

José María Roldán Alegre\*

# LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

*La crisis financiera global iniciada en 2008 ha dado paso a un entorno en el que los reguladores y supervisores han querido limitar el espacio operativo de las entidades financieras bancarias, con el objeto de prevenir episodios recesivos. Este nuevo paradigma regulatorio de los bancos se caracteriza por la combinación de un conjunto de reglas muy exigentes, redundantes y prolijas y, lo que es más preocupante, con un mayor número de supervisores que disponen además de un elevado grado de discrecionalidad. Este nuevo entorno, más complicado e incierto, en el que deben operar las entidades financieras, puede tener efectos indeseados que pueden impactar tanto sobre los bancos como sobre la economía real a la que financian. Sin embargo, también es cierto que este nuevo marco define las reglas sobre las que deberán competir los bancos en el futuro, lo que exigirá de estos una capacidad de análisis estratégico y, en su caso, de transformación de su modelo de negocio para sobrevivir en el nuevo entorno.*

**Palabras clave:** mercado monetario, regulación económica.

**Clasificación JEL:** G21, G28, G38.

## 1. Introducción

La crisis surgida de la burbuja inmobiliaria en la primera década del Siglo XXI se denomina ya la «Gran Recesión». Y este nombre, con reminiscencias a la Gran Depresión que precedió a la Segunda Guerra Mundial, sirve para recordarnos que, por la escala global de la misma, por la intensidad de la crisis en términos de desempleo y paro, por la duración de la misma (ya hemos sobrepasado los ocho años de crisis y, a pesar de la mejora, todavía no podemos cantar victoria) y por su impacto sobre el sistema financiero, estamos viviendo en un entorno desconocido desde la Gran Depresión.

Pero ese nombre también suscita la esperanza de que, a diferencia de la Gran Depresión, las consecuencias no sean tan dramáticas, y ello a pesar de que, al igual que en los años treinta del Siglo XX, se observan algunos rasgos comunes: la emergencia de nacionalismos y de conflictos civiles, la tendencia a la guerra de divisas, etc. Y, en efecto, esa parece ser la situación. Por ejemplo, la cooperación internacional, los esfuerzos de coordinación en respuesta a la crisis, han sido no ya intensos, sino muy efectivos<sup>1</sup>. Por otra parte, los mecanismos de protección social han permitido mitigar el sufrimiento de

---

\* Presidente de la Asociación Española de Banca.

---

<sup>1</sup> Aunque los esfuerzos de coordinación entre los bancos centrales de EE UU, Reino Unido, Francia y Alemania fueron mayores de lo que se reconoce; véase *Lords of Finance*.

aquellos estratos de la población más castigada por la crisis. Por último, los elementos de militarismo beligerante, tan presentes en los años treinta, son prácticamente inexistentes hoy en día.

También existe, por contra, un amplio número de paralelismos entre la crisis financiera global de 2008 y la Gran Depresión, entre los que destaca la intensa reacción de las autoridades en temas regulatorios como una respuesta natural orientada a fortalecer el sistema financiero. No debemos olvidar que, a raíz de la crisis de 1929, se puso en marcha tanto la SEC (Stock Exchange Commission) como la garantía de depósitos bancarios. En esta nueva ola de regulación, podemos identificar los desarrollos en torno a la Resolución bancaria (esto es, a la liquidación ordenada de un banco por parte de una autoridad administrativa, y que permita preservar parte de sus funciones) como un nuevo pilar fundamental. Pero no nos adelantemos.

El presente artículo repasa las principales características de ese nuevo paradigma regulatorio postcrisis. Como se verá en las próximas líneas, muchas de las consideraciones se centran en los bancos y en su solvencia, y ello por un motivo claro: en la medida en que los problemas de la crisis surgieron de la inestabilidad de grandes bancos globales, es en la regulación de estos donde el cambio es más claro. Aunque cabe realizar un par de puntualizaciones. En primer lugar, que los eventos que inflamaron la incipiente crisis fueron la quiebra de Lehman Brothers (un banco de inversión en jerga americana, pero que en Europa sería una sociedad de valores) y el rescate de American International Group. En segundo lugar, que en el caso español la crisis no fue protagonizada por los bancos internacionales (que fueron, si acaso, un elemento de estabilidad durante la crisis), sino por entidades de menor tamaño, locales y con estructuras de gobierno corporativo más débiles. En cualquier caso, es un hecho que gran parte del nuevo marco regulatorio afecta a los bancos, endureciendo de manera considerable y probablemente desproporcionada, su régimen regulatorio.

## 2. Principales novedades del nuevo marco de regulación del sector financiero

No es el objeto del presente artículo realizar un análisis exhaustivo del contenido del nuevo marco regulatorio, sino destacar, con un indudable espíritu crítico, algunas de sus características. Por ello este apartado sobre la motivación y el contenido de la reforma es fundamentalmente sintético, diseñado con un propósito eminentemente didáctico. Bajo este criterio, en el Cuadro 1 se agrupan las principales áreas de preocupación por parte de los reguladores<sup>2</sup>.

