

documents d'economia "la Caixa"

NÚM. 27 GENER 2014

**La prociclicitat del sistema
financer després de les reformes**

Sandra Jódar-Rosell
Jordi Gual



ESTUDIS I ANÀLISI ECONÒMICA

"la Caixa"

Estudis i Anàlisi Econòmica
Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudis
a/e: publicacionsestudis@lacaixa.es

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d'aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA no s'identifica necessàriament amb les seves opinions.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona - "la Caixa", 2014

© Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

La prociclicitat del sistema financer després de les reformes

Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual*

Resum:

El sistema financer, a través de la seva política creditícia, té la capacitat d'accentuar el cicle econòmic i de provocar oscil·lacions molt acusades. Les que s'han patit en aquesta última crisi han estat de tal magnitud que han posat de manifest la necessitat d'introduir mesures regulatòries que influeixin en el comportament de les entitats al llarg del cicle econòmic i, d'aquesta manera, en puguin prevenir els excessos. Aquest article descriu breument els mecanismes principals que expliquen aquesta prociclicitat del sistema i repassa les diverses reformes que s'estan introduïnt a Europa a fi de desactivar-los. Finalment, l'article argumenta el fet que per jutjar l'efectivitat de cadascuna de les mesures cal una avaluació de la seva robustesa davant els diversos incentius que poden moure els agents. En concret, cal buscar mecanismes que facin que aquestes mesures tinguin una major consistència temporal i que reforcin la independència dels supervisors davant de les pressions dels diferents grups d'interès.

Paraules clau: estabilitat financera, prociclicitat, banca, regulació financera.

Codis 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

ÍNDEX

Introducció	5
1. El caràcter procíclic del sistema financer	7
1.1 Mecanismes inherents a la naturalesa del negoci	7
1.2 Mecanismes causats per la regulació	10
2. Reformes reguladores per mitigar el problema	13
2.1 Noves regles per moderar la naturalesa procíclica del negoci i introduir-hi un enfocament macroprudencial	13
2.2 Esmenar els errors de regulació detectats	15
3. Efectivitat de les reformes proposades	18
4. Conclusió	20
Referències	21

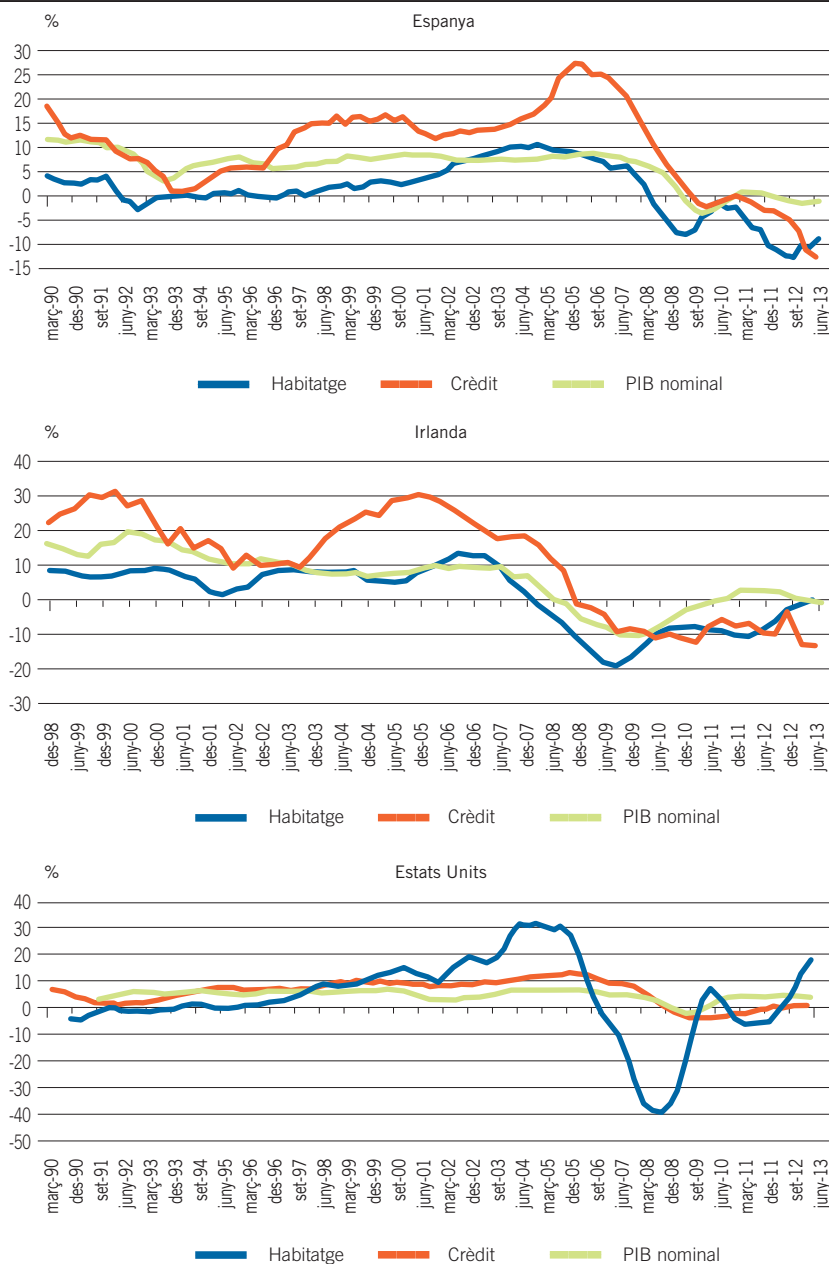
Introducció

Les crisis financeres s'han produït amb anterioritat i es repetiran en el futur: són un fenomen recurrent, motivat per la tendència a l'aparició de *booms* de crèdit. Amb les particularitats pròpies de cada cas, la pauta sempre és la mateixa: una expansió del crèdit acompanyada d'una reducció dels estàndards en la qualitat del crèdit atorgat, una pertorbació que altera les expectatives i el ritme de creixement, un repunt significatiu de la morositat, i pèrdues per a les entitats bancàries. En els casos més extrems, es formen bombolles en els preus dels actius que, en esclatar, provoquen crisi de liquiditat i la contracció severa de l'oferta de crèdit de les entitats. En definitiva, els sistemes financers tendeixen a exagerar o a amplificar els cicles econòmics a través de la seva política de crèdits.

Fins ara, l'estratègia majoritària dels reguladors havia consistit a exigir a les entitats un nivell de capital suficient per resistir les conseqüències d'aquestes crisis. Eren menys nombrosos els que intentaven influir sobre el comportament de les entitats al llarg del cicle econòmic per prevenir-ne els excessos. La magnitud d'aquesta última crisi ha fet palesa la conveniència d'actuar també en aquesta direcció si es vol garantir la sostenibilitat del sistema. Aquest document pretén oferir un repàs de les mesures que s'estan adoptant per aconseguir-ho.

