

EL IMPACTO DE LOS NUEVOS ESTÁNDARES DE LIQUIDEZ DESDE EL PUNTO DE VISTA DE UN BANCO CENTRAL

Liliana Toledo Falcón (*)

(*) Liliana Toledo Falcón es economista titulada y pertenece a la Dirección General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago del Banco de España.
Este artículo es responsabilidad exclusiva de la autora y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

EL IMPACTO DE LOS NUEVOS ESTÁNDARES DE LIQUIDEZ DESDE EL PUNTO DE VISTA DE UN BANCO CENTRAL

1 Introducción

Como reacción a los fallos en la gestión de la liquidez de los grandes bancos que afloraron durante la reciente crisis financiera, el Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) ha desarrollado dos nuevos estándares que pretenden promover, a nivel global, la resistencia del perfil de riesgo de liquidez de los bancos. Se trata de la ratio de cobertura de liquidez y de la ratio de financiación neta estable (LCR y NSFR, respectivamente, por sus siglas en inglés). Ambas ratios establecen niveles mínimos de liquidez que, en principio, deberán cumplir los bancos internacionalmente activos, aunque podrán extenderse al resto de entidades nacionales según cada jurisdicción.

Este artículo pretende ofrecer una visión general del impacto de esta nueva regulación de liquidez, a la que nos referiremos como Basilea III, desde los diferentes puntos de vista que afectan a la actividad de un banco central, centrando el análisis en el caso particular del Eurosistema.

A grandes rasgos, es de esperar que Basilea III produzca, en principio, mejoras significativas a nivel de entidad, que se traducirán en una mayor resistencia del sistema bancario y, por tanto, en una reducción de la prima de riesgo, aunque este efecto resulta difícil de cuantificar y, como se verá más adelante, existen razones incluso para ponerlo en duda. Por otro lado, pueden anticiparse otros efectos de la nueva regulación, algunos de ellos no intencionados e incluso contrarios al objetivo mismo de la regulación. Entre los recogidos aquí están la segmentación de los mercados de valores, *repo* y dinero, el impacto sobre el coste de financiación de la economía o el fomento de innovaciones financieras para sortear la regulación.

El apartado 2 describe de forma simplificada el diseño de las nuevas ratios de liquidez. En el apartado 3 se enumeran diversos efectos de su implantación que son de especial relevancia para la actividad del banco central, agrupados en cuatro categorías: impacto sobre los distintos mercados financieros, sobre la operativa del propio banco central, sobre la estabilidad financiera y sobre los agregados macroeconómicos. Por último, a modo de conclusión, y teniendo en cuenta que las ratios de liquidez se encuentran aún en período de observación, el apartado 4 presenta algunas propuestas alternativas a su diseño actual que permitirían mitigar los efectos perjudiciales no intencionados de la regulación, descritos en los apartados previos.

2 Diseño de la nueva regulación sobre liquidez

En respuesta a los fallos detectados durante la reciente crisis financiera en la gestión de la liquidez por parte de los principales bancos, se han puesto en marcha diversas iniciativas en el ámbito de la regulación. Un componente clave de la nueva normativa sobre liquidez son los dos estándares establecidos en Basilea III, que pretenden promover, a nivel global, la resistencia del perfil de riesgo de liquidez de los bancos.

A corto plazo, la LCR persigue asegurar que los bancos tienen suficientes activos líquidos de alta calidad (HQLA, por sus siglas en inglés) para hacer frente a las salidas de efectivo que se producirían bajo un escenario de estrés agudo que durase un mes. Se supone que, transcurrido ese mes, ya se habrían tomado las medidas correctoras necesarias por parte del banco o del supervisor.

$$\text{LCR} = \frac{\text{stock de activos líquidos de alta calidad}}{\text{salidas netas de efectivo en los siguientes 30 días}} \geq 100\%$$

A largo plazo, la NSFR debería aumentar los incentivos para que los bancos se financien mediante fuentes más estables, ya que fija una cantidad mínima de financiación estable necesaria según las características de los activos que las entidades mantienen a un horizonte de un año.

$$\text{NSFR} = \frac{\text{cantidad disponible de financiación estable}}{\text{cantidad requerida de financiación estable}} > 100\%$$

Actualmente la LCR se encuentra en período de observación, que concluye a finales de 2014 y durante el cual todavía se pueden incluir modificaciones en la definición. Una vez transcurrido este plazo, la ratio se introducirá el 1 de enero de 2015. Sin embargo, para la NSFR el período de observación comprenderá desde 2012 hasta finales de 2017, tras el cual se introducirá el 1 de enero de 2018. Dado que la LCR se encuentra en una fase más avanzada que la NSFR, aquí nos centraremos principalmente en la primera ratio, aunque resulta necesario señalar que el impacto de la aplicación de la NSFR se prevé considerablemente perjudicial para la actividad tradicional de transformación de plazos desarrollada por la banca.