Como se desprende del contenido del Cuadro 1, y como ya se había anunciado, gran parte de la reforma afecta a la actividad bancaria y, dentro de esta, a la gran banca internacional. Además, el punto de vista adoptado es el de garantizar la continuidad del negocio en situaciones críticas (en crisis, en definitiva) y sin que exista recurso al dinero del contribuyente.

## 3. Principales características del nuevo paradigma regulatorio

Aunque el proceso de regulación está todavía inacabado, con reformas y propuestas pendientes de definición como, por ejemplo, las relativas a la Resolución bancaria, sí se pueden identificar los rasgos principales de la nueva arquitectura regulatoria en materia financiera.

### ¿Reglas frente a discrecionalidad o reglas y discrecionalidad?

En principio, la elección de la política económica, en cualquiera de sus ámbitos, puede caracterizarse como una elección entre reglas prefijadas, transparentes y anunciadas, y discrecionalidad, esto es, una mayor capacidad de acción por parte del poder público, que

---

<sup>2</sup> Gran parte del contenido del Cuadro 1 se ha extraído de la publicación del FSB «A Narrative Progress Report on Financial Reforms» de 2013, que constituye asimismo un magnífico resumen de la reforma.

## CUADRO 1

## LA REFORMA FINANCIERA, PRINCIPALES PUNTOS

**1. Conteniendo los fallos detectados en la crisis**

Aumentos de los requerimientos de capital de los bancos y de la calidad del capital (Basilea III).  
 Lograr un equilibrio en el régimen de capital de los bancos entre simplicidad, sensibilidad al riesgo y comparabilidad entre bancos.  
 Realización de pruebas de esfuerzo que verifiquen el grado de solidez de los balances bancarios ante *stocks* imprevistos.  
 Corregir los incentivos erróneos en materia de remuneración.

**2. Mejorar la transparencia**

Mejorar los *disclosures* de riesgo de los bancos hacia inversores y contrapartes.  
 Detectar áreas donde se necesitan más datos, especialmente sobre las exposiciones y financiación de bancos sistémicos.  
 Reforzar los estándares contables.  
 Establecer un *legal entity identifier*, para identificar de manera inequívoca la contraparte de toda transacción financiera.  
 Vigilar la banca en la sombra.  
 Incentivar el paso de los derivados OTCs a contratos estándar negociados en bolsas o plataformas electrónicas. Remitir información de los no estandarizados a registros de operaciones (*trade repositories*).  
 Reformar la construcción de los índices de tipos de interés de referencia para evitar su manipulación.

**3. Terminar con el problema de «demasiado grande para caer» asegurando la resolución de entidades financieras sin recursos públicos**

Identificación de entidades financieras sistémicas (banca, seguros, infraestructuras y otros intermediarios).  
 Nuevo régimen de resolución sin ayudas públicas, *cross border*.  
 Mayores capitales (absorción de pérdidas) para las entidades sistémicas con el objeto de reducir la probabilidad de caída.  
 Supervisión más intensa y mayor cooperación internacional para las entidades sistémicas.  
 Reformas estructurales o de separación de negocios bancarios (Volcker, Vickers y Liikanen).

**4. Cerrar las posibles brechas regulatorias**

Identificación abierta y dinámica de entidades financieras sistémicas.  
 Vigilancia del sistema bancario en la sombra.

**5. Mejoras de funcionamiento de los mercados financieros**

Asegurar su funcionamiento continuado y con liquidez suficiente.  
 Reforzar la transparencia del mercado de derivados.  
 Reforzar las infraestructuras de mercados (cámaras de contraportada central, sistemas de pagos, depositarias de valores, sistemas de liquidación de valores y *trade repositories*).  
 Reforma de las agencias de *rating* y reducir el uso de los *rating*.

**6. Reforzar el funcionamiento del sistema financiero global**

Mejorar la confianza en el sistema financiero global, evitando su fragmentación y también el arbitraje regulatorio hacia las áreas menos reguladas.  
 Impulsar la aplicación consistente de la reforma regulatoria (en particular, de la reforma de Basilea III, de los derivados, de la de las remuneraciones, de las entidades internacionales sistémicas o SIFI, de los marcos de resolución y del sistema bancario en la sombra).  
 Reforzar la cooperación internacional y el intercambio de información, en especial para las SIFI, mediante colegios supervisores, grupos de gestión de crisis y la creación de nuevos grupos regionales de supervisores, bancos centrales y tesoros.

**FUENTE: Financial Stability Board (FSB).**

no se ajusta a reglas prefijadas. Estas reflexiones se iniciaron en el ámbito de la política monetaria (Kydland y Prescott, 1977) y se centraban en si era posible la opción de discrecionalidad plena en un contexto de expectativas racionales. Si pensamos que los responsables de política económica no pueden sorprender a los agentes económicos de manera permanente,

debemos inclinarnos a las reglas prefijadas (si bien, hoy en día y tras la crisis, la discrecionalidad parece ser vista como superior, en especial en el ámbito de la política monetaria).