L'article s'estructura de la manera següent. El primer apartat descriu breument els mecanismes principals que expliquen la prociclicitat de la intermediació financera. A continuació, es repassen les diferents reformes que s'estan implementant a Europa per tal de contrarestar aquests mecanismes. Malgrat la multitud d'iniciatives i el grau de detall de moltes d'elles, no és clar que permetin que els reguladors aconseguixin reduir de manera significativa la prociclicitat del sistema financer. Aquesta qüestió s'aborda en l'última secció, en la qual s'avaluen els diferents atributs que tota reforma hauria de presentar per ser realment efectiva.

GRÀFIC 1 Cicles de crèdit bancari



FONTS:

Preus habitatge: Residential Property Price Index Statistics, Eurostat (Espanya i Irlanda); Case-Shiller (EUA).

Crèdit: *Crédito a otros sectores residentes*, Banco de España (Espanya); *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* (EUA). L'afegit de crèdit per als Estats Units pot infraestimar el grau de finançament al sector privat atesa la importància que té en aquest país el finançament directe a través dels mercats.

PIB nominal: Thomson Reuters Datastream.

1. El caràcter procíclic del sistema financer¹

La crisi recent ha suscitat una reflexió profunda sobre quins mecanismes fan que l'activitat bancària sigui procíclica, és a dir, que amplifiqui les fluctuacions econòmiques. Malgrat que els mecanismes identificats són múltiples, un bon nombre obeeix a característiques inherents a la intermediació financera, és a dir, als aspectes més bàsics que determinen el funcionament del negoci. Altres mecanismes, en canvi, sorgeixen com a efectes indesitjats del marc regulador, que resulta necessari justament per corregir les fallades de mercat causades per aspectes bàsics del negoci com l'existència d'informació asimètrica entre els diferents agents.

1.1 Mecanismes inherents a la naturalesa del negoci

L'activitat d'intermediació financera presenta almenys tres grans característiques que poden amplificar els efectes del cicle econòmic: un model de competència en banca minorista basat en la quota de mercat, la dificultat d'avaluar i gestionar el risc i, finalment, l'existència d'informació asimètrica entre els agents.

Competència per quota de mercat

La banca minorista es caracteritza per tenir un fort component relacional. Això es deu al fet que la concessió de crèdit a llars i pimes és una activitat molt intensiva en informació i al fet que aquesta és molt difícil de transmetre si no és per mitjà de relacions a llarg termini. Construir aquesta relació requereix una important inversió, tant per part del client com de l'entitat, i té dues conseqüències molt rellevants a nivell estratègic.

En primer lloc, qualsevol canvi d'entitat comporta un cost significatiu per als clients, ja que la nova entitat de crèdit disposarà de menys informació i exigirà una prima més gran per compensar aquest risc. D'aquesta manera, el client és en certa mesura captiu de la seva elecció inicial. Per a l'entitat, aquesta inèrcia en el comportament dels clients pot justificar una competència agressiva per atreure'ls, ja que el cost inicial d'aquesta estratègia es recupera al llarg de la relació duradora que s'hi estableix.

En segon lloc, un cop establerta la relació a llarg termini amb el client, la comercialització de productes i serveis financers presenta economies d'abast per a l'entitat. Aquest fet no fa altra cosa que reforçar la viabilitat de les estratègies agressives a curt termini, ja que, en comercialitzar paquets de serveis financers, es facilita el subsidi creuat entre ells. Així, resulta possible atreure els clients amb preus molt reduïts en els serveis més atractius i recuperar-ne part de la rebaixa a través de preus més alts en la resta de serveis. Un dels productes amb més capacitat de generar relacions a llarg termini i que, en conseqüència, es fa servir com a reclam per part de les entitats és el crèdit.

El vincle amb el cicle econòmic es manifesta a través de la quantitat de fons a disposició de les entitats per finançar aquest tipus d'estratègies. En períodes de bonança i creixement econòmic, el nombre d'entitats amb prou fons per utilitzar estratègies d'aquesta mena és més gran, la qual cosa augmenta la competència entre elles. La caiguda de preus resultant, fins i tot per sota del que és necessari per cobrir el risc dels préstecs, genera una excessiva expansió del crèdit.

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

Dificultats en l'avaluació i gestió del risc

El fet que la intermediació financera sigui intensiva en informació es deu fonamentalment a la necessitat d'avaluar el risc dels préstecs que es concedeixen. Al cap i a la fi, la sort d'una entitat està lligada a la seva capacitat de seleccionar i gestionar bé els riscos en què incorre, sia concedint crèdit o invertint en altres productes (de renda fixa, variable o estructurats). La complexitat d'aquesta tasca creix per la necessitat d'avaluar el risc simultani del conjunt de la cartera, i no només dels seus components.

El desenvolupament de nous models matemàtics i estadístics, al costat dels avenços tecnològics, ha permès implementar procediments de mesurament i gestió del risc cada vegada més sofisticats. L'adopció d'aquests procediments ha estat, a més, incentivada pels reguladors mitjançant la seva inclusió en el marc de Basilea II. Sobre el paper, aquesta gran capacitat de mesura hauria de permetre al sistema ampliar el rang de riscos que és capaç d'assumir d'una manera eficient i segura, ja que els requeriments de capital creixeran en concordança amb el major risc.

Malauradament, aquests nous procediments han resultat poc robustos davant de problemes de calibratge i interpretació, així com davant dels biaixos del comportament humà que afecten l'avaluació del risc i la presa de decisions. A la pràctica, d'una banda, les sèries de dades disponibles per calibrar els models poden ser massa curtes i no abastar un cicle econòmic complet, de manera que s'infraestimaria el risc real que es va acumulant durant la fase expansiva. D'altra banda, quan els gestors bancaris han d'avaluar situacions de risc, solen deixar-se portar en excés per les dades més recents. En situacions de creixement sostingut, això els pot empènyer a adoptar una percepció de la magnitud i durada del cicle econòmic esbiaixada cap a un optimisme excessiu. Finalment, els gestors també tendeixen a seguir un comportament de ramat, comprant tots alhora quan els seus models (idèntics) indiquen que cal comprar, i venent quan suggereixen el contrari. Aquesta conducta augmenta la volatilitat al llarg del cicle, sense que això es reflecteixi en els models de risc, els supòsits dels quals no tenen en compte les decisions que puguin prendre altres agents. És fàcil veure llavors com, de resultes de tots aquests biaixos, la política inversora de les entitats pot no ser del tot encertada al llarg del cicle.

Informació asimètrica entre els diferents actors

S'ha comentat ja que la informació necessària per garantir el bon funcionament de la intermediació financera és sovint difícil d'observar, transmetre i verificar. Aquest fet dona lloc a la principal fallada de mercat en el sector: l'existència d'informació asimètrica entre els diferents participants. Dit altrament, la informació de què disposa cadascun d'ells és diferent, igual que els seus objectius, circumstàncies que poden ocasionar conflictes d'interès a diversos nivells. Com veurem, les solucions trobades per evitar aquests conflictes poden amplificar la prociclicitat de les polítiques creditícies.