En cuanto a la LCR, para ser calificados como activos líquidos de elevada calidad, los activos tienen que cumplir una serie de criterios. La definición acordada por los GHoS (*Governors and Heads of Supervision*) en julio de 2010 establece dos categorías de HQLA. Por un lado, están los activos líquidos de nivel 1, que computan para la LCR por su valor total, y que incluyen el efectivo, las reservas en bancos centrales¹ y las tenencias de valores emitidos o garantizados por Gobiernos y sector público² que cumplan una serie de condiciones de mercado. En concreto, deben: i) tener una ponderación de riesgo del 0% según Basilea III; ii) ser negociados en mercados de *repo* o efectivo de gran tamaño, profundos y con un reducido nivel de concentración; iii) tener probada eficacia como fuente segura de liquidez en los mercados (*repo* o venta), incluso en condiciones de mercado estresadas, y iv) no haber sido emitidos por una institución financiera ni por ninguna de sus entidades afiliadas.

Por otro lado, están los activos líquidos de nivel 2, que solamente pueden representar el 40% del total de HQLA y a los que se aplicará un recorte de valoración mínimo del 15%. Este conjunto está formado por: i) valores emitidos o garantizados por gobiernos y sector público con ponderación de riesgo del 20%, y ii) bonos corporativos y garantizados que satisfagan una serie de condiciones. Concretamente, estos activos privados deben:

- no haber sido emitidos por una institución financiera ni por ninguna de sus entidades afiliadas (en el caso de los bonos corporativos), o no haber sido emitidos por el propio banco ni por ninguna de sus entidades afiliadas (para el caso de los bonos garantizados);
- tener un *rating* mínimo de AA— por parte de una agencia de calificación del riesgo de crédito reconocida; o, si no han sido calificados por ninguna, haber sido calificados internamente con una probabilidad de impago correspondiente a un *rating* de al menos AA—;

1 Como se verá más adelante, la consideración del volumen de efectivo depositado en bancos centrales como HQLA es un aspecto que, según el estado actual de la regulación, deberán decidir los supervisores locales.

2 Por sector público aquí se entiende bancos centrales, entidades del sector público aparte del Gobierno central, BIS, FMI, Comisión Europea y bancos multilaterales para el desarrollo.

- ser negociados en mercados de *repo* o efectivo de gran tamaño, profundos y con un reducido nivel de concentración, y
- tener probada eficacia como fuente segura de liquidez en los mercados (*repo* o venta), incluso en condiciones de mercado estresadas. Es decir, haber sufrido una pérdida máxima de valor del 10 % durante un período de 30 días de tensiones de liquidez.

Es decir, dejando aparte el efectivo y las reservas, los HQLA se reducen en la práctica a deuda pública, bonos corporativos de muy alta calidad del sector no financiero y bonos garantizados (no propios) de muy alta calidad del sector financiero.

Frente a la situación actual, que se caracteriza por la heterogeneidad de la normativa sobre liquidez entre jurisdicciones, esta armonización de la regulación internacional persigue: i) facilitar la consecución del principio general de igualdad de trato; ii) promover una gestión sólida del riesgo de liquidez en el sector financiero, y iii) producir un aumento general del bienestar en la economía real. Ahora bien, debe tenerse en cuenta que la consecución del principio de igualdad de trato a las entidades de crédito no se alcanza necesariamente a través de la aplicación de una regulación armonizada internacionalmente a sistemas económicos con diseños estructurales muy dispares. De hecho, como se mostrará a lo largo de este artículo, la consecuencia de dicha actuación puede ser muy penalizadora para ciertas jurisdicciones si no se tienen en cuenta determinadas especificidades. Por otro lado, de no modificarse ciertos elementos en la definición actual de las ratios de liquidez, la nueva regulación puede producir efectos indeseados que no solo ponen en duda la consecución de los objetivos ii) y iii), sino que podrían incluso conducir a resultados opuestos a los perseguidos.

3 Efectos indeseados de la nueva regulación sobre liquidez

Si Basilea III se aplica según su diseño actual, su efectividad, así como la de la política monetaria, requerirá cambios en el marco operativo del Eurosistema para intentar mitigar los efectos perjudiciales y no intencionados de la regulación. Como se verá a continuación, la implantación de Basilea III tendrá consecuencias que pueden ser preocupantes desde la perspectiva de un banco central. Concretamente, se esperan efectos sobre el funcionamiento de los mercados financieros, la implementación de la política monetaria, las magnitudes macroeconómicas e incluso la estabilidad financiera.

3.1 MERCADOS FINANCIEROS

El impacto de la nueva regulación sobre los distintos mercados financieros tiene relevancia para el banco central desde dos puntos de vista. Por un lado, el banco central es también un agente que opera en los mercados de activos financieros. Por otro, la evolución de los mercados de dinero tiene un reflejo directo en el recurso de las entidades de crédito a la financiación del banco central.

El diferente tratamiento que Basilea III da a los instrumentos financieros condicionará la conducta de los bancos, forzando la reestructuración de su balance para aumentar la cantidad de activos considerados líquidos y ajustar su escalera de vencimientos, lo que tiene implicaciones para diferentes segmentos de los mercados de capital. Así, es de esperar que la nueva regulación segmente los mercados de acuerdo con dos criterios: la definición de los instrumentos y los umbrales de vencimiento fijados en la regulación. En general, los mercados de activos considerados ilíquidos (no HQLA) o de financiación a corto plazo se verán perjudicados. Teniendo en cuenta que entre estos mercados se encuentran aquellos en los que las entidades financieras obtienen gran parte de su financiación, las consecuencias para la concesión de crédito final y para el crecimiento económico pueden ser significativas (véase apartado 3.4).

