la directiva incorpora provisiones que permiten al regulador limitar la remuneración de los gestores cuando las ratios de capital regulatorio descienden por debajo de un determinado umbral o cuando la entidad ha recibido algún tipo de ayuda pública.

Finalmente, entre las medidas específicamente dirigidas a reducir los problemas causados por la información asimétrica entre los distintos agentes, las autoridades están empezando

4. EBA 2014 Work Programme. Disponible en <http://www.eba.europa.eu/about-us/work-programme/current-work-programme>. El ejercicio de revisión de la calidad de los activos que llevará a cabo el BCE a lo largo de 2014 debería también contribuir a este proceso de armonización.
5. Instrumentos que puedan ser convertidos en *common equity Tier*-1 o sujetos a una quita.

a considerar también acciones para mejorar el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, más propensas a estar sufriendo **problemas de selección adversa**. Por un lado, tras comprobar que el aumento de los requerimientos de capital exigidos por Basilea III está teniendo una especial incidencia sobre el crédito a pymes, el Parlamento Europeo ha incluido una serie de medidas compensatorias en su transposición a normativa europea. Así, la CRD IV incorpora un factor de corrección a la baja en las ponderaciones de riesgo para créditos concedidos a pymes y suaviza los criterios para que estos sean tratados como exposición minorista, cuyo trato regulatorio es más favorable que el de la exposición corporativa. Por último, el Parlamento y el Banco Europeo de Inversiones han llegado a un acuerdo para crear un nuevo instrumento de garantías para nuevos préstamos a pymes.

2.2 Subsanar los errores de regulación detectados

El otro gran bloque de medidas adoptadas para mitigar la prociclicidad del sistema financiero ha consistido en un examen profundo de toda la regulación existente para dotarla de elementos anticíclicos. La revisión de mayor calado, la reforma de los acuerdos internacionales de Basilea, ha introducido cambios muy significativos en el cómputo de la ratio de capital y en la fijación de su mínimo regulatorio. El resto de mecanismos identificados en el apartado 1.2 también están siendo objeto de estudio, aunque destaca, en particular, la ampliación del foco regulatorio más allá de examen microprudencial del sector bancario clásico.

Considérese, ante todo, la reforma de Basilea III en materia de requerimientos de capital. El primer elemento que ha sido modificado es la **invariabilidad del nivel de solvencia mínimo exigible**. En su lugar se ha adoptado el llamado colchón anticíclico, que se acumula por encima del mínimo regulatorio exigido en función de la fase del ciclo económico en el que se encuentra el sistema. Este colchón de capital estará vigente en periodos de fuerte expansión crediticia, durante los cuales los supervisores podrán ir aumentando progresivamente los requerimientos mínimos hasta un máximo de 2,5 puntos porcentuales. De este modo, en principio, la ratio efectiva de capital mínimo exigido podría oscilar hasta 2,5 puntos entre el pico y el valle del ciclo.

El segundo elemento que ha sido modificado es la **definición de fondos propios computables** como capital regulatorio. Basilea III ha aumentado la calidad de este capital, al acentuar el peso del capital de máxima categoría (capital propiamente dicho y reservas acumuladas) y eliminar de la definición aquellos elementos que no podían absorber pérdidas.[6] Así, para que los instrumentos híbridos entre deuda y capital puedan contribuir a la ratio de solvencia, es necesario que puedan sufrir una quita o convertirse en acciones, bien por indicación del supervisor o por la activación de cláusulas contempladas en el contrato. En cuanto a las plusvalías latentes o los activos fiscales diferidos, todos ellos elementos que elevan artificialmente el capital regulatorio en la fase alcista y desaparecen en la fase recesiva, el trato regulatorio difiere de Basilea III y su transposición en Europa (la CRD IV). Así, mientras Basilea III permite el cómputo de las plusvalías latentes como capital, según la CRD IV estas deberán excluirse del capital de máxima categoría al menos hasta 2015. El trato regulatorio que reciban a

6. Basilea III también aumenta las deducciones de capital vinculadas a inversiones en otras entidades financieras, con la intención de reducir el problema de *double gearing* del capital regulatorio.

partir de esa fecha podrá ser distinto y deberá tener en cuenta la opinión técnica de la EBA emitida en diciembre de 2013.[7]

Para finalizar la discusión sobre la ratio de capital, en el punto 1.2 se mencionaba también el efecto procíclico del **cálculo de los APR**. Este cálculo no ha sufrido modificaciones bajo Basilea III, por lo que el nivel de APR seguirá siendo más elevado en los peores momentos del ciclo. Con todo, es de esperar que la liberación del colchón contracíclico actúe en sentido contrario, compensando al menos en parte este efecto.