Considerem en primer lloc la relació entre els gestors de les entitats i els prestataris. El conflicte d'interès rau en l'ús real que puguin fer famílies i empreses dels fons rebuts de les entitats, i que no és observable per aquestes últimes. Davant d'aquest fet, les entitats solen intentar disciplinar l'ús del crèdit exigint garanties. No obstant això, aquesta pràctica té com a conseqüència que la capacitat d'endeutament de llars i empreses estigui molt lligada al fet de disposar de garanties i al valor que aquestes puguin tenir. En aquest sentit, cal pensar que

les garanties solen ser hipotecàries o sobre altres actius reals, el valor dels quals està molt correlacionat amb el cicle econòmic. Si, a més, la garantia utilitzada i l'actiu en què s'inverteix coincideixen, aquesta correlació és molt més intensa. Pensem, per exemple, en l'adquisició d'un habitatge. Cada entitat, en concedir un nou crèdit hipotecari, exerceix pressió a l'alça sobre el mercat immobiliari, la qual cosa augmenta el valor de les garanties (els habitatges) i, en conseqüència, contribueix a incrementar el volum de crèdit que altres agents poden concedir.

A més del valor de les garanties, la situació financera dels prestataris és un altre dels indicadors de capacitat d'endeutament més utilitzats per les entitats. Prestataris amb fluxos de caixa elevats i una sòlida posició de balanç tenen, *a priori*, una major probabilitat de repagar el crèdit. La millora d'aquests paràmetres en les fases alcistes del cicle rebaixa la prima de risc exigida per les entitats, la qual cosa reforça la posició de balanç del prestatari i realimenta l'expansió creditícia. Aquest fenomen es coneix en la literatura econòmica com l'«accelerador financer».

Finalment, cal tenir en compte que, en les fases recessives, no tan sols empitjora la situació financera dels prestataris, sinó que les mateixes entitats endureixen els estàndards que fan servir per jutjar la solidesa financera d'un possible client. Això es deu al fet que el problema de selecció adversa, sempre present en la intermediació bancària, s'aguditza en les fases recessives. En aquests períodes, les entitats només concedeixen crèdit als clients que amb tota seguretat són bons. Per tant, les entitats recelen dels nous clients que acudeixen a elles, ja que saben que en major proporció es tractarà de clients que han estat rebutjats per altres entitats. La qualitat de la demanda empitjora, de manera que les entitats endureixen els seus estàndards de crèdit i es contrau, encara més, el cicle creditici.

També hi ha conflicte d'interessos entre els accionistes de les entitats i els seus creditors. En aquest cas, el conflicte rau en l'incentiu dels accionistes a prendre més risc que el desitjat pels creditors, ja que els guanys potencials són il·limitats només per als primers, mentre que les pèrdues potencials són idèntiques i limitades per a tots dos. Igual que els gestors de les entitats amb els seus prestadors, els creditors de les entitats intenten disciplinar els accionistes, en aquest cas exigint-los un mínim de capital a aportar. En les fases alcistes del cicle, la posició de balanç i els fluxos de caixa de les entitats són millors, de manera que els creditors relaxen els seus requisits i creix el palanquejament. Les entitats tenen llavors més capacitat per prestar i, conseqüentment, expandeixen la seva política creditícia. Passa el contrari quan canvia el cicle. Les entitats es veuen obligades a acumular capital i reduir deute, fet que en limita la capacitat per concedir préstecs.

En casos molt extrems, un deteriorament molt significatiu de la situació financera d'una entitat podria donar lloc a pànics bancaris —tant de liquiditat, per part dels creditors, com d'acumulació preventiva de capital per part de les entitats— que es podrien arribar a encomanar a tot el sector. Les conseqüències negatives sobre l'economia real d'aquests fenòmens sistèmics són, malauradament, prou conegudes per tothom.²

2. Més que accentuar el cicle econòmic, aquests pànics són disruptius. Considerem, per tant, que el seu tractament des del punt de vista regulatori no s'emmarca en la mitigació de la prociclicitat, sinó en la gestió de crisis sistèmiques. Així doncs, el present article no discutirà les propostes regulatòries dirigides a abordar aquest problema.

Finalment, també són notables els conflictes d'interès entre els accionistes de les entitats i els seus gestors. L'excessiu curtterminisme dels gestors és un fenomen comú en molts sectors econòmics. Tot i això, en el sector financer és un problema especialment sensible per dues raons. En primer lloc, de resultes de la complexitat dels productes financers, els gestors tenen moltes més oportunitats d'assumir riscos poc compresos pels propietaris. En segon lloc, sovint els propietaris han passat per alt, en l'avaluació de resultats dels seus gestors, que uns beneficis elevats a curt o mitjà termini solen ser fruit d'una major assumpció de riscos que només es materialitzaran a llarg termini o en situacions excepcionals. Així doncs, uns esquemes de compensació massa centrats en el curt termini poden contribuir a l'excessiva assumpció de riscos i a l'acceleració del crèdit en les fases d'expansió.

1.2 Mecanismes causats per la regulació

La regulació de l'activitat bancària sempre ha perseguit corregir les fallades de mercat causades pels problemes d'informació asimètrica que s'han discutit en l'apartat anterior. No obstant això, algunes de les normes imposades a les entitats han tingut efectes procíclics importants que fins ara no s'havien considerat. Entre les normes amb més incidència en la prociclicitat, cal destacar la ràtio constant de capital regulatori, la definició d'aquesta ràtio de capital, la comptabilitat segons valor raonable i l'abast mateix de la regulació.

Una ràtio constant de capital regulatori

Sens dubte, el mecanisme que contribueix d'una manera més evident a la prociclicitat de l'activitat bancària és la determinació d'un nivell de capital mínim constant, independent de la fase del cicle en què es trobi l'economia. Així, Basilea II fixa el capital mínim que han de mantenir les entitats en el 8 % dels seus actius, un cop ponderats pel risc.

Fins a un cert punt, la prociclicitat causada per aquests requeriments mínims es pot mitigar gràcies al comportament preventiu de les entitats. Com s'ha comentat en l'apartat anterior, aquestes també s'enfronten a problemes d'informació asimètrica quan van als mercats per ampliar capital. Per això, si per complir amb la regulació es veuen obligades a augmentar-lo durant la fase recessiva del cicle, corren el risc d'enfrontar-se a un cost de capital notablement més elevat. Així doncs, a les entitats els resulta òptim mantenir un coixí de capital per sobre dels requeriments mínims. Aquest excés de capital és el que ajuda a mitigar la prociclicitat, ja que els permet absorbir les provisions per morositat més elevades durant les recessions (reduint capital) sense incomplir els requeriments ni restringir el crèdit.