El estudio de impacto cuantitativo realizado por el BCBS [véase BCBS (2010a)] confirma que los bancos del área del euro tendrán efectivamente que cambiar su comportamiento para adaptarse a la nueva regulación, manteniendo más activos líquidos que antes. El impacto final en los distintos mercados dependerá de en qué medida los cambios de conducta de los bancos serán para aumentar sus tenencias de activos líquidos (afectando al numerador de la LCR) o para disminuir las salidas netas en el horizonte de un mes (afectando al denominador de la LCR). En cuanto a las tenencias de activos, con los balances de finales de 2009, la cantidad de activos líquidos adicionales que haría falta al sector bancario del área del euro para cumplir la LCR bajo el escenario marcado por los GHoS se estimaba en aproximadamente 1,73 billones de euros.

Un aspecto que se ha de destacar en cuanto al efecto sustitución en la demanda de activos es que, dado lo restrictivo de la definición de los HQLA, esta se traducirá, en la práctica, en un aumento de la demanda de deuda pública en detrimento de otros activos por motivos puramente regulatorios. Esto puede inducir a los Gobiernos a incrementar el déficit público, lo que claramente no es un objetivo deseable de la regulación.

Otro efecto indeseado, inherente a este efecto sustitución en la demanda de activos, es el cambio que se producirá en la base inversora de los distintos mercados. Los mercados de activos considerados HQLA verán incrementado el peso de los bancos en su actividad, resultando en una disminución de la diversidad de la base inversora. En un mercado en el que la mayor parte de los inversores se comporta del mismo modo (comportamiento de rebaño), porque están sujetos a los mismos estándares de liquidez, el riesgo de *one-way market* es considerable y puede llegar a resultar muy perjudicial, especialmente en episodios de estrés.

En cuanto a los mercados de dinero, Basilea III reforzará la sustitución de demanda *unsecured* por demanda en *repo* que ya se viene observando desde el inicio de la crisis financiera en 2007. Para las entidades prestamistas, el colateral de alta calidad obtenido en el préstamo interbancario a través de operaciones *repo* computa como activo líquido y, por tanto, no afecta a la LCR. Sin embargo, tanto el préstamo *unsecured* como el préstamo en *repo* contra activos no HQLA empeora la LCR. Para las entidades prestatarias ocurre lo contrario. La consecuencia será, como en el caso de los mercados de activos no HQLA, una disminución de la profundidad de los mercados *unsecured*. Además, el efecto de la reestructuración de la escalera de vencimientos de las entidades sobre el mercado de dinero será considerable. El diseño de la LCR supone que el 0% de la financiación interbancaria *unsecured* a menos de 30 días será renovado. Como consecuencia, las entidades prestamistas preferirán prestar a más corto plazo (ya que la devolución del préstamo computará como flujo de entrada en el cálculo de la LCR), mientras que las prestatarias preferirán tomar prestado a más largo plazo (ya que las cantidades tomadas no contarán como flujos de salida si su vencimiento es de más de 30 días). Para los préstamos interbancarios con vencimiento superior a 30 días ocurrirá lo contrario. Esta falta de atractivo del mercado de dinero *unsecured* a corto plazo para los prestatarios tendrá dos efectos: además de la ya comentada disminución del volumen negociado, se producirá un aumento de la pendiente de la curva de tipos del mercado. Asimismo, en cuanto al primero, tanto el volumen negociado como el número de entidades participantes disminuirán, dando lugar a una dinámica que puede verse como una espiral de efectos que se autoalimentan: dada la menor participación en el mercado, es más difícil encontrar contrapartidas, de modo que aumentan los costes de búsqueda. Por otro lado, un mercado más estrecho conduce a tipos de interés más volátiles, reduciendo así aún más el atractivo del mercado para los agentes [véase Schmitz (2011)].

Esta disminución de la demanda *unsecured* concuerda con los objetivos de la LCR, pero también producirá efectos indeseados. Concretamente, pueden surgir problemas si no hay la suficiente oferta de financiación a medio y largo plazo como para asumir el traspaso de demanda, o si se produce una reducción de los volúmenes en el conjunto del mercado. La pérdida de profundidad de los mercados interbancarios *unsecured* pondría en duda su capacidad para distribuir la liquidez en el área del euro e iniciaría una dinámica perjudicial que aumentaría aún más el impacto inicial. Debe tenerse en cuenta que, de acuerdo con los datos utilizados por el Banco Central Europeo para elaborar el *Euro Money Market Study* —que tienen carácter confidencial—, el tamaño del mercado interbancario de dinero del área del euro es sustancialmente inferior a la necesidad de activos líquidos adicionales de su sistema bancario para cumplir con el LCR. Esto da una idea del impacto que puede tener sobre este mercado un cambio de conducta de los bancos.

