

# Reformas financieras descafeinadas

JOSÉ GARCÍA  
MONTALVO

Por fin el Congreso y el Senado de Estados Unidos llegaron a un acuerdo sobre la reforma financiera. Tardaron veinte horas. Ni Isner y Mahut tardaron tanto en decidir el ganador del partido de tenis en Wimbledon. El peloteo entre los representantes del Senado, el Congreso, los miembros de los grupos de presión, el Tesoro, etc. parecía interminable. Finalmente el partido acabó, aunque no se sabe muy bien quién ha ganado. El acuerdo implica descafeinar algunas de las reformas más importantes introducidas en el Senado. Por ejemplo, la nueva Agencia de Protección de los Consumidores de Productos Financieros salió del Senado con un mandato que se extendía hasta los créditos para la compra de coches. El acuerdo con el Congreso ha eliminado estos créditos entre los productos bajo la protección de la agencia, a pesar de que el sector del crédito para la adquisición de vehículos es uno de los que presenta mayores niveles de quejas de los consumidores. Teniendo en cuenta que la propuesta original de la Administración Obama era prohibir la venta a los consumidores de productos financieros que no fueran simples créditos a tipo fijo, el acuerdo deja muy descafeinados los objetivos de esta agencia.

Menos sorpresa causa la práctica desaparición de la llamada *propuesta Lincoln* para evitar que los bancos comerciales pudieran negociar en mercados de derivados. Cuando se aprobó en el Senado la opinión generalizada era que se mantenía con respiración asistida y que no sobreviviría el siguiente paso, como así ha sucedido. No solo los banqueros se oponían a esta propuesta. Los pesos pesados de la Administración Obama en materia económica también se oponían.

El Senado también introdujo la llamada *regla Volcker* para restringir que los bancos comerciales pudieran hacer inversiones que no generaran beneficios directos para sus clientes. El Senado no llegó a votar una enmienda para adoptar de nuevo la Ley Glass-Steagall, que separaba las actividades de banca comercial y de banca de inversión y que fue derogada en 1999. El acuerdo del viernes permite excepciones a la *regla Volcker* para que los bancos comerciales puedan seguir invirtiendo en fondos de alto riesgo —hedge funds— y empresas privadas no cotizadas mientras no superen el 3% del capital. Esta aparente restricción es muy poco efectiva, dado que la mayoría de los bancos comerciales no superan esa proporción.

Más allá del contenido concreto del acuerdo alcanzado en Estados Unidos hay cuestiones importantes sobre la reforma financiera que trascienden este avance legislativo. Tanto la regulación acordada en Estados Unidos como la propuesta Larosière o la del Foro de Estabilidad Financiera son maximalistas. Intentan cambiarlo todo simultánea-

mente: aumentar los requerimientos de capital, regular los mercados de derivados y las entidades demasiado grandes para quebrar, crear entidades para controlar el riesgo sistémico, para proteger a los inversores y a los consumidores, aumentar el control de las agencias de calificación, regular las remuneraciones de los ejecutivos bancarios, etc. Esta visión maximalista de la regulación financiera tiene múltiples problemas. Al afectar a tantos sectores la oposición de los afectados es feroz, lo que generalmente acaba por descafeinar la mayor parte de los elementos de la reforma y puede convertirla en ineficaz. Además, el intentar aprobar enormes paquetes de medidas retrasa su aplicación y, por tanto, los participantes en estos mercados siguen funcionando durante mucho tiempo con los incentivos perversos que condujeron a la crisis.

Recordemos también que gran parte de la crisis financiera fue causada por problemas de supervisión y no tanto de regulación. Un dato a tener en cuenta: el documento conjunto del Senado y el Congreso de Estados Unidos ocupa

malista afectará necesariamente al crédito disponible. Después de inyectar capital en muchos bancos, dejarles descontar casi cualquier activo en los bancos centrales y ofrecerles barra libre a tipos ínfimos para evitar que quiebren y fomentar el crédito, ¿qué sentido tendría que se impusieran tantas restricciones para que el crédito se contrajera y los bancos no pudieran completar su capitalización?

Sería más acertado adoptar una aproximación más gradualista a la reforma financiera, pero de aplicación inmediata. Más regulación no es siempre mejor. Cualquier regulación tiene un coste que hay que contrastar con su beneficio. Lo importante es concentrar inicialmente todas las energías en un aspecto de la cadena de incentivos perversos que generó la crisis. Las agencias de calificación serían un buen objetivo. El hecho de que su modelo de negocio implique que cobran una comisión de los emisores de los títulos, y no de los inversores, generó una enorme inflación de calificaciones. Si un emisor no conseguía la calificación deseada, amenazaba

ra esos productos. En consecuencia, los bancos de inversión no estarían interesados en empaquetar esas hipotecas. Por tanto, los bancos comerciales no intentarían vender hipotecas a gente que no pudiera pagarlas, lo que haría menos necesaria una agencia de protección de los consumidores de productos financieros. Y así sucesivamente.

*Más regulación no es siempre mejor; tiene un coste que hay que contrastar con su beneficio*

En el caso español el encadenamiento de incentivos perversos fue diferente. El elemento fundamental fue la inflación en los precios de tasación, que permitió a familias que no podían pagar los elevados precios que alcanzaron las viviendas, acceder a créditos enormes para la compra. El incentivo perverso se origina cuando más del 50% de las tasaciones son realizadas por empresas controladas por bancos o cajas de ahorros. La escasa información disponible indica que los precios de tasación en algunas financieras eran, de media, un 30% superior a los precios efectivamente paga-



Senadores y Representantes del Congreso de EE UU explicaban el pasado viernes los detalles de la reforma. /REUTERS

*La ley aprobada es compleja, tiene 3.000 páginas. La Ley Glass-Steagall solo tenía 34*

3.000 páginas. La Ley Glass-Steagall, que ha sido considerada como una fuente esencial de estabilidad financiera desde su aprobación en 1933 hasta su derogación en 1999, tenía la friolera de... 34 páginas. Por último, una reforma maxi-

con irse a otra agencia, lo que automáticamente le proporcionaba el rating anhelado.

Cambiando el sistema de incentivos de las agencias de calificación se podría romper la cadena de incentivos perversos que condujo a la crisis y favorecer la estabilidad financiera. Supongamos un intermediario financiero que quisiera empaquetar y vender un montón de productos financieros de muy baja calidad —por ejemplo, hipotecas *subprime*— y las agencias de rating calificaran apropiadamente la emisión como bono basura. Sería difícil encontrar inversores pa-

dos. Una forma sencilla de detener esta espiral en el futuro sería ligar el montante del crédito hipotecario al valor de la vivienda que aparece reflejado en las escrituras. Este sencillo mecanismo dificulta mucho la formación de otra burbuja y, como efecto colateral, puede reducir el fraude fiscal.

En resumen: para mantenerse despierto ante la innovación financiera es mejor una taza de café expreso que diez tazas de descafeinado. ■

José García Montalvo es catedrático de Economía de la UPF