Durant les últimes dues dècades, però, les entitats han anat reduint l'excés de capital que mantenien en els seus balanços i, en conseqüència, la prociclicitat dels requeriments mínims ha anat creixent. Això ha estat fruit, sobretot, de la combinació de dos factors. El primer és que s'ha tendit a avaluar l'actuació dels gestors en funció de mesures estandarditzades de rendibilitat —com la rendibilitat del capital (RoE)— entre entitats comparables. En conseqüència, els gestors han tingut incentius per «optimitzar» el nivell de capital amb què operaven. El segon, i ja comentat, ha estat la falsa sensació de «control» del nivell de risc real que s'estava corrent. Tots dos factors han portat les entitats a operar amb uns coixins de capital que han estat insuficients per aïllar-les dels problemes en l'economia real. La seva reacció, la d'endurir la política creditícia, ha contribuït al deteriorament de l'economia.

La definició de la ràtio de capital regulatori

El problema d'exigir una ràtio de capital constant al llarg del cicle s'agreuja quan es té en compte la manera en què es defineixen els components que la integren.

Examinem en primer lloc el numerador, o els recursos propis computables com a capital. En aquest cas, el mecanisme que causa la prociclicitat és la incorporació al numerador d'elements que no són *core capital* (capital en sentit estricte i reserves acumulades) i que són inherentment cíclics: les plusvàlues no realitzades i els instruments financers híbrids entre deute i capital. En el cas de les plusvàlues no realitzades, fins al 45 % del seu valor es podia incloure com a capital de segona categoria (*Tier-2*) durant les fases alcistes del cicle, mentre que desapareixen del tot en les fases recessives. En el cas dels instruments híbrids, el millor exemple és el del deute subordinat, que és inherentment cíclic per dos motius. En primer lloc, perquè no és capaç d'absorbir pèrdues durant les fases recessives, ja que la seva remuneració està predeterminada i no es pot reduir en el cas que els beneficis se'n ressentin. En segon lloc perquè, a diferència del *core capital*, el deute subordinat sol tenir data de venciment. Ja s'ha comentat en la secció anterior com el cost de renovació del deute oscil·la al llarg del cicle, en incrementar-se en les fases a la baixa i fins i tot córrer el risc de no poder-se renovar del tot.

Mirem-nos ara el denominador, o els actius ponderats per risc (APR). El càlcul de les ponderacions es basa en els sofisticats models matemàtics comentats en l'apartat anterior i, per tant, pateix els problemes allà esmentats. De resultes d'això, els APR fluctuen en excés amb el cicle econòmic.

Així doncs, durant el llarg període de bonança econòmica, les entitats han arribat a nivells de palanquejament desproporcionats per un doble motiu. Primer, per la possibilitat de computar com a capital partides comptables que reforçaven les ràtios de solvència en els moments d'expansió, però que eren difícils de mantenir en moments de recessió. I, segon, per unes ponderacions de risc excessivament reduïdes en els moments d'expansió i potser massa elevades en els de recessió.

La comptabilitat segons el valor raonable

La normativa vigent a Europa exigeix a la majoria de les entitats comptabilitzar determinats actius i passius financers en els seus balanços segons el seu valor raonable i no a cost històric. Aquest valor raonable no és altra cosa que el preu de mercat, en cas que n'hi hagi, o el resultat d'emprar uns models de valoració acceptats pel regulador per a determinats instruments financers. L'objectiu és augmentar la transparència dels balanços bancaris, de manera que canvis en l'entorn amb un impacte significatiu sobre la situació patrimonial de les entitats es reflecteixin amb celeritat en els estats comptables i indueixin els gestors a prendre les mesures correctives necessàries.

Si el lector recorda el fenomen de l'«accelerador financer», s'adonarà que l'ús del valor raonable dóna lloc al mateix tipus de mecanisme procíclic per la via de les condicions de finançament de les entitats. També l'ús del valor raonable genera plusvàlues latents en els moments alcistes que, com s'ha vist, es tradueixen directament en majors ràtios de solvència. No obstant això, el principal risc de l'ús del valor raonable és, precisament, en moments d'instabilitat econòmica en què els mercats d'alguns actius poden deixar de ser estables i líquids. En aquests moments, els preus de mercat no són un reflex precís dels valors fonamentals, sinó

més aviat de la falta de liquiditat dels participants. Utilitzar aquests preus d'estrès en la valoració dels actius de les entitats, amb l'efecte corresponent sobre la seva solvència, pot dur-les a reaccionar de manera desproporcionada desprenent-se d'aquests actius, la qual cosa depri- miria encara més les valoracions per a la resta d'entitats i generaria potencialment un cercle viciós d'efectes sistèmics.

L'abast de la regulació

Per tancar la discussió sobre els mecanismes que contribueixen a la prociclicitat de l'activitat bancària, cal analitzar l'abast de la regulació. La recent crisi financera, si bé va tenir un detonant clar als Estats Units, es va materialitzar d'una manera diferent en cada país. En alguns, com és el cas d'Espanya, va ser la manifestació simultània de problemes en un nombre elevat d'entitats relativament petites. En d'altres, va ser la disrupció de mercats de productes financers complexos, que van castigar a grans entitats bancàries a través de vincles que van resultar ser poc transparents. En tots dos casos, la supervisió del sistema va fallar per posar el focus exclusivament en àrees molt concretes (en cada entitat per separat i en el sector bancari tradicional) en lloc d'abraçar també la resta del sistema financer i una perspectiva sistèmica.

Així, l'estabilitat del sistema financer s'havia abordat fins ara posant un interès especial en el fet que cada entitat tingués prou capital per afrontar els riscos que havia assumit. Malgrat tot, ja s'ha vist com el sistema de mesurament del risc utilitzat fins ara no és capaç de recollir els efectes del comportament del conjunt d'entitats que conformen el sistema, sobretot quan aquest és molt similar. Les accions individuals poden ser correctes si s'analitzen per separat, però ocasionen grans riscos quan s'agreguen en conjunt. L'exemple més evident n'és la inversió en actius que estan experimentant en els seus preus la creació de bombolles. Aquesta visió del resultat agregat no estava present en la regulació microprudencial tradicional, de manera que els requeriments exigits al llarg del cicle expansiu van resultar massa laxos i van contribuir a accentuar-lo.

D'altra banda, determinats productes i institucions financeres que havien anat sorgint fruit de la creixent innovació financera van quedar fora del marc regulador. La seva dimensió i interconnexió amb el sistema bancari van anar creixent fins a arribar a dimensions potencialment desestabilitzadores, sense que els supervisors en fossin conscients. Aquest és el cas dels SIV (vehicles estructurats d'inversió, amb els quals s'adquirien els bons de titulació de les entitats), el mercat de CDS (*credit default swaps*) o els *money market funds* i els *hedge funds*, per exemple. El seu efecte desestabilitzador és que tots ells permeten a les entitats assumir riscos de manera opaca als ulls del regulador (cas dels CDS o els SIV) o que permet fer-ho a agents que operen en els mateixos mercats organitzats en els quals operen les entitats regulades (cas dels *money market funds*). En qualsevol cas, el resultat final és el mateix: el risc real queda amagat als ulls del regulador i de les mateixes entitats, de manera que resulta impossible avaluar correctament els requisits de capital al llarg del cicle.