Otro aspecto que se ha de tener en cuenta, en relación con la disminución de la actividad en los mercados *unsecured*, es que dichos mercados generan actualmente tipos que son utilizados como referencia para otros instrumentos financieros e incluso para la política monetaria (por ej., *libor*, *euríbor*). Esto puede solucionarse cambiando los tipos de referencia utilizados, aunque puede ser preocupante para determinadas jurisdicciones en las que no existen mercados alternativos de activos líquidos con el suficiente tamaño como para asumir ese papel.

3.2 OPERATIVA DEL BANCO CENTRAL

Pese a que la LCR se ha diseñado, en principio, para reducir la dependencia de las entidades bancarias de la financiación del banco central, es previsible que el efecto sea el opuesto. Basilea III modificará los incentivos de las entidades a mantener ciertos tipos de activos en cartera o a movilizarlos en los mercados financieros o en el banco central. Esta alteración de los incentivos surgirá como consecuencia de los distintos valores que, en términos de liquidez, asignarán a cada activo las ratios de liquidez, el mercado y el banco central.

Aunque los detalles de la definición de HQLA no son aún definitivos, sí parece claro que el conjunto de activos elegibles como colateral por el Eurosistema es mucho más amplio que el conjunto de HQLA. De hecho, el Comité de Basilea [véase BCBS (2010b)] afirma explícitamente que «la elegibilidad por el banco central no constituye en sí misma la base para clasificar un activo como HQLA». Dejando a un lado el efectivo y las reservas en bancos centrales, las diferencias entre los HQLA y los activos elegibles como colateral pueden resumirse de la siguiente forma:

- Los HQLA de nivel 1 están incluidos en el conjunto de activos elegibles como colateral por el Eurosistema.
- En cuanto a los HQLA de nivel 2, también se trata de categorías de activos elegibles por el Eurosistema. Sin embargo, dadas las restrictivas condiciones impuestas por la LCR (criterios de mercado, *rating* mínimo de AA–, etc.), y el límite del 40 % sobre el total de HQLA que deben cumplir, solamente una proporción muy pequeña del total de activos de estas clases elegibles como colateral podrá computar como HQLA de nivel 2 para la LCR.
- Finalmente, hay un conjunto de activos, negociables y no negociables, que son elegibles como colateral para las operaciones de política monetaria del Eurosistema pero que no son considerados líquidos por la LCR.

Pero la LCR y el marco de política monetaria del Eurosistema no solo difieren en los criterios de elegibilidad de los activos, sino también en los recortes de valoración que se han de

aplicar a las diferentes categorías de los mismos. En general, mientras los HQLA de nivel 1 reciben un tratamiento más favorable por la LCR, donde no se les aplica ningún recorte, los HQLA de nivel 2 están sujetos a menores recortes por el Eurosistema que por la LCR. Por tanto, los HQLA de nivel 1 resultan más valiosos si se mantienen en balance, mientras los HQLA de nivel 2 conviene descontarlos en el banco central para obtener liquidez³. Obviamente, los restantes activos que son elegibles como colateral pero que no se incluyen en los HQLA tienen valor cero a efectos de la LCR, pero pueden ser utilizados en las operaciones de política monetaria para generar efectivo, de modo que el resultado será una demanda adicional y artificial de liquidez del banco central cuyo único objetivo será cumplir las ratios de liquidez o ampliar el margen de maniobra para su cumplimiento, bien manteniendo esta liquidez en balance o comprando otros HQLA (básicamente, deuda pública).

Como consecuencia de todas estas divergencias, en su proceso de optimización de su *stock* de activos líquidos, los bancos tendrán incentivos a mantener en balance aquellos activos que reciben mejor tratamiento por la LCR que por los mercados y el Eurosistema (HQLA de nivel 1), y a transformar el resto de activos en liquidez en el mercado o descontándolos en el banco central⁴. En la práctica, una gran cantidad de los activos que las entidades tienen en balance es efectivamente elegible como colateral por el Eurosistema pero no computa como HQLA en la LCR, de modo que es previsible que la demanda de financiación del banco central aumente considerablemente, sirviendo a las entidades para mejorar sus ratios transformando activos no líquidos en HQLA.

Además, la nueva regulación de liquidez no solo afectará a la demanda global de financiación del banco central, sino también a su distribución por plazos. Desde el punto de vista de las entidades, debido a la regulación, las operaciones de financiación a más largo plazo (OFMLP) serán más interesantes que las operaciones principales de financiación (OPF). Por tanto, es previsible un trasvase parcial de demanda de las OPF a las OFMLP, así como pujas más agresivas en las OFMLP. Ahora bien, a pesar de este efecto sustitución, también es de esperar que la demanda de las OPF aumente, ya que, aunque más penalizadas que las OFMLP, las OPF tienen un tratamiento más favorable en la LCR que las operaciones con contrapartidas privadas al mismo plazo. Mientras que para la financiación contra activos no HQLA con entidades privadas se supone un 0% de renovación, si la contrapartida es una entidad pública o un banco central, el porcentaje de renovación supuesto pasa a ser del 75%. Así, tanto para las OFMLP como para las OPF, la mayor demanda se traducirá en tipos marginales de las subastas superiores (obviamente, cuando estas vuelvan a desarrollarse mediante el procedimiento de subasta a tipo variable). Aunque en el caso de las OFMLP esto no implica ningún problema, en el caso de las OPF es preocupante, ya que son estas las operaciones utilizadas para señalar la orientación de la política monetaria. Si aumenta el diferencial de las subastas de las OPF y los tipos de mercado evolucionan en otro sentido, la relación tradicional entre el tipo de política monetaria, el tipo marginal de la OPF y el tipo del mercado de dinero puede verse alterada, afectando a la implementación de la política monetaria.

En relación con la implementación de la política monetaria, también se verá dificultada por la reducción de la actividad en el mercado *unsecured* a corto plazo, comentada en el apartado 3.2, que provocará la pérdida de utilidad de los tipos *overnight* que el Eurosistema utiliza como objetivos operativos (por ej., Eonia). Además, afectará también a los respectivos mercados de derivados y tendrá implicaciones en la interpretación de indicadores como el diferencial *libor-OIS*. Asimismo, el mecanismo de transmisión de la política monetaria

3 Hay algunas excepciones concretas a esta regla general, en función del tipo específico de activo, su *rating*, su vida residual y de si paga cupón.

4 Obviamente, esta decisión también dependerá de otros factores, como son los costes de movilizar los activos.

también se verá afectado, disminuyendo la efectividad de los canales de tipo de interés y de crédito bancario (véase apartado 3.4).

Por otro lado, el efecto sobre el colateral depositado por las entidades en el Eurosistema es claro. Para cumplir con la LCR, los bancos sustituirán el uso de HQLA de nivel 1 en operaciones con el Eurosistema por HQLA de nivel 2 y activos elegibles no clasificados como HQLA. Es decir, mientras que el sistema bancario europeo aumenta la liquidez de sus posiciones, el Eurosistema se enfrentará a un conjunto de garantías menos líquido. Por tanto, podría verse obligado a modificar su política de colateral y control de riesgos.

Vistas las consecuencias concretas para la política monetaria, queda claro que existen importantes interacciones entre la regulación de liquidez y el marco operativo de un banco central, que en el caso del Eurosistema son particularmente relevantes. Según Bindseil y Lamoot (2011), el déficit de liquidez del sistema bancario es un determinante clave de la liquidez de los bancos medida a través de la LCR. Además, en un esquema en el que el banco central acepta como colateral activos considerados como no líquidos por la LCR, las entidades tendrán incentivos a aumentar el recurso al banco central, depositando dichos activos, para mejorar su LCR [véase también Schmitz (2011)]. En general, puede afirmarse que, cuanto más amplio sea el rango de activos elegibles como colateral y menor el vencimiento de las operaciones de política monetaria, mayores serán las consecuencias que tendrá Basilea III para la implementación de la política monetaria de un determinado banco central. En este sentido, el marco en el que desarrolla su actividad el Eurosistema se caracteriza por un déficit de liquidez estructural de tamaño considerable, un abultado volumen de operaciones a corto plazo y un conjunto amplio de activos elegibles (que, además, ha sido ampliado para hacer frente a la crisis, con resultados satisfactorios). Por tanto, es previsible que se vea significativamente afectado por la introducción de las nuevas ratios de liquidez y, en principio, serían necesarios cambios en el marco operativo.

Por último, otro aspecto de importancia en cuanto al marco operativo del banco central es la consideración de los requerimientos mínimos de reservas como activo líquido. Según la redacción actual de Basilea III, las reservas en bancos centrales podrán considerarse HQLA para el cálculo de la LCR en la medida en que puedan ser retiradas en situaciones de estrés. En principio, serán los supervisores locales quienes, para cada jurisdicción, deberán acordar con el banco central correspondiente en qué medida las reservas pueden ser recuperadas en situaciones de estrés.

3.3 ESTABILIDAD FINANCIERA

El objetivo de Basilea III es aumentar la resistencia de las entidades a nivel individual ante un episodio de crisis, favoreciendo una menor toma de riesgos. Esta mayor estabilidad a nivel microeconómico deberá trasladarse a nivel agregado, favoreciendo la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Ahora bien, la nueva regulación de liquidez también tendrá consecuencias negativas en términos de estabilidad financiera, que se detallan a continuación. Por tanto, el signo del efecto neto, que resulta difícil de cuantificar, no está claro.

Como se explica anteriormente, la restrictiva definición de los HQLA para el cómputo de la LCR inducirá a un comportamiento «de rebaño» del conjunto de entidades de crédito, aumentando la concentración de su balance en el mismo tipo de activos (HQLA), con los riesgos que ello conlleva. Así, ante un evento de carácter sistémico que afectase al sistema financiero en su conjunto, la red de soporte que constituye el mercado de dinero interbancario no podría cumplir su función, de modo que la única alternativa sería liquidar activos o recurrir al banco central como prestamista de última instancia, actuaciones ambas que la regulación pretende evitar.