Siguiendo con el resto de mecanismos regulatorios identificados como procíclicos, el International Accounting Standard Board (IASB) está revisando los **principios de contabilidad aplicables a los instrumentos financieros**. Sin embargo, no está claro que el resultado final de esta revisión logre reducir el efecto procíclico de las normas contables. Por un lado, en una primera fase, el IASB ha limitado la aplicación del criterio de valoración a coste amortizado a los instrumentos que tan solo generan el derecho a percibir (o la obligación de pagar) un determinado tipo de interés sobre un saldo vivo y para los cuales la entidad ha manifestado el interés de gestionarlos hasta su vencimiento. El resto, incluyendo instrumentos de capital no cotizados o aquellos para los cuales resulta difícil determinar su valor, se contabilizarán a valor razonable. Esta modificación no hace sino agravar el mecanismo discutido en el apartado 1.2, con lo que tan solo una definición de recursos propios computables que excluyera completamente las plusvalías latentes lograría contrarrestarlo.

Por otro lado, en la actualidad, el IASB está revisando también la normativa en materia de provisiones por deterioro de activos. En concreto, se pretende abandonar el estándar de «pérdida incurrida» en el cálculo de las provisiones y sustituirlo por el de «pérdida esperada». A priori, todo movimiento hacia una normativa de provisiones con más miras al futuro sería muy bien visto por los reguladores, pues distribuiría el reconocimiento del riesgo a lo largo del ciclo y contribuiría a moderar la política crediticia en las fases expansivas. Esta nueva filosofía se asemejaría, de hecho, al concepto de provisiones dinámicas vigente en España desde el año 2000 y cuya relevancia macroprudencial ha sido reconocida por diversos organismos internacionales. Sin embargo, el concepto de «pérdida esperada» que parece barajar el IASB se limita a un horizonte de 12 meses. El IASB tan solo permitiría ampliar el horizonte hasta la vida completa del préstamo en el caso que este pasara a considerarse de dudoso cobro. El impacto procíclico, por lo tanto, continuaría vigente y no sería del interés de las autoridades regulatorias. El debate, por el momento, continúa abierto, por lo que es de esperar que esta modificación no entre en vigor a medio plazo.

Las autoridades europeas también están considerando la posibilidad de reducir la **dependencia de las agencias de calificación crediticia** que, por el momento, tiene la regulación prudencial. Así, en junio de 2013 entró en vigor una nueva modificación de la directiva de agencias de *rating*[8] que, ente otras provisiones, insta a las entidades a desarrollar sus propios modelos de evaluación de riesgo y a no usar mecánicamente los *ratings* proporcionados por las agencias externas. Asimismo, los distintos organismos del Sistema Europeo de Supervisores Fi-

7. EBA/Op/2013/03, "Technical advice to the Commission on possible treatments of unrealised gains measured at fair value under Article 80 of the Capital Requirements Regulation (CRR)", del 19 de diciembre de 2013.
8. Directiva 2013/14 EC.

nancieros[9] están revisando actualmente las guías y recomendaciones publicadas hasta el momento para eliminar cualquier referencia que pudiera interpretarse como una obligación a recurrir de forma mecánica a *ratings* proporcionados por agencias externas.

Por último, también se está desempeñando un notable esfuerzo para **ampliar el foco de la regulación**. Como vimos, esta ampliación debía incorporar necesariamente dos aspectos: 1) modificar el seguimiento de los riesgos financieros para incorporar los efectos de la interacción de las decisiones de todos los agentes implicados, y 2) tomar en consideración a la banca en la sombra y las infraestructuras financieras. El primer aspecto se ha abordado con la creación de la JERS y su mandato de monitorizar la acumulación de riesgos sistémicos, ambos mencionados en el apartado anterior. El segundo aspecto se ha afrontado mediante la aprobación de una serie de directivas europeas dirigidas a enmarcar el comportamiento de ciertas entidades y actividades fuera del sector bancario regular.

La primera de estas directivas se centró en los gestores de inversión alternativa,[10] incluidos los *hedge funds*. Entre otras, la directiva impone a estos fondos ciertas reglas de transparencia, valoración de activos, gestión del riesgo y la liquidez, y uso del apalancamiento. El seguimiento del apalancamiento de los *hedge funds* es de especial importancia sistémica, por lo que la directiva exige que estos fondos informen a las autoridades sobre su nivel de apalancamiento objetivo así como de los riesgos que están tomando gracias a él. La directiva también dota a las autoridades de poder para limitar este apalancamiento si, llegado el caso, consideran que supone un riesgo para la estabilidad financiera.