2. Reformes reguladores per mitigar el problema

Per dotar el sistema de més estabilitat, els reguladors han iniciat un seguit de reformes dirigides a mitigar els problemes de prociclicitat detectats en l'apartat anterior. Moltes d'elles estan en fase d'implantació, d'altres encara es troben en una fase de discussió. En qualsevol cas, són molts els fronts reguladors oberts en aquest moment i resulta gairebé impossible identificar de manera unívoca la font del problema amb la mesura adoptada. Cadascuna de les reformes en marxa tindrà un impacte directe en alguns dels mecanismes comentats anteriorment, mentre que cada mecanisme es veurà afectat, directament o indirectament, per totes les reformes proposades. Per facilitar l'exposició, el present apartat parteix dels diferents mecanismes que es veuran alterats per canvis regulatoris i discuteix, per a cadascun d'ells, els canvis que hi poden tenir més impacte.

2.1 Noves regles per moderar la naturalesa procíclica del negoci i introduir-hi un enfocament macroprudencial

Per definició, alguns dels mecanismes inherents a la naturalesa del negoci són molt difícils de modificar directament per la regulació. Aquest seria el cas, per exemple, de la **competència per quota de mercat**, les **actituds humanes pel que fa al risc**, o el **rol de les garanties i l'accelerador financer**. Malgrat tot, els seus efectes sobre variables financeres com el creixement del crèdit, el palanquejament o els desajustos en els venciments són fàcilment observables. Per aquesta raó és possible actuar d'una manera indirecta sobre els tres mecanismes abans esmentats mitjançant la fixació d'objectius intermedis respecte al nivell d'aquestes variables i el desenvolupament de noves regles macroprudencials.

A Europa, la Junta Europea de Risc Sistèmic (JERS) és l'organisme encarregat de supervisar el sistema financer en el seu conjunt, alertar de possibles fonts de risc sistèmic i proposar mesures correctives a les autoritats. Com a part de la seva tasca, la JERS ha publicat una sèrie de recomanacions³ per mitjà de les quals es defineixen els objectius intermedis que s'han de fixar les autoritats macroprudencials, així com les eines amb què aquestes haurien de comptar per assolir-los. Així, per atenuar l'expansió creditícia i l'excessiva presa de riscos, la JERS considera la possibilitat d'establir ràtios màximes de préstec sobre valor de la garantia (LTV, per les seves sigles en anglès), de préstec sobre la renda (LTI) o ràtios del servei del deute sobre la renda. Per mitigar el palanquejament es monitorarà la ràtio de capital sobre actius. Finalment, per evitar desajustos excessius en els venciments, la JERS preveu establir límits a la ràtio de préstecs sobre dipòsits (LTD).

A diferència del que passa amb els tres mecanismes comentats fins al moment, en alguns altres dels mecanismes exposats en l'apartat 1.1, els reguladors sí que hi poden incidir d'una manera més directa. Aquest és el cas de l'**avaluació i la gestió del risc**, malgrat que la reforma regulatòria es troba en un estadi molt inicial. Diferents organismes internacionals han dut a terme estudis comparatius entre els models aplicats en diverses entitats, el resultat dels quals confirma la disparitat de criteris emprats i l'elevada variabilitat dels requisits de capital resultants. A Europa, l'estratègia adoptada de moment consisteix a harmonitzar la regulació prudencial entre els estats membres, eliminant en la mesura que es pugui les discrecionalitats

3. Recomanació de la Junta Europea de Risc Sistèmic del 4 d'abril de 2013 sobre objectius intermedis i instruments de política macroprudencial, Diari Oficial de la Unió Europea C 170/1.

nacionals que existien després de l'adopció de Basilea II. Gràcies a això s'aconseguirà reduir la variabilitat en el càlcul dels APR que es pot atribuir al diferent marc regulador vigent entre països. No obstant això, queda pendent la possible variabilitat imputable als graus de llibertat de què gaudeixen les entitats en el disseny dels seus models interns. En aquest sentit, l'EBA ha de completar el 2014 la seva anàlisi sobre la consistència del càlcul dels APR a nivell europeu i iniciar un exercici regular de *benchmarking* de models interns.⁴ És probable que aquests exercicis derivin en alguna proposta legislativa adreçada a limitar aquests graus de llibertat, encara que no s'espera que es pugui implementar a curt termini.

Una major harmonització dels models de risc hauria d'afavorir unes condicions de competència més equitatives entre les diferents entitats financeres de la Unió Europea. A més, permetria a analistes i inversors determinar amb més precisió el perfil de risc de cada entitat i la seva capacitat real de gestionar-lo, de manera que milloraria també la disciplina de mercat. Totes dues conseqüències són molt desitjables. Ara bé, la major harmonització també podria aguditzar el «comportament de ramat» descrit en l'apartat 1.1, que aniria en detriment de l'estabilitat financera. En aquest sentit, val la pena assenyalar que la JERS també inclou, entre les noves eines macroprudencials recomanades als supervisors, la possibilitat d'establir requeriments de capital específics per a determinats sectors. Això hauria de permetre frenar el creixement del crèdit en sectors en què, per exemple, s'estigués gestant una bombolla en el preu dels actius.

Un altre aspecte sobre el qual els reguladors incidiran més directament són els **incentius dels gestors excessivament centrats en el curt termini**. La nova directiva europea sobre requeriments de capital, coneguda com a CRD IV, incorpora l'obligació expressa d'establir polítiques de remuneració consistents amb la gestió efectiva del risc per a les categories de personal l'activitat professional de les quals tingui un impacte material en el perfil de risc de l'entitat. Amb aquesta finalitat, la directiva limita el poder dels incentius —la ràtio entre el component de remuneració variable en funció de l'assoliment d'objectius i el component fix ha de ser inferior a 2—, exigeix que l'assoliment dels objectius es mesuri durant un termini de diversos anys i que el seu pagament es distribueixi al llarg d'un període de temps que tingui en compte el cicle de crèdit de l'entitat —almenys el 40% del component variable s'ha de diferir entre 3 i 5 anys. Pel que fa a la forma de pagament, almenys el 50% s'ha de pagar en una combinació d'accions i títols subjectes a *bail-in*⁵ que reflecteixin la qualitat creditícia de l'entitat. Finalment, la directiva incorpora provisions que permeten al regulador limitar la remuneració dels gestors quan les ràtios de capital regulatori se situïn per sota d'un determinat llindar o quan l'entitat hagi rebut algun tipus d'ajut públic.