Por otro lado, no debe olvidarse la previsible aparición de innovaciones financieras para sortear la regulación. Dado que Basilea III hará que los bancos sean más reticentes a mantener activos calificados como ilíquidos y a proporcionar financiación a largo plazo, los prestatarios afectados se verán forzados a buscar inversores o prestamistas entre otras entidades ajenas al sector bancario, desarrollando un «sistema bancario en la sombra». Así, los riesgos que Basilea III pretende reducir simplemente se verán trasladados de sector, escapando del control de la supervisión bancaria, y las implicaciones en términos de funcionamiento del mercado y de estabilidad financiera pueden ser considerables.

Además, conviene recordar el peligro que supone para la estabilidad financiera el hecho de que los mercados estén pendientes de forma continua de unas ratios que pueden tomar valores muy dispares en cada momento concreto, en ocasiones por motivos simplemente coyunturales. A este respecto, una publicidad total y continua de la LCR puede resultar contraproducente en términos de estabilidad financiera, ya que una reacción desmesurada del mercado podría exacerbar las dificultades de una entidad o incluso crearlas sin motivo fundado, provocando precisamente las consecuencias sistémicas que la propia regulación pretende evitar. Asimismo, es previsible que la publicidad de las ratios provoque que los mercados demanden el cumplimiento de Basilea III a todas las entidades, no solamente a las sujetas a la nueva regulación⁵; e incluso que empiecen a demandarlo antes de que se implante definitivamente, algo que no resulta conveniente dada la situación de incertidumbre e inestabilidad actual.

3.4 MACROECONOMÍA

A pesar de que los nuevos estándares de liquidez están enfocados a modificar la conducta individual de los bancos, también afectarán a las variables macroeconómicas. En principio, la nueva regulación debería producir beneficios macroeconómicos en términos de reducción de la frecuencia de las crisis sistémicas de liquidez, así como de un menor impacto de dichas crisis en el conjunto de la economía (aunque, como se explica anteriormente, el efecto neto sobre la estabilidad financiera es incierto). Pero también tendrá otros efectos, relacionados con el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Para cumplir con los nuevos estándares de liquidez, los bancos tendrán que invertir en activos menos rentables y más líquidos (como la deuda pública) y reducir sus tenencias de activos más rentables y menos líquidos (como los préstamos), lo que afectará a la rentabilidad de las entidades. Además, como se analizó anteriormente, verán dificultado el acceso a financiación a través de los mercados de deuda, ya que las tenencias de deuda emitida por entidades financieras serán penalizadas. Todo ello provocará que la provisión de crédito al sector privado se vea reducida y aumente su tipo de interés. En términos de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, esto se traduce en que, por un lado, la efectividad del canal de tipo de interés disminuirá, ya que el aumento del coste de financiación de los bancos será traspasado a los clientes, especialmente a los minoristas. Por otro, el canal de crédito bancario perderá efectividad, dado que la necesidad de cumplir con las nuevas ratios reducirá la reacción de la oferta de crédito a los *shocks* de política monetaria. En este sentido, el efecto de la implantación de la NSFR se prevé más perjudicial que el de la LCR [véase Giordana y Schumacher (2011)]. Los más afectados por la reducción del crédito y su encarecimiento serán aquellos sectores más dependientes de la financiación bancaria, que son los hogares y las pequeñas y medianas empresas, perjudicando con ello a la actividad económica.

5 En el caso del Eurosistema, los desarrollos legislativos prevén que los nuevos estándares se apliquen a todo el sector bancario, no solamente a las entidades con actividad internacional (véase CRD-IV, disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm).

Ciertamente, esta reducción del crédito bancario puede verse parcialmente mitigada por el trasvase de actividad que se producirá al sector bancario «en la sombra», hecho que será inevitable, dado que la actividad de transformación de plazos es necesaria para el funcionamiento de una economía moderna y, por tanto, tiene una demanda inherente. Ahora bien, el coste en términos de estabilidad financiera es obvio, como se detalla en el apartado anterior.

En cualquier caso, la mayoría de estos efectos son inciertos y de difícil cuantificación. Existen diversos estudios empíricos disponibles acerca del impacto macroeconómico de la nueva regulación de liquidez. Como muestra, véanse Macroeconomic Assessment Group (2010), Angelini et ál. (2011), Dorich y Zang (2010), De Resende et ál. (2010), Roger y Vlček (2011) o Reifner et ál. (2011). En general, concluyen que el efecto final será limitado una vez alcanzado el nuevo estado estacionario y que, a largo plazo, los beneficios parecen compensar los costes. Ahora bien, sus resultados deben ser tomados con cautela, ya que están afectados por un elevado grado de incertidumbre, al basarse en modelos con supuestos restrictivos y no tener en cuenta gran parte de los efectos potenciales. Por ejemplo, ninguno de los estudios realizados cuantifica los diversos impactos sobre los mercados de financiación ni el potencial incremento de la inestabilidad financiera, comentados anteriormente. Además, la mayoría se centra en efectos precio (aumento de los márgenes de préstamo de los bancos), y no en las cantidades (racionamiento del crédito), infraestimando el impacto en la actividad real. Por tanto, sus resultados no son concluyentes.

4 Propuestas alternativas

Los potenciales efectos negativos y no intencionados de la nueva regulación de liquidez son diversos. Este artículo se centra solamente en aquellos de especial relevancia desde la perspectiva de un banco central, que podrían evitarse en gran medida atendiendo a las propuestas que se presentan a continuación. Aunque, como se ha visto anteriormente, algunos de ellos podrían mitigarse mediante cambios en el marco operativo del Eurosistema, debe recordarse que el marco operativo de un banco central responde a necesidades y objetivos concretos, y debe ser fijado en función de los mismos, independientemente de otras consideraciones. Dado que las ratios de liquidez se encuentran en período de observación, y sus definiciones son aún susceptibles de cambio, parece más razonable modificarlas para intentar evitar sus efectos indeseados, algunos incluso contrarios a los perseguidos inicialmente, en lugar de distorsionar el diseño del marco operativo del banco central.

Una de las conclusiones de los apartados anteriores es que gran parte de los efectos indeseados de la nueva regulación de liquidez son consecuencia de la restrictiva definición adoptada de momento para los HQLA, que excluye activos muy líquidos (acciones, por ejemplo) y, sin embargo, incluye otros que no está claro que lo sean (deuda municipal, por ejemplo). Por tanto, es crucial ampliar el conjunto de activos que pueden ser considerados HQLA, atendiendo por supuesto a criterios de liquidez para incluir otros tipos de activos adicionales. Además, en este punto es especialmente llamativo el hecho de que no se compute como liquidez la financiación que una entidad puede obtener de su banco central, que es una fuente segura de liquidez inmediata incluso en situaciones de estrés, evitando las ventas forzadas de activos. Así, pese a que una entidad tenga en balance activos elegibles como colateral por su banco central, y pueda descontarlos en cualquier momento a cambio de efectivo, a efectos del cómputo de la LCR esta entidad no dispone de esos fondos. Sin embargo, sí computa como HQLA otro tipo de activos que, en caso de enfrentarse a problemas, la entidad tendría que vender en el mercado con resultados inciertos (incluso la deuda pública ha quedado en cuestión tras la crisis soberana). De este modo se está obteniendo una visión incorrecta de la verdadera situación de liquidez de la entidad.

Bindseil y Lamoot (2011) destacan que la LCR no tiene en cuenta adecuadamente las condiciones de acceso a la financiación del banco central y, por tanto, no refleja los problemas reales de liquidez de los bancos.

Sería más adecuado que la capacidad de tomar prestado del banco central computase como activo líquido, obviamente siempre que se cumpla una serie de requisitos. Por ejemplo, para ser coherentes con el diseño temporal de la LCR, la financiación obtenida debería ser a un plazo de al menos 30 días. Además, su obtención tendría que ser segura, es decir, no puede haber duda alguna de que, si la entidad la solicita, la obtendrá a cambio de colateral. Podría pensarse en una facilidad marginal de crédito como la ya existente en el Eurosistema, pero con un plazo igual o superior al mes. Así, aquellos activos no considerados actualmente HQLA pero descontables en el banco central computarían como activos líquidos por el valor correspondiente a la financiación que permitirían conseguir (es decir, teniendo en cuenta los correspondientes recortes de valoración). De hecho, la redacción actual de Basilea III permite esto mismo para aquellas jurisdicciones en las que haya escasez de activos líquidos. Además, este sistema conduciría a una mayor diversificación del conjunto de HQLA, que es deseable para evitar los efectos negativos que se han descrito, como son la segmentación de mercados o la concentración de los balances bancarios en el mismo tipo de activo.

A este respecto, conviene realizar una precisión. En una descripción simplificada de la nueva regulación, puede decirse que en su diseño subyace la idea de que los bancos deben depender únicamente de su propia capacidad para obtener liquidez en los mercados financieros, sin tener en cuenta lo que su banco central pueda «hacer por ellos». En principio, así se debería garantizar el principio de igualdad de trato entre distintas jurisdicciones, que es uno de los objetivos de la regulación. Pero, en aquellos sistemas financieros en los que la política monetaria se implementa en un marco de déficit de liquidez estructural, las entidades bancarias tienen que acudir «forzosamente» a su banco central a conseguir liquidez como consecuencia del propio diseño de la política monetaria. Por tanto, en estos sistemas financieros (entre ellos, el Eurosistema) los bancos tendrán que disponer de activos en balance para depositarlos en su banco central, adicionales a los activos que tendrán que mantener para cumplir con las nuevas ratios de liquidez. Los bancos de otras jurisdicciones, sin embargo, solamente tendrán que atender a este segundo motivo. Es claro que el principio de igualdad de trato no se cumple en estas condiciones, sino que se penaliza notablemente a las entidades que operan bajo déficit de liquidez estructural.