No obstante, para el análisis de la reforma regulatoria no necesitamos adentrarnos en si las reglas son superiores a la discrecionalidad. Nos basta con recordar que

esos principios, aplicados a la regulación financiera, nos llevan a dos elecciones fundamentales<sup>3</sup>:

— Un regulador puede optar por construir un *corpus* de normas muy detalladas que abarquen cada uno de los rincones de la actividad financiera. Los intermediarios financieros, bajo este régimen, se centran en el cumplimiento de las normas, pues eso les protege (es la técnica regulatoria del *safe harbor*<sup>4</sup>) y los supervisores se limitan a verificar el cumplimiento de esa norma, con lo que su actuación discrecional es muy limitada.

— Otra opción consiste en una regulación marco general y basada en principios más que en normas detalladas. En tal caso, los supervisores poseen un grado importante de discrecionalidad en sus actuaciones (siempre, claro está, respetando esos principios) y los intermediarios centran su esfuerzo en tener unas relaciones fluidas con su supervisor y detectar así de manera temprana cualquier problema con el mismo.

Pues bien, podemos afirmar que la nueva arquitectura regulatoria adolece de una falta de equilibrio en este aspecto: no solo las normas que se aplican sobre los mercados e intermediarios son tremendamente prolijas, sino que además el grado de discrecionalidad del supervisor es enorme. Así, en el ámbito de la solvencia bancaria tenemos las normas de Basilea III, pero el capital de los bancos puede ser fijado por el supervisor mediante el Pilar II de Basilea III (esto es, un aumento discrecional sobre lo establecido en las normas)<sup>5</sup>, mediante medidas macroprudenciales (generales o que afecten a carteras específicas), mediante el resultado de unas pruebas de esfuerzo con supuestos y condiciones cambiantes (incluido el capital mínimo que los bancos deben respetar tras la prueba) o tras el análisis de los planes de

resolución (nos referimos al llamado MREL, la capacidad mínima de absorción de pérdidas a través de instrumentos de capital, híbridos y deuda *bailinable*, recogido en la Directiva de recuperación y resolución o BRRD). Es más, ese capital mínimo acaba siendo fijado por tres autoridades distintas: el supervisor prudencial, el banco central (que fija en las pruebas de esfuerzo los escenarios macroeconómicos y que también es el responsable principal del análisis macroprudencial) y la autoridad de resolución. Solo cabe esperar que estas autoridades se coordinen, pero en la medida en que son distintas precisamente porque sus objetivos no son los mismos, los conflictos de intereses entre autoridades no pueden ser, en absoluto, descartados.

Para las entidades sometidas a supervisión, la situación no puede ser más frustrante, tienen que cumplir unas normas muy detalladas, con un coste en términos de cumplimiento normativo nada despreciable, pero no encuentran un «puerto seguro». La discrecionalidad del supervisor (o, mejor dicho, de los distintos supervisores) elimina cualquier posibilidad de protección plena (no así parcial, claro está, el cumplimiento de la norma protege, pero no plenamente). Por este motivo, la regulación, sus variaciones, y el grado de libertad que otorga a los supervisores es, hoy por hoy, la principal obsesión de los bancos y otros sectores regulados, por delante, me temo, de lo que debería ser su principal interés: el negocio.

En definitiva, el nuevo paradigma regulatorio se aparta de la elección básica entre reglas y discrecionalidad, y opta por ambas, sin que tampoco sea posible calificarlo como una opción intermedia de *constrained discretion*: hoy por hoy tenemos más reglas que antes de la crisis, pero también mucha más discrecionalidad por parte de los supervisores (que, además, aumentan en número).

## La redundancia en el nuevo paradigma

Es bien conocido, en aquellas industrias en las que la seguridad es vital, como la aeronáutica o la de generación de energía nuclear, que una de las maneras de incrementar la seguridad es mediante la instalación

<sup>3</sup> Por supuesto, existen opciones intermedias, como la denominada *constrained discretion*, pero estas no son sino opciones suavizadas de la aplicación de reglas y su análisis aquí no haría sino confundir al lector.

<sup>4</sup> Se define como una provisión en un acuerdo, ley o regulación que protege de responsabilidades o multas en determinadas circunstancias o si determinadas condiciones se cumplen. En el contexto de este artículo, se utiliza en un sentido más general.

<sup>5</sup> Aunque de hecho, el Pilar II se aproxima más a un modelo de *constrained discretion* que a uno de discrecionalidad pura.

de sistemas redundantes. De esa forma, si uno de los sistemas falla, el sistema redundante sigue operando.

Vistas las consecuencias de la Gran Recesión, no se puede discutir que la seguridad en el sistema financiero (o, en jerga más adecuada, el mantenimiento de la estabilidad financiera) resulta tan vital en nuestras sociedades como para las industrias antes mencionadas<sup>6</sup>. Es por ello que el nuevo paradigma regulatorio está plagado de medidas redundantes.

Así, en términos de capital, tenemos en Basilea III el cálculo del capital regulatorio mínimo (los activos ponderados por riesgo o APR) computado, en muchos casos, utilizando modelos internos, pero también se exige una ratio de apalancamiento mínima o, en un futuro próximo, el cómputo de ese capital mínimo utilizando el llamado enfoque estándar (calculando los APR mediante un enfoque supervisor simplificado que no utiliza modelos). También tenemos el cómputo del Pilar II (aumento discrecional del capital a juicio del supervisor) y los colchones de capital anticíclicos que se puedan imponer por consideraciones macroprudenciales. Pero fuera de Basilea III tenemos el capital mínimo que se deriva de las pruebas de esfuerzo y el MREL de la Directiva de resolución. Estamos hablando solo de capital, pero si pensamos en la liquidez, también se produce esa redundancia entre la ratio de liquidez a corto o LCR (que garantiza una liquidez mínima del balance en el corto plazo mediante la exigencia de que los bancos tengan un *stock* de activos líquidos) y el NSFR (que limita el grado de transformación de plazos de los bancos, esto es, el descalce entre activos y pasivos).

Evidentemente, esa redundancia aumenta la estabilidad financiera. Pero todo tiene un coste. No es solo que los múltiples requerimientos de capital y liquidez limiten la rentabilidad del negocio (hoy situado por

debajo del coste del capital), es que dificultan enormemente la planificación del capital en el medio plazo, al ser casi imposible simular cómo evolucionarán los distintos requerimientos a lo largo del tiempo. E incluso en el corto plazo, el negocio se complica sobremanera, pues para cada transacción hay que analizar cuál es el impacto sobre cada uno de los parámetros regulatorios, sin que se pueda descartar que las señales sean contradictorias. Por ejemplo, la adquisición de deuda pública es positiva desde el punto de vista de APR y de liquidez a corto, pero supone un problema desde el punto de vista del apalancamiento o de la liquidez a largo pues, al tratarse de un activo a largo, ha de financiarse en el margen con otro pasivo a largo, más costoso.

La redundancia no se refiere solo a las exigencias regulatorias. También hay, en el nuevo paradigma, una redundancia de autoridades. Tenemos a los supervisores microprudenciales o de solvencia, pero también a los macroprudenciales y a los encargados de la resolución. En general, todos ellos velan por la estabilidad financiera y por minimizar la probabilidad y el impacto de una quiebra bancaria, aunque sus objetivos sean ligeramente distintos<sup>7</sup>. Esa redundancia de supervisores, en la medida en que más ven cuatro ojos que dos, aumentará sin lugar a dudas la estabilidad del sistema, aunque no sin costes. En efecto, para los bancos, la necesidad de atender a las exigencias de supervisores distintos, con poderes fuertemente discrecionales, puede resultar muy costoso en términos de distracción respecto del negocio principal. Y no debemos llamarnos a engaño: cuando hay autoridades distintas en áreas muy solapadas, los conflictos de interés son casi inevitables (existen casi por mandato legal) y no es descartable que los bancos se encuentren en medio de un fuego cruzado entre autoridades, con mensajes y requerimientos contradictorios.

<sup>6</sup> Aunque no cabe duda tampoco que acudir a la redundancia denota inseguridad respecto a los sistemas. Como decía Henry Fonda en la película de Sergio Leone «Once upon a time in the West» «How can you trust a man who wears both a belt and suspenders? The man can't even trust his own pants».

<sup>7</sup> Parece algo olvidado ya, pero de siempre la buena supervisión microprudencial se preocupaba tanto de la estabilidad de las entidades individuales como de la del sistema financiero en su conjunto. El fallo pudo estar en la ejecución, pero no en el concepto.

## El escepticismo sobre la innovación financiera

Hasta la crisis, la innovación financiera era vista por las autoridades como algo positivo. Así, la creación de nuevos instrumentos financieros permitía ofrecer a los potenciales inversores binomios de rentabilidad-riesgo adicionales y completaban los mercados, mejorando su eficiencia. Pensemos en los derivados de crédito (CDS), las *collateralised debt obligations* o CDO, los aseguramientos crediticios de las compañías de seguro *monoliners americanas*, en los *structured investment vehicles*, etc.

El estallido de la crisis cambió esa visión benigna sobre la innovación financiera. En efecto, la falta de comprensión de los riesgos de esos nuevos instrumentos por parte de inversores y autoridades, la concentración en ciertas contrapartidas de los riesgos (como American International Group) y, en suma, el papel que jugaron en la transmisión internacional de los *shocks* obligó a revisar la bondad de estas innovaciones financieras.

En cierta manera, la sobrerreacción fue de tal calibre que incluso se estigmatizaron clases enteras de operaciones solo por los problemas de una subclase concreta. Por ejemplo, las titulaciones fueron condenadas como una práctica indeseable (lo que supuso un tratamiento regulatorio muy oneroso), solo porque cierto tipo de estructuras de titulación, tremendamente opacas y complejas, se habían colapsado durante el estallido de la crisis. Solo ahora, siete años después de la fase más aguda de la crisis, se está intentando mejorar el tratamiento regulatorio de esquemas de titulaciones simples, transparentes y comparables<sup>8</sup>.

Lo mismo ocurre con los derivados no estandarizados (*over the counter* OTC): aunque para derivados estandarizados se incentiva el uso de plataformas bursátiles y electrónicas para la contratación y el uso de las centrales de contrapartida (CCP) en su liquidación,

se comienza a recelar del riesgo sistémico de las CCP, y se reequilibra el tratamiento regulatorio de los derivados *over the counter* (aunque se exige que la información de los mismos se lleve a *trade repositories*).

En cualquier caso, y a pesar de cierta corrección de la sobrerreacción inicial, lo cierto es que la actitud de las autoridades financieras hacia la innovación financiera es mucho más escéptica. Y considerando que el arbitraje regulatorio, más que la búsqueda de instrumentos que completaran los mercados, fue el principal motivo de la misma, ello no es en sí mismo algo negativo, sino, al contrario, algo sano.

## Reducción del tamaño del sector bancario

Como ya se ha comentado, el problema del «*too big to fail*» puesto de manifiesto al inicio de la crisis y la necesidad de utilizar recursos públicos para evitar la quiebra de muchos bancos (aunque los dos principales casos, Lehman Brothers y AIG no encajan en la categoría de bancos), inspiran una parte importante de la reforma. Pero aun cuando no es un objetivo explícito de la reforma, las medidas puestas en marcha llevarán de manera inexorable a un descenso del tamaño del sistema financiero. En otras palabras, un corolario inevitable de la mayor capacidad de absorción de pérdidas que se exige a los bancos va a ser un menor tamaño del balance bancario, tanto individual como agregado<sup>9</sup>.

Este elemento de la reforma, un tanto implícito y desde luego nunca explicitado, se refleja en otros aspectos. Por ejemplo, en Europa se ha puesto en marcha el proyecto de *Capital Markets Union*, que tiene por objeto reducir la dependencia de las empresas no financieras respecto de la financiación bancaria. O, en sentido contrario, aumentar las posibilidades de

<sup>8</sup> Véase «Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations», BCBS, julio de 2015.

<sup>9</sup> Curiosamente, otra consecuencia de la reforma es la presión sobre la rentabilidad, sobre el ROE (*return on equity*), presión que, en una industria con rendimientos crecientes a escala, puede incentivar fusiones entre entidades y, por tanto, una reducción de su número y un aumento del tamaño medio de los bancos.

financiación vía mercados de las empresas no financieras. En definitiva, se quiere un sistema financiero más diversificado, con un menor peso del sector bancario y menos sujeto a daños en caso de crisis.

Tres son las críticas que se pueden hacer a este proceso. En primer lugar, los objetivos no se han explicitado, por lo que no sabemos cuál es el tamaño óptimo del sector bancario que se busca, ni qué peso de los balances bancarios sobre el PIB se considera desestabilizador. Se menciona, con frecuencia, la estructura del sistema financiero de los EE UU (donde el mercado financia un 80 por 100 de la actividad productiva), pero se ignora el peso que dos instituciones tan peculiares como *Fannie Mae* y *Freddie Mac*. En segundo lugar, se ignoran los posibles problemas de transición, esto es, se impulsa una estricta regulación bancaria sin que exista todavía una financiación alternativa clara. En tercer lugar, algunas propuestas adolecen de falta de realismo. Por ejemplo, la financiación de las pymes, sobre todo de las pequeñas empresas en España, difícilmente podrá canalizarse a través de los mercados, y estas continuarán dependiendo del crédito bancario. Por tanto, disponer de un sector bancario capaz de financiarlas seguirá siendo clave. Y por ello la transición al nuevo equilibrio con menos crédito bancario resulta vital.

Cuestión distinta es el aroma a revancha que, a veces, se percibe subyaciendo en algunas de estas propuestas. Tan solo podemos señalar que, en muchos casos (y en España, sin duda) se hace pagar a justos por pecadores: esa presión se aplica a entidades que sobrevivieron la crisis sin ayudas públicas y que han coadyuvado a preservar los flujos de financiación a la economía real en momentos complejos.

### La inspiración macroprudencial

La reforma financiera, el nuevo paradigma, no puede ser entendida sin la relevancia de los elementos macroprudenciales. Esto es, se ha prestado especial atención a las interacciones dentro del sistema

financiero y las existentes entre el ciclo financiero y crediticio, y el ciclo de la economía real. No solo se trata de entender que los riesgos de la suma de las partes (del sistema financiero) pueden ser mayores que el riesgo de cada uno de los componentes (entidades y mercados financieros), sino también de las complejas interrelaciones entre lo financiero y lo real.

Dos son los aspectos concretos en los que esta nueva filosofía macroprudencial<sup>10</sup> se plasma. En primer lugar, se desea tener un sistema financiero que no solo no amplifique el ciclo real, sino que permita suavizar el mismo. Es la idea de «*leaning against the wind*» la que explica la profusión de colchones de capital, de liquidez, la realización de pruebas de esfuerzo, el cambio de la contabilización de las provisiones de la pérdida incurrida a la esperada, etc. En segundo lugar, se presta atención a los riesgos sistémicos, esto es, a entidades financieras o infraestructuras financieras cuyo colapso podría desestabilizar a la economía en su conjunto (y, como corolario, obligar a una intervención pública rescatándolas con dinero del contribuyente).

Estos desarrollos son, en principio, adecuados y suponen una mejora respecto al paradigma prevalente. Pero no debemos minusvalorar las dificultades prácticas asociadas a la ejecución práctica de una política macroprudencial<sup>11</sup>. Por ejemplo, pensemos en la dificultad de identificar burbujas de valoración de activos, o cuándo una sobrevaloración pasa a ser burbuja<sup>12</sup>, o lo improbable que era, *ex-ante*, que un problema en un rincón del sistema financiero americano (el de los préstamos hipotecarios *subprime*) provocara un contagio a todo el sistema financiero internacional.

<sup>10</sup> Si bien la necesidad de políticas macroprudenciales ya era defendida a principios del Siglo XXI por el Banco de Pagos de Basilea y por su responsable, Andrew Crockett (y uno de sus economistas, Claudio Borio), solo tras la crisis se implantó de manera práctica. CROCKETT (2000) y BORIO (2003).

<sup>11</sup> Para una discusión en profundidad, véase ROLDÁN (2014).

<sup>12</sup> Siendo cínico, podríamos decir que la mejor forma para identificar una burbuja es esperar a su estallido.

## Cooperación internacional

Otro de los aspectos críticos de este nuevo paradigma es que exigirá un grado de cooperación internacional notable. Y no es que en esta crisis esa cooperación internacional haya sido criticable: si comparamos la Gran Depresión con la Gran Recesión, no hay duda de la infinita diferencia que ha habido en ambos períodos.

La tendencia por parte de las autoridades públicas hacia el *retrenching*, hacia la priorización de los problemas domésticos, es lógica, e incluso inevitable: al fin y al cabo, los supervisores son en último término responsables frente al Parlamento y al poder judicial nacional de sus acciones. Por ello, aunque se debe y se puede confiar en la cooperación internacional, también se debe ser realista en cuanto a los problemas prácticos para implementarla en momentos de crisis.

Es ahí donde algunas de las propuestas del nuevo paradigma resultan, cuando menos, atrevidas. Pensemos, por ejemplo, en el área de resolución de entidades sistémicas y en el sistema de *Single point of entry* o SPE, que presupone que, en caso de crisis de un banco global sistémico, la autoridad de resolución del país de origen de la entidad coordinará la resolución de la entidad sistémica y, por tanto, liderará al resto de autoridades de resolución del país de destino, del *host*. Pero pensemos lo que esto supone para la autoridad de resolución de destino: se entera, probablemente por la prensa, de los problemas existentes y desconoce la naturaleza del problema; probablemente piensa que la autoridad de origen ha fallado en su labor de vigilancia y control (y, si la entidad es sistémica, no le faltará razón); además, como autoridad local de resolución tiene los medios legales para actuar en su jurisdicción; y, por último, en caso de problemas, su parlamento, jueces, opinión pública, etc., pondrán en la picota a la autoridad local. Se pretende que no actúe unilateralmente, esperando las instrucciones de la autoridad coordinadora. En fin, solo en la próxima crisis sistémica podremos

evaluar si esa cooperación internacional es viable, aunque para entonces puede que ya sea tarde para tener una aproximación más realista.

## Complejidad

De todas las críticas que se pueden hacer al nuevo paradigma regulatorio, la de la complejidad del mismo es probablemente la más relevante. En cierto modo, la complejidad de la regulación pudo tener su origen en la propia complejidad del sistema financiero, de los mercados, productos e intermediarios. Pero, quizás, se ha ido demasiado lejos en el nuevo paradigma regulatorio. En estos momentos, la principal preocupación de los bancos no es la gestión del negocio, tremendamente difícil en un entorno de bajos tipos de interés, sino entender cuál es el impacto de las diferentes piezas regulatorias en su modelo de negocio. Cabe preguntarse si eso es algo positivo.

Y si para las entidades de gran tamaño es un ejercicio arduo, para las de menor tamaño es, simplemente, misión imposible. Atrás quedan los tiempos en los que era posible tener una visión, global y detallada al mismo tiempo, del paradigma regulatorio. Ahora solo los especialistas en alguna de las materias son capaces de interpretar los textos sagrados.

Con todo, el problema no es la complejidad en sí, sino los problemas que de ella se derivan. Así, la complejidad aumenta la probabilidad de que existan efectos indeseados, que la regulación diseñada en un área determinada se combine con otra en otro área para producir un efecto indeseado (las potenciales *unintended consequences* de la regulación serán mayores cuanto más compleja sea la regulación). Además, desde el punto de vista de los gestores bancarios, de los regulados, esa complejidad puede convertir a la regulación en una auténtica caja negra, en la que es imposible reconocer los incentivos en términos de modelo de negocio que impone. Por último, cabe poca duda que una regulación opaca, por compleja, acabe incentivando el arbitraje regulatorio.

#### 4. Una reflexión sobre posibles reformas futuras

##### El sistema financiero en la sombra

El sistema financiero, como cualquier otro segmento de la actividad económica, no es estático y responde a incentivos, entre los que se encuentra la regulación. En otras palabras, la innovación financiera, como ya se ha señalado, tiene en su origen en gran medida al arbitraje de capital. Es por este motivo que los riesgos financieros acaban por localizarse en aquellos sectores con regulaciones menos exigentes.

Dentro de los sectores hacia donde puede derivarse el riesgo financiero, hay que destacar el del sistema bancario en la sombra o *shadow banking*. Aunque la banca en la sombra juega un papel importante en la financiación de la economía real<sup>13</sup>, presenta posibles riesgos. En concreto, cuando se intermedia riesgo de crédito y se financia con pasivos a más corto plazo y de manera apalancada, la actividad de la banca en la sombra presenta los mismos riesgos de inestabilidad de los bancos, pero sin que exista una regulación o supervisión que modere los riesgos (o el acceso a la liquidez de emergencia del banco central).

Además, la crisis nos ha recordado la naturaleza perversa del sistema financiero en la sombra: pensemos, por ejemplo, en American International Group, AIG, una compañía de seguros con una exposición al riesgo de crédito enorme y que fue rescatada para evitar la quiebra del sistema financiero global. Y aunque desde la crisis se han hecho esfuerzos considerables para identificar las tendencias en este sector, así como las señales de peligro<sup>14</sup> que emerjan, lo cierto es que

es insuficiente. Por ejemplo, aunque existe un marco para la identificación de entidades sistémicas no bancarias, lo cierto es que es un marco mucho más impreciso que el aplicado a los bancos y que, hoy por hoy, no permitiría, probablemente, detectar otro caso como el de la compañía americana AIG.

En definitiva, el nuevo paradigma regulatorio, con un régimen durísimo para el sector bancario, incentiva, merced a la innovación financiera y al arbitraje regulatorio, el desplazamiento del riesgo de crédito al sistema bancario en la sombra, y existen dudas de que dicho paradigma sea capaz de controlar estos desarrollos perversos. Tenemos un sector bancario mucho más seguro, pero el resto de sistema financiero potencialmente más inestable.

##### La revolución digital

La entrada de nuevos competidores tecnológicos en el ámbito financiero representará no pocos problemas para un sistema regulador y supervisor como el actual. En pocos sectores de la economía resulta más evidente que en este el desfase temporal que se produce entre un mundo digital en permanente cambio y una regulación que solo se adapta muy lentamente a las nuevas circunstancias.

Frente a ese nuevo mundo digital, con amenazas y riesgos nuevos, la regulación debería adaptarse rápidamente para garantizar a los clientes financieros seguridad, privacidad y protección. En el sector bancario, sometido a una regulación estricta, está garantizado. En nuevos operadores emergentes, no sometidos a la misma supervisión, puede deteriorarse la protección del consumidor.

Otro elemento asociado a la revolución digital es el de la supresión de fronteras, que exige una mejora de la cooperación internacional si queremos garantizar la efectividad de la regulación.

Por último, la naturaleza del negocio digital impacta sobre la arquitectura de la regulación. Por ejemplo, el concepto del deber de conocimiento del cliente (*know*

<sup>13</sup> Por ejemplo, puede financiar a sectores que, por su elevado riesgo, quedan fuera de los canales bancarios tradicionales o financiar a largo plazo proyectos que los bancos, por las nuevas regulaciones, no pueden financiar.

<sup>14</sup> El riesgo de pánicos (si se financian con pasivos a corto), la opacidad y complejidad de sus estructuras, la prociclicidad de sus inversiones (que, si apalancadas, pueden inducir procesos de burbuja y estallido *boom and bust*) o el contagio al resto del sistema financiero.

*your client*), tan relevante para la lucha contra el blanqueo o para normativas de protección del inversor (como MIFID), se difumina cuando pensamos en clientes conectados telemáticamente con las entidades financieras. ¿Están las autoridades preparadas para adaptarse a este nuevo entorno? La respuesta es que, hoy por hoy, no.

### **Simplificación y vuelta a «reglas frente a discrecionalidad»**

Desde el punto de vista de arquitectura del nuevo paradigma, resulta imprescindible que, en el medio plazo, se reduzcan los problemas de complejidad del mismo. En concreto, debemos replantearnos la combinación de reglas y discrecionalidad vigente, que da lugar a enormes costes regulatorios y a incertidumbres en el impacto de la regulación sobre los modelos de negocio. No es sencillo identificar el cómo, el dónde y el cuándo, pero cuanto antes se analicen algunos de estos aspectos, más preparados estaremos (dentro, probablemente, de una década) para comenzar la reforma parcial del edificio regulatorio construido en plena crisis.

## **5. Conclusiones**

La Gran Recesión ha provocado un cambio drástico en el paradigma regulatorio vigente hasta ese momento. Esto es algo natural, y como ya ocurrió en la Gran Depresión, estamos viendo emerger nuevos enfoques e instituciones que permanecerán décadas (como, por ejemplo, las normativas y autoridades de resolución bancarias). Dicho lo cual, el proceso de re-regulación bajo la agitación de la crisis, con múltiples cambios en multitud de legislaciones, sobre todo bancarias, ha dado lugar a un nuevo paradigma que adolece de algunos problemas, en concreto, de complejidad, de una combinación subóptima de reglas y discrecionalidad y de duplicidades.

Ahora bien, este nuevo marco regulatorio que ya define el escenario en el que deberán desenvolverse

las entidades financieras, está aquí para quedarse. Probablemente, los reguladores tenderán a mejorar sus propuestas y hacerlas más eficientes simplificando su aplicación y la supervisión, y, por lo tanto, haciéndolas menos onerosas para el sistema, pero mientras tanto el sistema financiero en su conjunto deberá transformarse para competir bajo unas nuevas reglas de juego.

Las entidades con capacidad para anticipar el impacto de las propuestas planteadas por los reguladores, estarán en capacidad de ofrecer nuevos productos que satisfagan el modelo regulatorio antes que sus competidores; de la misma forma que las entidades que tengan la habilidad y la determinación de optimizar su portafolio de productos y servicios para adaptarlo a este amplio conjunto de reglas, estarán en posición de competir con mayor garantía de éxito. Y, por supuesto, las entidades que adopten un enfoque estratégico sobre las condiciones impuestas por el nuevo marco regulatorio, identificando puntos en común entre los diferentes tipos de regulaciones con el propósito de priorizar y trabajar con más dirección que aquellas otras que, de manera pasiva, esperen instrucciones del regulador, ocuparán un espacio privilegiado en este nuevo entorno operativo.

Muchos de los bancos españoles, y en particular aquellos que forman parte de la Asociación Española de Banca, han comenzado a trabajar en esa dirección con un claro empeño por mitigar el impacto de la regulación sobre sus cuentas de resultados, pero también, para competir con éxito y garantía en un entorno más complejo y restrictivo del que se había ido definiendo antes de la Gran Recesión.

En definitiva, es cierto que la crisis financiera global iniciada en 2008 ha dado paso a un entorno en el que los reguladores y supervisores han querido limitar el espacio operativo de las entidades financieras para prevenir episodios recesivos, un entorno más complejo e incierto que supone un sobrecoste para las entidades financieras. Sin embargo, también es cierto que este nuevo marco define las reglas sobre las que deberán competir los bancos en el futuro, lo que exigirá un proceso de

transformación y competitividad que redundará en beneficio de toda la sociedad. Afortunadamente, la banca española está siendo capaz de anticipar estas tendencias y se encuentra preparada para competir con éxito en este nuevo espacio regulatorio.

### Referencias bibliográficas

[1] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2015). «Criteria for Identifying Simple, Transparent and Comparable Securitizations». *Basel Committee on Banking Supervision*, documento de consulta, julio 2015.

[2] BORIO, C. (2003). «Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?». *Bank for International Settlements*, Working Paper, nº 128.

[3] CROCKETT, A. (2000). «Marrying the Micro and Macro prudential Dimensions of Financial Stability». *Bank for International Settlements*, conferencia dada por A. CROCKETT, General Manager of the Bank for International Settlements and Chairman of the Financial Stability Forum, ante la *Eleventh International Conference of Banking Supervisors*.

[4] FINANCIAL STABILITY BOARD (2013). «A Narrative Progress Report on Financial Reforms». *Financial Stability Board*. Informe a los líderes del G20.

[5] KYDLAND, F. E. y PRESCOTT, E. C. (1977). «Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans». *Journal of Political Economy*, vol. 85, pp. 473-491.

[6] LIAQUAT, A. (2009). *Lords of Finance: the Bankers who Broke the World*, Penguin Press, New York.

[7] ROLDÁN, J. M. (2014). «La política macroprudencial tras la crisis financiera». *Papeles de Economía Española*, nº 140, pp. 157-165.

En el próximo número de  
*Información Comercial Española. Revista de Economía*

# España y las relaciones económicas transatlánticas

<i>Pilar l'Hotellerie-Fallois</i>	Presentación
<i>Pilar L'Hotellerie-Fallois, Ignacio Hernando y Juan Carlos Berganza</i>	Los retos económicos de Estados Unidos
<i>Jimena Llopis Abella y José Juan Ruiz Gómez</i>	Otra vez América Latina.
<i>Rebeca Grynspan</i>	Productividad e integración comercial en América Latina: tendencias y desafíos
<i>Pablo de la Iglesia Aparicio, Javier Tena, Javier Gorriz y Marta García Lorenzo</i>	Los acuerdos comerciales con América del Norte: el TTIP y el CETA
<i>Antoni Esteveordal</i>	El nuevo mapa de acuerdos comerciales en América Latina y el Caribe: la inserción de Europa
<i>Juan María Nin y Luis Torrás</i>	Las relaciones España–Estados Unidos: una mirada de futuro
<i>Carlos Rebató Barredo</i>	Las relaciones bilaterales de España con Latinoamérica: comercio e inversiones
<i>Santiago Fernández de Lis y Antonio Cortina</i>	El modelo de negocio de los bancos Españoles en América Latina
<i>Germán Ríos Méndez</i>	Asentando las posiciones de inversión en Latinoamérica: oportunidades de futuro

Últimos números publicados:

*Globalización y desarrollo*

*Empleo juvenil*

*La financiación del desarrollo. Una perspectiva comparada*

Números en preparación

*España y las relaciones económicas transatlánticas*

*Transformaciones en los mercados energéticos*

*Tamaño de la empresa e internacionalización*

*Fiscalidad internacional: comercio e inversión*