Finalment, entre les mesures específicament adreçades a reduir els problemes causats per la informació asimètrica entre els diferents agents, les autoritats estan començant a considerar també accions per millorar l'accés al finançament de les petites i mitjanes empreses, més propenses a estar patint **problemes de selecció adversa**. D'una banda, després de comprovar que l'augment dels requeriments de capital exigits per Basilea III està tenint una especial incidència sobre el crèdit a pimes, el Parlament Europeu ha inclòs una sèrie de mesures com-

4. EBA 2014 Work Programme. Disponible a <<http://www.eba.europa.eu/about-us/work-programme/current-work-programme>>. L'exercici de revisió de la qualitat dels actius que portarà a terme el BCE al llarg del 2014 també hauria de contribuir a aquest procés d'harmonització.

5. Instruments que es puguin convertir en *common equity Tier-1* o subjectes a un quitament.

pensatòries en la seva transposició a normativa europea. Així, la CRD IV incorpora un factor de correcció a la baixa en les ponderacions de risc per a crèdits concedits a pimes i suavitza els criteris perquè aquests siguin tractats com a exposició minorista, amb un tracte regulador més favorable que el de l'exposició corporativa. Finalment, el Parlament i el Banc Europeu d'Inversions han arribat a un acord per crear un nou instrument de garanties per a nous préstecs a pimes.

2.2 Esmenar els errors de regulació detectats

L'altre gran bloc de mesures adoptades per mitigar la prociclicitat del sistema financer ha consistit en un examen profund de tota la regulació existent per dotar-la d'elements anticíclics. La revisió de més abast, la reforma dels acords internacionals de Basilea, ha introduït canvis molt significatius en el còmput de la ràtio de capital i en la fixació del seu mínim regulador. La resta de mecanismes identificats en l'apartat 1.2 també estan sent objecte d'estudi, tot i que destaca, en particular, l'ampliació del focus regulador més enllà de l'examen microprudencial del sector bancari clàssic.

Fixem-nos, sobretot, en la reforma de Basilea III en matèria de requeriments de capital. El primer element que ha estat modificat és la **invariabilitat del nivell de solvència mínim exigible**. En el seu lloc s'ha adoptat l'anomenat matalàs anticíclic, que s'acumula per sobre del mínim regulador exigint en funció de la fase del cicle econòmic en què es troba el sistema. Aquest coixí de capital estarà vigent en períodes de forta expansió creditícia, durant els quals els supervisors podran anar augmentant progressivament els requeriments mínims fins a un màxim de 2,5 punts percentuals. D'aquesta manera, en principi, la ràtio efectiva de capital mínim exigint podria oscil·lar fins a 2,5 punts entre el cim i la vall del cicle.

El segon element que ha estat modificat és la **definició de fons propis computables** com a capital regulador. Basilea III ha augmentat la qualitat d'aquest capital, en accentuar el pes del capital de màxima categoria (capital pròpiament dit i reserves acumulades) i eliminar de la definició els elements que no podien absorbir pèrdues.⁶ Així, perquè els instruments híbrids entre deute i capital puguin contribuir a la ràtio de solvència, és necessari que puguin patir un quitament o convertir-se en accions, bé per indicació del supervisor o per l'activació de clàusules previstes en el contracte. Pel que fa a les plusvàlues latents o els actius fiscals diferits, tots ells elements que eleven artificialment el capital regulador en la fase alcista i desapareixen en la fase recessiva, el tracte regulador difereix de Basilea III i la seva transposició a Europa (la CRD IV). Així, mentre Basilea III permet el còmput de les plusvàlues latents com a capital, segons la CRD IV, aquestes s'hauran d'excloure del capital de màxima categoria com a mínim fins al 2015. El tracte regulador que rebin a partir d'aquesta data podrà ser diferent i haurà de tenir en compte l'opinió tècnica de l'EBA emesa al desembre del 2013.⁷

Per acabar l'anàlisi sobre la ràtio de capital, en el punt 1.2 s'esmentava també l'efecte procíclic del **càlcul dels APR**. Aquest càlcul no ha experimentat modificacions sota Basilea III, de manera que el nivell d'APR seguirà sent més elevat en els pitjors moments del cicle. Amb tot, cal

6. Basilea III també augmenta les deduccions de capital vinculades a inversions en altres entitats financeres, amb la intenció de reduir el problema de *double gearing* del capital regulador.

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 desembre de 2013.

esperar que l'alliberament del matalàs contracíclic actuï en sentit contrari, compensant almenys en part aquest efecte.

Seguint amb la resta de mecanismes reguladors identificats com a procíclics, l'International Accounting Standard Board (IASB) està revisant els **principis de comptabilitat aplicables als instruments financers**. No obstant això, no queda clar que el resultat final d'aquesta revisió aconseguirà reduir l'efecte procíclic de les normes comptables. D'una banda, en una primera fase, l'IASB ha limitat l'aplicació del criteri de valoració a cost amortitzat per a aquells instruments que tan sols generen el dret a percebre (o l'obligació de pagar) un determinat tipus d'interès sobre un saldo viu i per la gestió dels quals fins al venciment l'entitat ha manifestat el seu interès. La resta, incloent-hi instruments de capital no cotitzats o aquells de valor difícil de determinar, es comptabilitzaran a valor raonable. Aquesta modificació no fa sinó agreujar el mecanisme discutit en l'apartat 1.2, de manera que tan sols una definició de recursos propis comptables que excluïés completament les plusvàlues latents aconseguiria contrarestar-lo.

D'altra banda, en l'actualitat, l'IASB està revisant també la normativa en matèria de provisions per deteriorament d'actius. En concret, es pretén abandonar l'estàndard de «pèrdua incorreguda» en el càlcul de les provisions i substituir-lo pel de «pèrdua esperada». *A priori*, tot moviment cap a una normativa de provisions amb els ulls més posats en el futur seria molt ben vist pels reguladors, ja que distribuïria el reconeixement del risc al llarg del cicle i contribuiria a moderar la política creditícia en les fases expansives. Aquesta nova filosofia s'assemblaria, de fet, al concepte de provisions dinàmiques vigent a Espanya des del 2000, la rellevància macroprudencial del qual ha estat reconeguda per diversos organismes internacionals. No obstant això, el concepte de pèrdua esperada que sembla estudiar l'IASB es limita a un horitzó de 12 mesos. L'IASB només permetria ampliar l'horitzó fins a la vida completa del préstec en el cas que aquest es passés a considerar de cobrament dubtós. L'impacte procíclic, per tant, continuaria vigent i no interessaria a les autoritats reguladores. El debat, de moment, continua obert, o sigui que no hem de suposar que aquesta modificació entri en vigor a mitjà termini.

Les autoritats europees també estan considerant la possibilitat de reduir la **dependència de les agències de qualificació creditícia** que, de moment, té la regulació prudencial. Així, al juny del 2013 va entrar en vigor una nova modificació de la directiva d'agències de ràting⁸ que, entre altres provisions, insta les entitats a desenvolupar els seus propis models d'avaluació de risc i a no fer servir mecànicament les valoracions proporcionades per les agències externes. A més, els diferents organismes del Sistema Europeu de Supervisors Financers⁹ estan revisant actualment les guies i recomanacions publicades fins al moment per eliminar qualsevol referència que es pogués interpretar com una obligació a recórrer de manera mecànica a ràtings proporcionats per agències externes.