En relación con el cómputo de las reservas en bancos centrales como HQLA, sería deseable que el BCBS adoptase a priori una posición más clara. De acuerdo con la definición actual de los HQLA, este aspecto depende de la valoración que cada jurisdicción haga sobre la posibilidad de que las entidades retiren estos saldos en situaciones de estrés. Ahora bien, parece generalmente aceptada la idea de que solamente el exceso de reservas (saldo de la cuenta corriente en el banco central menos requerimientos de reservas mínimas) será considerado HQLA, mientras que el resto de efectivo depositado por las entidades de crédito para cumplir con el requerimiento de reservas no computará para la LCR. Este enfoque responde principalmente a la situación de aquellos países en los que no se aplica un coeficiente de reservas mínimas, y que por tanto necesitan construir urgentemente un colchón de liquidez para sus entidades de crédito en aras de la estabilidad financiera.

Sin embargo, no solo el exceso de reservas, sino también los requerimientos de reservas mínimas, podrían considerarse efectivo disponible, y por tanto activos líquidos de nivel 1 para la LCR. El propósito de estos fondos es precisamente actuar como colchón para las

entidades que se enfrenten a problemas de liquidez, y no debe olvidarse que la LCR persigue exactamente lo mismo; es decir, mejorar la resistencia de los bancos a un episodio de crisis. En caso de materializarse tal escenario, el efectivo depositado en el banco central en concepto de reservas requeridas sería una fuente inmediata y segura de liquidez para la entidad afectada. No considerar el volumen total en cuentas corrientes en el banco central como HQLA significa, en la práctica, imponer un coste adicional a aquellos sistemas financieros en los que existe un requerimiento de reservas mínimas, como es el caso del Euro-sistema. La admisión exclusiva del exceso de reservas tiene un efecto insignificante en el total de HQLA, y la penalización adicional que supondría para los bancos sujetos a reservas mínimas, que tendrían que obtener más financiación del banco central y, por tanto, comprar más colateral que los bancos de otras jurisdicciones, afectaría significativamente a sus resultados, a la concesión de crédito y al crecimiento económico. Este efecto perverso crearía incentivos para que los bancos centrales eliminasen los requerimientos de reservas mínimas, algo que no debe ser un efecto deseable de esta regulación, ya que constituyen una fuente de liquidez inmediata para las entidades en tiempos de estrés. Es más, son una pieza fundamental de la arquitectura de la política monetaria de ciertos sistemas financieros, actuando como determinante del déficit de liquidez estructural y contribuyendo a la estabilización de los tipos a corto plazo.

Por último, conviene subrayar la importancia del enfoque que se adopte en cuanto a la publicidad de las ratios de liquidez. Como se comenta anteriormente, unos mercados continuamente atentos a la evolución de las ratios pueden provocar precisamente el efecto contrario al perseguido por la regulación. Es decir, podrían contribuir a incrementar la inestabilidad financiera. Con respecto a esto, sería recomendable que las entidades solamente tuviesen que proporcionar los valores de las ratios al supervisor correspondiente, y que el mercado simplemente fuese consciente de que las entidades están sujetas a una nueva normativa; o que al menos no se publicasen datos continuos y puntuales, sino en valores medios y retardados. De esta forma, los motivos subyacentes a cambios puntuales en las ratios serían valorados únicamente por el supervisor, que podría solicitar información adicional a las entidades en caso necesario y tomar las medidas pertinentes; y se eliminaría el riesgo derivado de la presión de los mercados, que puede llegar a crear situaciones de crisis sin motivos fundamentales que las justifiquen.

BIBLIOGRAFÍA

- ANGELINI ET AL. (2011). *Basel III: Long-Term Impact on Economic Performance and Fluctuations*, BIS Working Papers, n.º 338.
- BCBS (2010a). *Results of the comprehensive quantitative impact study*, diciembre.
- (2010b). *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*.
- BINDSEIL, U., y J. LAMOOT (2011). *The Basel III framework for liquidity standards and monetary policy implementation*, SFB 649 Discussion Papers, 11/41.
- DE RESENDE, C., A. DIB y N. PEREVALOV (2010). «The Macroeconomic Implications of Changes in Bank Capital and Liquidity Requirements in Canada: Insights from BoC-GEM-Fin», mimeo.
- DORICH, J., y Y. ZANG (2010). «Assessing the Macroeconomic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements in Canada: Insights from ToTEM», mimeo.
- GIORDANA, G., y I. SCHUMACHER (2011). *The Impact of the Basel III Liquidity Regulations on the Bank Lending Channel: a Luxembourg case study*, Banque centrale du Luxembourg Working Paper Series, n.º 61.
- MACROECONOMIC ASSESSMENT GROUP (2010). *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements*, BIS Interim Report.
- REIFNER, U., R. RISSI, D. NEUBERGER y S. CLERC-RENAUD (2011). *CRD IV – Impact Assessment of the Different Measures within the Capital Requirements Directive IV*, European Parliament.
- ROGER, S., y J. VLČEK (2011). *Macroeconomic Costs of Higher Bank Capital and Liquidity Requirements*, IMF Working Paper 11/103.
- SCHMITZ, S. W. (2011). *The Impact of the Basel III Liquidity Standards on the Implementation of Monetary Policy*, Oesterreichische Nationalbank.