El problema del arbitraje regulatorio por vía de las titulizaciones también ha sido abordado en las sucesivas revisiones de la Directiva de Requerimientos de Capital, que han ido armonizando las condiciones bajo las cuales las entidades pueden beneficiarse de menores requerimientos de capital por los créditos titulizados. En particular, se ha definido la noción de «transferencia significativa de riesgo» y se ha impuesto al originador la obligación de retener un interés económico de al menos el 5% respecto a los activos titulizados.

Otro tipo de fondos que la Comisión Europea también pretende regular son los fondos del mercado monetario. Se estima que estos fondos mantienen en su balance el 38% de la deuda a corto plazo emitida por entidades bancarias. Por ello, la Comisión pretende limitar su exposición a una única entidad y exigirles un coeficiente de solvencia mínimo en caso de que ofrezcan productos cuyo principal está garantizado.

Por último, y para mejorar la transparencia de los mercados y la información a disposición de los supervisores, las autoridades están incentivando el recurso a las cámaras de compensación en lugar de acudir a mercados *over the counter*. Así, la CRD IV eleva las ponderaciones por riesgo de derivados y repos cuando estos se negocian *over the counter*, mientras que establece requerimientos de capital para las exposiciones a cámaras de compensación inferiores a los de otras transacciones bilaterales.

9. La Autoridad Europea Bancaria (AEB), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) y la Autoridad Europea de Valores (AEV).
10. Directiva 2011/61/EU de 8 de junio de 2011 sobre gestores de inversión alternativa.

3. Efectividad de las reformas propuestas

A excepción de la reforma de los principios contables y, quizás, de una mayor armonización de los parámetros empleados en los modelos internos, sobre el papel el resto de reformas que se han puesto en marcha deberían reducir la prociclicidad del sistema bancario. Sin embargo, su efectividad real dependerá de cómo reaccionen a estas nuevas normas los distintos agentes y de los costes de transición al nuevo marco regulatorio. El juicio de cada una de las medidas debería, pues, basarse en una evaluación de su robustez ante los distintos incentivos que pueden mover a los agentes.

Uno de los primeros criterios para evaluar la efectividad de una norma es su **robustez ante el arbitraje regulatorio**. Si el cumplimiento estricto de una determinada reforma supone un coste demasiado elevado para las entidades, es probable que estas intenten sortear la regulación de algún modo. Por este motivo, reformas que se centren en aspectos muy concretos y utilicen definiciones o instrumentos muy detallados presentan más facilidades para ser eludidas. Este podría ser el caso, por ejemplo, de la reforma de los esquemas de remuneración. Las entidades bancarias europeas temen que la limitación de la remuneración variable les impida retener a sus mejores gestores frente a ofertas de entidades extranjeras. En consecuencia, algunas entidades están ya estudiando un aumento de los salarios (la parte fija de la remuneración) y están buscando instrumentos alternativos, como por ejemplo pluses dinerarios, que puedan emplearse de una forma parecida a los bonus.[11]

Otro elemento imprescindible que debe estar presente en cualquier norma para que sea efectiva es la **consistencia temporal**. En otras palabras, los agentes deben creer que la norma se aplicará bajo cualquier circunstancia, incluso si las preferencias de quien toma la decisión de aplicarla han cambiado desde el momento en que esta se redactó. En este sentido, dos de las reformas de mayor calado son muy vulnerables a cambios de preferencias.

La primera de ellas es la del colchón contracíclico en los requerimientos de capital. La norma establece que, en periodos de recesión, el colchón contracíclico no será exigido por el regulador, con lo que la ratio mínima de capital regulatorio puede descender en hasta 2,5 puntos. En la práctica, sin embargo, la decisión efectiva sobre la ratio de capital que exigir en tiempos de crisis no corresponde al regulador, sino al mercado. En situaciones recesivas, en las que la incertidumbre es muy elevada y es difícil distinguir a las entidades solventes de las no solventes, ¿aceptará el mercado que todas las entidades reduzcan sus ratios de solvencia?, ¿o bien es más probable que premie de algún modo a las entidades que los mantengan? Durante la reciente crisis financiera, no tan solo ha ocurrido esto último, sino que el mercado ha llegado a exigir medidas que suponían un endurecimiento de los requisitos de capital y que han sido concedidas por los reguladores. El colchón de capital por riesgo soberano es, quizás, el ejemplo más claro. Si esto es lo que ha sucedido en la reciente crisis, es de esperar que ocurra lo mismo en la siguiente. De ser así, el colchón, de contracíclico, tendrá más bien poco.

La segunda reforma atañe a la regulación macroprudencial y, en particular, a los límites a las ratios del tipo LTV o LTI. En periodos de expansión crediticia, acotar estas ratios significa restringir el acceso al crédito a familias o empresas que, de no ser por este criterio, parecen

11. Véase «Investors push back over banks' allowances to dodge bonus cap», *Financial Times* del 27 de octubre de 2013.

perfectamente solventes. La sociedad tiende a percibir estas acciones como injustas, por lo que implementarlas puede tener un coste político elevado.

En relación con este último punto, un tercer criterio para evaluar la efectividad de una norma es su **robustez ante la captura del regulador**. Hemos comentado que limitar el LTV o el LTI en periodos de expansión es políticamente sensible. Cabe esperar, por tanto, notables presiones políticas para que la autoridad macroprudencial relaje estos límites. Llegados a este punto, la identidad de la autoridad macroprudencial resulta clave: ¿quién va a tomar la decisión, el supervisor nacional o el Banco Central Europeo? Un supervisor único, alejado del territorio, puede tener más dificultades en recopilar información con valor macroprudencial. Sin embargo, puede ser más independiente para implementar normas que puedan tener consecuencias políticas negativas. Según el texto que establece el Mecanismo de Supervisión Único,[12] las decisiones macroprudenciales se tomarán a nivel nacional, aunque el BCE deberá estar informado y podrá elevar los requisitos si lo juzga necesario. El tiempo dirá si esta forma de organización garantiza la suficiente independencia.

Finalmente, una última reflexión acerca de la efectividad de las reformas introducidas debe cuestionar la idoneidad del momento en el que se han puesto en marcha. Si bien probablemente las reformas logren reducir en cierta medida la prociclicidad a medio plazo, a corto plazo el mero anuncio por parte de los reguladores ha contribuido a la debilidad económica de la zona euro. De poco han servido los calendarios de transición que acompañan a cada una de las reformas: los mercados exigen su cumplimiento anticipado. Y dado el todavía elevado contexto de incertidumbre y la fragmentación existente en los mercados europeos, la única vía para muchas entidades ha sido constreñir el crédito y aumentar sus reservas de activos líquidos mantenidos en forma de deuda pública. Consciente de este problema, el supervisor británico tomó la iniciativa,[13] en septiembre de 2012, de ajustar a la baja los requerimientos de capital y liquidez de los bancos bajo su supervisión, en especial los requerimientos vinculados al crédito de nueva concesión. Su ejemplo debería ser seguido por el resto de supervisores europeos para mitigar, de este modo, el coste de la transición al nuevo marco regulatorio.

12. Legislative resolution of 12 September 2013 on the proposal for a Council regulation conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions.
13. «Adjustments to FSA's liquidity and capital regime for UK banks and building societies», FSA Statement of 27 September 2012.

4. Conclusión

Es sobradamente conocido desde hace tiempo que el funcionamiento del sistema financiero tiene la capacidad de acentuar el ciclo económico y de provocar oscilaciones muy acusadas. Ya en 2001, el Banco Internacional de Pagos discutía en sus trabajos de investigación[14] las causas de esta prociclicidad y posibles soluciones para mitigarla. Aquella época coincidía con las primeras discusiones sobre la necesidad de modificar el estándar regulatorio internacional y adoptar el marco que sería conocido años más tarde como Basilea II. Resulta curioso comprobar cómo las recetas que ahora se han adoptado ya fueron sugeridas en su día en esos trabajos. Más curioso resulta aún comprobar que estas fueron finalmente desestimadas por el convencimiento de que la correcta medición del riesgo, por sí sola, sería capaz de reducir la prociclicidad del sistema y mejorar la solvencia de las entidades. La reciente crisis financiera ha demostrado lo equivocado de aquel convencimiento y parece que, esta vez sí, las recetas anteriormente descartadas se están teniendo en cuenta en la nueva reforma regulatoria. Con todo, los reguladores deberían aprender de errores pasados y ser conscientes de las limitaciones que aun así presentan estas prescripciones. Para que estas sean realmente efectivas, es necesario buscar los mecanismos que las doten de una mayor consistencia temporal y que refuercen la independencia de los supervisores frente a las presiones de los distintos grupos de interés. De lo contrario, ni a la tercera irá la vencida.

14. Véase Borio, C.; Furfine, C.; y Lowe, P. (2001), «Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options», *BIS papers*, n.º 1.

Referencias

Borio, C.; Furfine, C. y Lowe, P. (2001). «Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options», en *Marrying the macro and microprudential dimensions of financial stability*. Monetary and Economic Department. *BIS Papers* n.º 1, marzo de 2001, pp. 1-57.

European Banking Authority (2013). EBA/Op/2013/03, «Technical advice to the Commission on possible treatments of unrealised gains measured at fair value under Article 80 of the Capital Requirements Regulation (CRR)», 19 de diciembre.

— (2014). EBA Work Programme 2014. Disponible en <http://www.eba.europa.eu/about-us/work-programme/current-work-programme>.

Financial Times (2013), «Investors push back over banks' allowances to dodge bonus cap», 27 de octubre.

Gual, J. (2009). «El carácter procíclico del sistema financiero», *Revista de estabilidad financiera*, n.º 16, Banco de España.

Junta Europea de Riesgo Sistémico (2013). «Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 4 de abril de 2013, sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial (JERS/2013/1)», *Diario Oficial de la Unión Europea* (15 de junio de 2013), C170/1.

Parlamento Europeo y Consejo Europeo (2011). «Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Sirectivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010», *Diario Oficial de la Unión Europea* (1 de julio de 2011), L174.

— (2013). «European Parliament legislative resolution of 12 September 2013 on the proposal for a Council regulation conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions (COM (2012)0511 –C7-0314/2012–2012/0242(CNS))», referencia P7_TA-PROV (2013) 0372.

— (2013a). «Directiva 2013/14/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, que modifica la Directiva 2003/41/CE relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo, la Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), y la Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, en lo que atañe a la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias», *Diario Oficial de la Unión Europea* (31 de mayo de 2013), L145.

— (2013b). «Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE», *Diario Oficial de la Unión Europea* (27 de junio de 2013), L176.

— (2013c). «Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013 , sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012», *Diario Oficial de la Unión Europea*, de 27 de junio de 2013 L176.

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: www.lacaixaresearch.com
Correo electrónico: publicacionesestudios@lacaixa.es

DOCUMENTOS DE TRABAJO

03/2013. La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer Clàudia Canals

02/2013. Vulnerabilidad de las economías emergentes Àlex Ruiz

01/2013. Sareb: claves estratégicas Sandra Jódar-Rosell

09/2012. Ajuste de capacidad en el sistema financiero español Inmaculada Martínez

08/2012. El ahorro y la eficiencia energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española Pere Miret

06/2012. Materias primas: ¿qué cambió en la última década? Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela

05/2012. Inversiones financieras en España: impacto de la inestabilidad en los mercados Inmaculada Martínez

04/2012. ¿Hay burbuja inmobiliaria en China? Clàudia Canals y Mercè Carrerras-Solanas

03/2012. El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas? Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez

02/2012. Hungría y la ayuda financiera de la UE y el FMI: ¿cambio en el mapa de riesgos? Àlex Ruiz

01/2012. Spanish Public Debt: Myths and Facts Oriol Aspachs-Bracons y Joan Daniel Pina

11/2011. ¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos? Jordi Singla

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja? Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea Àlex Ruiz

Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible? Pere Miret

La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión Joan Elias

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw? Jordi Gual

European Integration at the Crossroads Jordi Gual

Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry Jordi Gual

Should the ECB Target Employment? Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe Jordi Gual

INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

Europa, como América: los desafíos de construir una federación continental Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Pol Antras
  Harvard University
- Philippe Bachetta
  Université de Lausanne
- Ramon Caminal
  Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)
- Manuel Castells
  Universitat Oberta de Catalunya y University of Southern California
- María Paz Espinosa
  Universidad del País Vasco
- Josefina Gómez Mendoza
  Universidad Autónoma de Madrid
- Marta Reynal-Querol
  Universitat Pompeu Fabra
- Joan Enric Ricart
  IESE Business School
- Xavier Sala-Martín
  Columbia University
- Jaume Ventura
  CREI-Universitat Pompeu Fabra

Dirección

- Jordi Gual
  Economista Jefe

Coordinación de la edición: Edicions 62, S.A.
Av. Diagonal, 621-629
08028 Barcelona
www.grup62.cat

Fotomecánica: Alfa
Diseño: www.cege.es
Impresión: SYL
D.L.: B.2.155-2014

0015211886 70

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C051148

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

"la Caixa"