Finalment, també s'està duent a terme un notable esforç per **ampliar el focus de la regulació**. Com hem vist, aquesta ampliació havia d'incorporar necessàriament dos aspectes: 1) modificar el seguiment dels riscos financers per incorporar-hi els efectes de la interacció de les

8. Directiva 2013/14 EC.

9. L'Autoritat Europea Bancària (AEB), l'Autoritat Europea d'Assegurances i Pensions de Jubilació (AESPJ) i l'Autoritat Europea de Valors (AEV).

decisiones de tots els agents implicats, i 2) prendre en consideració la banca a l'ombra i les infraestructures financeres. El primer aspecte s'ha abordat amb la creació de la JERS i el seu mandat de monitorar l'acumulació de riscos sistèmics, tots dos esmentats en l'apartat anterior. El segon aspecte s'ha afrontat mitjançant l'aprovació d'una sèrie de directives europees dirigides a emmarcar el comportament de certes entitats i activitats fora del sector bancari regular.

La primera d'aquestes directives es va centrar en els gestors d'inversió alternativa,¹⁰ inclosos els *hedge funds*. Entre d'altres, la directiva imposa a aquests fons certes regles de transparència, valoració d'actius, gestió del risc i la liquiditat, i ús del palanquejament. El seguiment del palanquejament dels *hedge funds* té una especial importància sistèmica, de manera que la directiva exigeix que aquests fons informin les autoritats sobre el seu nivell de palanquejament objectiu així com dels riscos que estan prenent gràcies a ell. La directiva també dota les autoritats de poder per limitar aquest palanquejament si, arribat el cas, consideren que suposa un risc per a l'estabilitat financera.

El problema de l'arbitratge regulador per via de les titulitzacions també ha estat abordat en les revisions successives de la Directiva de Requeriments de Capital, que han anat harmonitzant les condicions sota les quals les entitats es poden beneficiar de menors requeriments de capital per als crèdits titulitzats. En particular, s'ha definit la noció de «transferència significativa de risc» i s'ha imposat a l'originador l'obligació de retenir un interès econòmic d'almenys el 5% respecte als actius titulitzats.

Un altre tipus de fons que la Comissió Europea també pretén regular són els del mercat monetari. S'estima que aquests fons mantenen en el seu balanç el 38% del deute a curt termini emès per entitats bancàries. Per això, la Comissió pretén limitar la seva exposició a una única entitat i exigir-los un coeficient de solvència mínim en cas que ofereixin productes el principal dels quals estigui garantit.

Finalment, i per millorar la transparència dels mercats i la informació a disposició dels supervisors, les autoritats estan incentivant el recurs a les cambres de compensació en lloc d'acudir a mercats *over the counter*. Així, la CRD IV eleva les ponderacions per risc de derivats i repos quan aquests es negocien *over the counter*, mentre que estableix requeriments de capital per a les exposicions a cambres de compensació inferiors als d'altres transaccions bilaterals.

10. Directiva 2011/61/EU de 8 de juny de 2011 sobre gestors d'inversió alternativa.

3. Efectivitat de les reformes proposades

A excepció de la reforma dels principis comptables i, potser, d'una major harmonització dels paràmetres emprats en els models interns, sobre el paper la resta de reformes que s'han posat en marxa haurien de reduir la prociclicitat del sistema bancari. Tanmateix, la seva efectivitat real dependrà de com reaccionin a aquestes noves normes els diferents agents i dels costos de transició al nou marc regulador. El judici de cadascuna de les mesures s'hauria de basar, doncs, en una avaluació de la seva robustesa davant els diferents incentius que poden moure els agents.

Un dels primers criteris per avaluar l'efectivitat d'una norma és la seva **robustesa davant l'arbitratge regulador**. Si el compliment estricte d'una reforma determinada comporta un cost massa elevat per a les entitats, és probable que aquestes intentin esquivar la regulació d'alguna manera. Per aquest motiu, reformes que se centrin en aspectes molt concrets i utilitzin definicions o instruments molt detallats, és més fàcil que s'eludeixin. Aquest podria ser el cas, per exemple, de la reforma dels esquemes de remuneració. Les entitats bancàries europees temen que la limitació de la remuneració variable els impedeixi retenir els seus millors gestors davant d'ofertes d'entitats estrangeres. En conseqüència, algunes entitats ja estan estudiant un augment dels salaris (la part fixa de la remuneració) i busquen instruments alternatius, com ara plusos dineraris, que puguin utilitzar d'una manera semblant als bonus.¹¹

Un altre element imprescindible que ha d'estar present en qualsevol norma perquè sigui efectiva és la **consistència temporal**. En altres paraules, els agents han de creure que la norma s'aplicarà en qualsevol circumstància, fins i tot si les preferències de qui pren la decisió d'aplicar-la han canviat des del moment en què aquesta es va redactar. En aquest sentit, dues de les reformes de més profunditat són molt vulnerables a canvis de preferències.

La primera d'elles és la del matalàs contracíclic en els requeriments de capital. La norma estableix que, en períodes de recessió, el matalàs contracíclic no serà exigut pel regulador, de manera que la ràtio mínima de capital regulatori pot baixar en 2,5 punts com a màxim. A la pràctica, però, la decisió efectiva sobre la ràtio de capital que s'ha d'exigir en temps de crisi no correspon al regulador, sinó al mercat. En situacions recessives, en què la incertesa és molt elevada i és difícil distingir les entitats solvents de les no solvents, acceptarà el mercat que totes les entitats redueixin les seves ràtios de solvència? O bé és més probable que premii d'alguna manera les entitats que les mantinguin? Durant la recent crisi financera, no tan sols ha passat això últim, sinó que el mercat ha arribat a exigir mesures que implicaven un enduriment dels requisits de capital i que han estat concedides pels reguladors. El matalàs de capital per risc sobirà és, potser, l'exemple més clar. Si això és el que ha passat en la crisi recent, es pot esperar que passi el mateix en la següent. Si és així, el matalàs, de contracíclic, en tindrà més aviat poc.

La segona reforma afecta la regulació macroprudencial i, en particular, els límits a les ràtios del tipus LTV o LTI. En períodes d'expansió creditícia, delimitar aquestes ràtios significa restringir l'accés al crèdit a famílies o empreses que, si no és per aquest criteri, semblen perfectament solvents. La societat tendeix a percebre aquestes accions com a injustes, de manera que implementar-les pot tenir un cost polític elevat.

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

En relació amb aquest últim punt, un tercer criteri per avaluar l'efectivitat d'una norma és la seva **robustesa davant de la captura del regulador**. Hem comentat que limitar l'LTV o l'LTI en períodes d'expansió és políticament sensible. Cal esperar, per tant, notables pressions polítiques perquè l'autoritat macroprudencial relaxi aquests límits. Arribats a aquest punt, la identitat de l'autoritat macroprudencial resulta clau: qui prendrà la decisió, el supervisor nacional o el Banc Central Europeu? Un supervisor únic, allunyat del territori, pot tenir més dificultats a l'hora de recopilar informació amb valor macroprudencial. Ara bé, pot ser més independent per implementar normes que puguin tenir conseqüències polítiques negatives. Segons el text que estableix el Mecanisme de Supervisió Únic,¹² les decisions macroprudencials es prendran a nivell nacional, encara que el BCE ha d'estar informat i en podrà elevar els requisits si ho considera necessari. El temps dirà si aquesta forma d'organització garanteix la independència suficient.

Per acabar, una darrera reflexió sobre l'efectivitat de les reformes introduïdes ha de qüestionar la idoneïtat del moment en què s'han posat en marxa. Si bé és probable que les reformes aconseguixin reduir en certa mesura la prociclicitat a mitjà termini, a curt termini el seu simple anunci per part dels reguladors ha contribuït a la debilitat econòmica de la zona euro. De poc han servit els calendaris de transició que acompanyen cadascuna de les reformes: els mercats n'exigeixen el seu compliment anticipat. I a causa de l'encara elevat context d'incertesa i de la fragmentació existent en els mercats europeus, l'única via per a moltes entitats ha estat constrènyer el crèdit i augmentar les seves reserves d'actius líquids mantinguts en forma de deute públic. Conscient d'aquest problema, el supervisor britànic va prendre la iniciativa,¹³ al setembre del 2012, d'ajustar a la baixa els requeriments de capital i liquiditat dels bancs sota la seva supervisió, en especial els requeriments vinculats al crèdit de nova concessió. El seu exemple hauria de ser seguit per la resta de supervisors europeus per mitigar, d'aquesta manera, el cost de la transició al nou marc regulador.

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. Conclusió

És àmpliament conegut des de fa temps que el funcionament del sistema financer té la capacitat d'accentuar el cicle econòmic i de provocar oscil·lacions molt acusades. Ja el 2001, el Banc Internacional de Pagaments discutia en els seus treballs de recerca¹⁴ les causes d'aquesta prociclicitat i possibles solucions per mitigar-la. Aquella època coincidia amb les primeres discussions sobre la necessitat de modificar l'estàndard regulatori internacional i adoptar el marc que seria conegut anys més tard com a Basilea II. Resulta curiós comprovar com les receptes que ara s'han adoptat ja van ser suggerides en el seu dia en aquests treballs. Més curiós resulta encara comprovar que aquestes van ser finalment desestimades pel convenciment que la correcta mesura del risc, per si sola, seria capaç de reduir la prociclicitat del sistema i millorar la solvència de les entitats. La recent crisi financera ha demostrat fins a quin punt aquesta convicció estava equivocada, i sembla que, ara sí, les receptes anteriorment descartades s'estan tenint en compte en la nova reforma regulatòria. Amb tot, els reguladors haurien d'aprendre d'errors passats i ser conscients de les limitacions que encara presenten aquestes prescripcions. Perquè aquestes siguin realment efectives, cal buscar els mecanismes que les dotin de més consistència temporal i que reforcin la independència dels supervisors davant de les pressions dels diferents grups d'interès. En cas contrari, ni a la tercera no anirà la vençuda.

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

Referències

- Borio, C.; Furfine, C. y Lowe, P. (2001). «Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options», dins *Marrying the macro and microprudential dimensions of financial stability*. Monetary and Economic Department. *BIS Papers* n.º 1, març 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 desembre.
- European Banking Authority (2014). EBA Work Programme 2014. Disponible a <<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 d'octubre.
- Gual, J. (2009). «El carácter procíclico del sistema financiero», *Revista de estabilidad financiera*, núm. 16, Banco de España.
- Junta Europea de Risc Sistèmic (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 juny de 2013), C170/1.
- Parlament Europeu i Consell Europeu (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 Directivas 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 juliol 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))», referència 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 maig 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 juny 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* (27 de juny de 2013), L176.

Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

Publicacions

Totes les publicacions estan disponibles a Internet: www.lacaixaresearch.com
Correu electrònic: publicacionsestudios@lacaixa.es

■ DOCUMENTS DE TREBALL

03/2013. La internacionalització del renminbi: un llarg camí a recórrer
Clàudia Canals

02/2013. Vulnerabilitat de les economies emergents Àlex Ruiz

01/2013. Sareb: claus estratègiques
Sandra Jódar-Rosell

09/2012. Ajust de capacitat en el sistema financer espanyol
Inmaculada Martínez

08/2012. L'estalvi i l'eficiència energètics: un impuls per a la competitivitat de l'economia espanyola
Pere Miret

06/2012. Primeres matèries: què va canviar en l'última dècada?
Eduardo Pedreira i Miguel A. Canela

05/2012. Inversions financeres a Espanya: impacte de la inestabilitat en els mercats Inmaculada Martínez

04/2012. Hi ha bombolla immobiliària a la Xina? Clàudia Canals i Mercè Carrerras-Solanas

03/2012. El sobreendeutament de les empreses espanyoles: problema comú o d'unes quantes? Sandra Jódar-Rosell i Inmaculada Martínez

02/2012. Hongria i l'ajuda financera de la UE i l'FMI: canvi en el mapa de riscos? Àlex Ruiz

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

11/2011. Quan es recuperaran els preus de l'habitatge als Estats Units?
Jordi Singla

■ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

Unió bancària: de formigó o de palla?
Jordi Gual

Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea Àlex Ruiz

Els requisits de capital de Basilea III i el seu impacte en el sector bancari
Jordi Gual

Perspectives de despallament a Espanya Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

Diferencial d'inflació amb la zona euro: millora sostenible?
Pere Miret

La recuperació del comerç mundial. Allò que la crisi s'endugué
Marta Noguer

Immigració i mercat laboral: abans i després de la recessió
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 situació econòmica (disponible també en anglès)

■ POLS ECONÒMIC

■ ACTUALITAT DEL SISTEMA FINANCER

■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

■ CÀTEDRA "la Caixa" ECONOMIA I SOCIETAT

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

■ ESTUDIS ECONÒMICS

Europa, com Amèrica: Els reptes de construir una federació continental
Josep M. Colomer

El canvi climàtic: anàlisi i política econòmica. Una introducció
Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho

Consell Assessor

El Consell Assessor orienta l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica en les tasques d'anàlisi de les polítiques econòmiques i socials que puguin ser més eficaces per al progrés de la societat espanyola i europea. Formen part del Consell:

- Pol Antras
Harvard University
- Philippe Bachetta
Université de Lausanne
- Ramon Caminal
Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)
- Manuel Castells
Universitat Oberta de Catalunya i 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

Direcció

- Jordi Gual
Economista en Cap

Coordinació de l'edició: Edicions 62, S.A.
Av. Diagonal, 621-629
08028 Barcelona
www.grup62.cat

Fotomecànica: Alfa
Disseny: www.cege.es
Impressió: SYL
D.L.: B.2.154-2014



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED