

Resumen

Aunque la estabilidad financiera como concepto de política pública precede a la crisis financiera, es tras la misma cuando se producen los mayores esfuerzos, nacionales y supranacionales, para hacerla operativa. Así, se crean o reforman organismos como el FSB, el ESRB, el FSOC, etc. Aun así, existen enormes dificultades teóricas y prácticas para poner en marcha, de manera efectiva y preventiva, estas políticas. Solo años de esfuerzo pueden, pues, ayudar a que limiten los costes de la próxima crisis financiera global.

Palabras clave: estabilidad financiera, crisis financiera, supervisión macroprudencial.

Abstract

Although financial stability as a concept of public policy precedes the financial crisis, it is in its aftermath that significant national and supranational efforts have been made to make it operational. Thus, agencies such as the FSB, the ESRB, the FSOC, etc. have been created or reformed. Even so, there are enormous theoretical and practical difficulties to implement these policies in an effective and preventive manner. Only years of effort may, therefore, help limit the costs of the next global financial crisis.

Key words: financial stability, financial crisis, macroprudential supervision.

JEL classification: G01, G18.

LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL TRAS LA CRISIS FINANCIERA

José María ROLDÁN

Presidente AEB

I. INTRODUCCIÓN

LA crisis financiera de 2007 pertenece ya al tipo de eventos que se producen una vez cada cien años (*one in a hundred years event*). En efecto, desde 1929 el mundo o, siendo más preciso, esa parte del mundo que denominamos Occidente, no había vivido una situación tan compleja y difícil como la vivida estos últimos años. Por su intensidad, por su rápida transmisión internacional y, sobre todo, por las consecuencias económicas sociales, e incluso políticas, la crisis del 2007 marcará un antes y un después, tanto en la configuración del sistema financiero como en su supervisión y regulación. Jochen Sanio, expresidente del organismo de supervisión alemán, BAFIN, durante la crisis, resumió de la siguiente manera la situación vivida:

The suddenness and violence of the monster storm that roiled the financial markets and wreaked terrible havoc on the international financial system was almost beyond belief for those who had to fight it. The uncontrollable forces put the entire financial world at risk, sweeping away the false sense of security that market participants and regulators alike had developed over the last few decades. Those who have seen the sky falling –and I count myself among them– are willing to believe now that just about anything terrible can happen in financial markets.

To live under the paradigm of apocalypse is an unhealthy state of affairs, one that is surely intolerable. What we need now is something that we have come to call

regime change – the fundamental overhaul of a system that has been dangerously destabilised (1).

Enmarcado en el nuevo paradigma en materia de regulación y supervisión se encuentra la puesta en marcha de la supervisión macroprudencial, entendida esta como un triplete que incluye elementos analíticos, instrumentos específicos y estructuras institucionales para la toma de decisiones. Utilizando la definición del European Systemic Risk Board (ESRB), la supervisión o política macroprudencial tiene como objetivo último

to contribute to the safeguard of the stability of the financial system as a whole, including by strengthening the resilience of the financial system and decreasing the build up of systemic risks, thereby ensuring a sustainable contribution of the financial sector to economic growth (2).

En efecto, la crisis puso de manifiesto la necesidad de enfoques que fueran más allá de la situación de rentabilidad y solvencia de entidades individuales, y la necesidad de un análisis que desentrañara las interconexiones entre las entidades bancarias, entre estas y el sistema financiero, y entre este y la economía real. Podríamos decir que la crisis puso de manifiesto que los árboles de la supervisión microprudencial no dejaban ver el bosque de la estabilidad financiera. En efecto, y por concretar, un análisis individualizado de los Money Market Funds en Estados Unidos no generaba ninguna preocupa-

ción, pero si se hubieran analizado con cuidado sus interconexiones, por ejemplo, con cierta banca europea, se hubiera podido identificar un potente mecanismo de transmisión de posibles problemas en un segmento concreto del mercado financiero americano hacia el sistema financiero europeo.

Curiosamente, los conceptos tanto de políticas macroprudenciales como de estabilidad financiera son anteriores a la crisis financiera. En efecto, el liderazgo del BIS y de su *Managing Director*, Andrew Crockett, y su canalización a través de los trabajos pioneros de Claudio Borio (3), ya habían dado un apoyo intelectual considerable al concepto. En términos analíticos, también en los años anteriores a la crisis se pusieron en marcha un buen número de informes de estabilidad financiera por parte de distintos organismos supranacionales y bancos centrales, que dieron una apoyatura analítica al concepto de estabilidad financiera (4). Por último, desde el punto de vista de las medidas, las provisiones dinámicas españolas, implantadas en el año 2000, fueron un primer intento de poner en práctica medidas de carácter macroprudencial (5).

No obstante estos progresos parciales, es obvio que la crisis puso de manifiesto otros problemas que afectaban a ese marco macroprudencial. En primer lugar, el nuevo marco presentaba carencias analíticas claras (por ejemplo, en el campo de derivados OTC). En segundo lugar, no había una identificación clara de los instrumentos disponibles para ejecutar esa política macroprudencial (con la excepción, quizá, de la provisión dinámica española). En tercer lugar, no se disponía de un marco completo, de un modelo general que integrara el sistema financiero con la econo-

mía real (carencia que, a día de hoy, está sin resolver). Por último, la ausencia de autoridades responsables y obligadas a rendir cuentas (*accountable*) introducía una falta de conexión entre el diagnóstico macroprudencial o de estabilidad financiera y la toma de medidas coherentes con ese diagnóstico. En suma, y como resultado de las carencias señaladas, esos avances en el análisis y la política macroprudencial no impidieron ni el estallido de la crisis ni su rápida propagación por los distintos sistemas financieros del mundo occidental.

En cualquier caso, ese relativo fracaso de las políticas macroprudenciales no llevó a un abandono de las mismas. Muy al contrario, una parte muy importante de la reforma financiera global tiene por objeto profundizar en la operativa práctica de las mismas, en el reforzamiento de sus bases institucionales, analíticas y ejecutorias (esto es, de establecimiento de medidas macroprudenciales específicas).

Este artículo revisará brevemente en la sección II las principales novedades institucionales en torno a la cuestión de la estabilidad financiera, así como la estructura de las autoridades macroprudenciales (6). En la sección III se analizarán algunos malentendidos, problemas y contradicciones de la política macroprudencial para, en la sección IV, concluir, inevitablemente de manera especulativa, acerca de las posibilidades y evolución futuras de estas políticas macroprudenciales.

II. LAS NUEVAS INSTITUCIONES MACROPRUDENCIALES

Una de las lecciones que se extraen de la crisis es que los principales analistas financieros,

entendidos estos en sentido amplio, incluyendo a bancos centrales y autoridades financieras, no detectaron los signos de la burbuja. Sin embargo, una lectura de los diversos informes publicados en los años anteriores a la crisis refleja preocupaciones en algunos de los aspectos que luego la crisis puso de manifiesto (7). Más que un error general en el diagnóstico, lo que ha quedado claro con la crisis es que las advertencias lanzadas desde las publicaciones oficiales (un tipo de *moral suasion*, al fin y al cabo) son insuficientes para parar las dinámicas procíclicas en las fases alcistas del ciclo. Hay que completar, pues, la *moral suasion* con medidas coercitivas sobre el sistema financiero.

Pero para poder dar ese paso, esto es, tomar medidas de restricción de las actividades financieras en función no de la situación de una entidad concreta, sino de la del sistema financiero en su conjunto, se necesitaba un entramado institucional distinto, pues ni la regulación microprudencial ni los organismos de supervisión de la solvencia de entidades financieras concretas tenían los mecanismos legales e institucionales necesarios para poder tomar estas medidas. El primer paso, pues, era institucionalizar la política macroprudencial, esto es, complementar el análisis de estabilidad financiera con acciones macroprudenciales. Esa institucionalización solo era posible incorporando un amplio elenco de autoridades públicas: bancos centrales (en cuyos mandatos solía haber una referencia al mantenimiento de la estabilidad financiera que, por genérica, resultaba insuficiente), supervisores de solvencia y de mercado, de los sectores financieros de banca, valores y seguros y ministerios de finanzas.

1. El Financial Stability Board (FSB)

El FSB, un organismo internacional con estatuto propio pero con sede en el Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS), se ha constituido como la autoridad macroprudencial global. Con una composición que incluye a representantes nacionales de ministerios de finanzas, bancos centrales, y organismos supervisores de los países del G-20, comités y organizaciones de fijación de estándares financieros y contables (IOSCO, IAIS, Comité de Basilea, Committee on the Global Financial System, Committee on Payments and Settlement Systems e IASB), y organismos multilaterales (FMI, Banco Mundial, BIS, Comisión Europea, Banco Central Europeo y OCDE), es el impulsor y coordinador de la reforma financiera puesta en marcha tras la crisis. Además, su esquema de gobernanza incluye, de modo crítico para su efectividad, la coordinación con las sucesivas cumbres de los países del G-20. Esta coordinación con la esfera política a un nivel no solo elevado sino, sobre todo, operativo, asegura la aplicación global y consistente de las reformas acordadas: sería incoherente que el G-20 impulsara reformas que luego no se culminaran en cada una de sus jurisdicciones.

Las actividades del FSB son las que se esperan de una institución cuyo principal objeto es mantener la estabilidad financiera global: identificar vulnerabilidades que afecten al sistema financiero global, así como revisar de manera continuada las medidas regulatorias y supervisoras necesarias para eliminar dichas vulnerabilidades; promover la coordinación y el intercambio de información entre las autoridades encargadas de garantizar la estabilidad finan-

ciera; realizar un seguimiento de los desarrollos en los mercados financieros y valorar su repercusión sobre las políticas regulatorias; asesorar en materia de mejores prácticas regulatorias y velar por su cumplimiento; revisar la estrategia de los organismos promulgadores de estándares (Comité de Basilea, etc.) y promover la coordinación entre ellos; apoyar el establecimiento de colegios supervisores de las entidades financieras supranacionales, y, por último, apoyar el establecimiento de planes de contingencia para crisis financieras supranacionales.

A pesar de su creación en 2009, lo cierto es que es heredero de las actividades del FSF, el Financial Stability Forum, creado ya en 1999 por el G-7 y que tenía por objeto mejorar la cooperación entre los distintos organismos y comités, de forma que se promoviera la estabilidad financiera global. O, dicho con otras palabras, un sistema financiero global e interconectado requería a su vez una gobernanza y coordinación también global. Sin embargo, cometeríamos un gran error si no se valorara adecuadamente la importancia de los cambios introducidos en 2009: las sutilezas de una lengua foránea pueden hacer pensar que *Forum* y *Board* significan algo muy similar, pero la traducción al castellano (foro, consejo) ya nos indica la relevancia del cambio.

Los cambios pueden ser resumidos en torno a dos elementos: membresía y gobernanza institucional. En el primer aspecto, la creación del G-20, reflejo de la creciente pujanza de los ya mal llamados países emergentes, obligaba a expandir el FSF más allá de los miembros originales del G-20, lo que permitió a España convertirse en miembro del FSB (8). En el segundo aspecto,

se necesitaba potenciar la arquitectura del FSF, de manera que tuviera mayor legitimidad política (mediante su conexión con las cumbres del G-20) así como capacidad de coordinar de manera más efectiva a los distintos miembros. Este segundo aspecto, el del refuerzo institucional de las autoridades macroprudenciales, es una tendencia generalizada tanto a nivel supranacional como regional y nacional.

El FSB posee varias subestructuras para efectuar su trabajo: el Plenario, el Steering Committee, varios Standing Committees (implementación de estándares, vulnerabilidades, cooperación supervisora y regulatoria, y presupuesto y recursos), y seis grupos consultivos regionales (ampliando *de facto* la membresía más allá del G-20). En conjunto, una maquinaria institucional con una potencia suficiente como para impulsar la reforma regulatoria global desde todos sus frentes (9). Sin embargo, su secretariado se caracteriza por su reducido tamaño, por lo que en términos de ratio de eficiencia se sitúa, sin lugar a dudas, como el organismo multilateral más *cost-effective* del panorama internacional.

2. El ESRB

En el ámbito de la Unión Europea, y junto con la puesta en marcha de las autoridades europeas de supervisión de banca, valores y seguros (EBA, ESMA y EIOPA), se creó el European Systemic Risk Board (ESRB). El ESRB nace como un comité próximo al BCE (está presidido por el Presidente del BCE), su secretariado, si bien autónomo del resto del BCE, se radica en el mismo y sus reuniones se celebran en Frankfurt, en el edificio del BCE. Su composición difiere de la del

FSB, pues si bien están presentes tanto los bancos centrales de la UE como los supervisores microprudenciales de banca, valores y seguros (tanto las autoridades nacionales como las europeas, EBA, ESMA y EIOPA), los Tesoros de los miembros de la UE están ausentes.

El origen de la creación del ESRB se retrotrae al llamado Informe Larouiessiere, que revisó el *statu quo* de la cooperación supervisora en la UE puesta en marcha tras el Informe Lamfalussy y que recomendó dar un paso más en la institucionalización de esa cooperación y transformar los comités CEBS, CESR y CEIOPS (de los sectores de Banca, Valores y Seguros) en las autoridades EBA, ESMA, y EIOPA. En materia de estabilidad financiera, el Informe Larouiessiere identificó carencias no solo en la coordinación de las políticas macroprudenciales entre las distintas autoridades nacionales sino también en las propias autoridades nacionales. De hecho, una de las principales actuaciones del ESRB ha sido la de impulsar que en todos los países exista una única autoridad responsable del mantenimiento de la estabilidad financiera nacional, con un mandato definido y también unos poderes concretos.

El ESRB está encargado de la vigilancia macroprudencial del sistema financiero de la UE, para prevenir riesgos sistémicos y evitar así tensiones financieras generalizadas. Para la consecución de este objetivo, puede llevar a cabo las siguientes funciones: recolectar y analizar toda la información que necesite; emitir advertencias sobre posibles riesgos sistémicos, advertencias que pueden ser públicas si así se decide; en presencia de una situación de emergencia, podrá realizar una advertencia confidencial al Con-

sejo de la UE para que este coordine con las agencias supervisoras una posible respuesta; realizar un seguimiento de las advertencias y recomendaciones; cooperar estrechamente con las nuevas agencias supervisoras (EBA, ESMA y EIOPA) y coordinar su actuación con el FMI y el FSB.

Al igual que ocurre en otras instituciones de la UE, uno de los problemas del ESRB es el tamaño del mismo: ronda la centena de miembros. Por ello, la constitución de ciertos subgrupos, más reducidos y por tanto más operativos, es en este caso imprescindible. Aun así, el órgano decisorio último es el plenario, en el que solo tienen voto los gobernadores y los representantes de las agencias europeas de supervisión. Además, el ESRB no posee una capacidad ejecutiva plena, sino que su capacidad de acción se basa en que los países deben o bien aplicar las recomendaciones aprobadas o bien explicar por qué no lo hacen (*comply or explain*).

Tres son los subgrupos del ESRB: el llamado Steering Committee, el Advisory Technical Committee o ATC y el Advisory Scientific Committee o ASC (este compuesto por académicos de reconocido prestigio). Es el trabajo preparatorio de estos comités el que permite al ESRB tener cierta capacidad operativa y decisoria a pesar de su gran tamaño.

Por último, y en relación con el ESRB, la creación en el contexto de la eurozona del Mecanismo Único de Supervisión para los bancos tendrá un impacto sobre su gobernanza y papel. Sin embargo, a día de hoy no se conocen las posibles direcciones de reforma. Además, el engarce de las autoridades macroprudenciales nacionales con el ESRB está también pendiente de concre-

ción, sin que, de nuevo, exista una línea de actuación clara (por ejemplo, en Francia y Alemania la autoridad macroprudencial está presidida por los ministerios de Finanzas, que no están representados en el ESRB).

3. EL FSOC

En Estados Unidos se ha puesto en marcha una nueva autoridad macroprudencial, el Financial Stability Oversight Council (FSOC), que está presidido por el Secretario del Tesoro y que tiene como miembros institucionales a la Reserva Federal, a la CFTC (Commodities and Future Commission), a la FDIC, a la Federal Housing Finance Agency, a la National Credit Union Administration, a la OCC (Office of the Comptroller of the Currency), a la SEC (Stock Exchange Commission) y al Consumer Financial Protection Bureau (junto con otros observadores como el Director de la Office of Financial Research, el Director de la Federal Insurance Office y a dos comisionados estatales, de banca y seguros). El secretariado del FSOC reside en la Office of Financial Research (creada recientemente dentro del Departamento del Tesoro para dar cumplimiento al mandato contenido en la ley Dodd-Frank), por lo que, en el caso de Estados Unidos, el secretariado de la autoridad macroprudencial no está ligado al banco central, como ocurre en la UE.

Las funciones del FSOC se definen de manera más amplia: responder a las situaciones que pongan en peligro la estabilidad financiera, mediante la respuesta coordinada del Tesoro y los distintos organismos supervisores. Para la correcta identificación de riesgos emergentes para la estabilidad financiera, se podrá dirigir

a la Office of Financial Research del Tesoro para indicar directrices de actuación y solicitar tanto datos como análisis.

El FSOC también presenta una estructura de subgrupos: el Comité de Alternos (*Deputies*), el Systemic Risk Committee (de carácter analítico) y varios Standing Functional Committees, dedicados a los distintos aspectos operativos del FSOC (como, por ejemplo, el dedicado a la designación de entidades sistémicas).

III. ALGUNAS DIFICULTADES PRÁCTICAS PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES

Como es evidente, la crisis ha supuesto un fuerte impulso, a nivel global, a la creación de nuevas autoridades con mandatos específicos en el terreno macroprudencial. En general, esas instituciones han intentado aprovechar las sinergias existentes con las autoridades ya establecidas (bancos centrales, supervisores y tesoros) y, aun cuando hay diferencias en cuanto a las instituciones que lideran las nuevas políticas (en unos casos los Tesoros y en otros los bancos centrales), no se han creado entramados institucionales complejos alrededor de estas competencias nuevas.

El objeto de este renovado entramado institucional es, evidentemente, el de dotar a las políticas macroprudenciales de una mayor potencia preventiva, esto es, que podamos no solo prever la siguiente crisis financiera sino, sobre todo, poner en marcha medidas que bien la prevengan por completo, bien limiten su impacto. Si pensamos en la enorme prociclicidad del sistema financiero, y en la recurrencia

de crisis de distinto impacto en los últimos siglos (tan regulares e impredecibles como los terremotos), este objetivo resulta enormemente ambicioso.

¿Tendrá éxito la política macroprudencial a la hora de limitar el impacto de las crisis? Probablemente esta pregunta carece de sentido: es obvio que una falta de visión de los peligros asociados al conjunto del sistema financiero (y no a sus partes de manera aislada) ha contribuido a generar una crisis de una intensidad no vista en un siglo. Las políticas macroprudenciales, por tanto, están aquí para quedarse. Pero no por ello debemos ignorar las dificultades prácticas de su puesta en marcha de manera concreta y operativa y matizar, en cierto modo, las expectativas que puede generar su puesta en marcha.

1. El riesgo de exigir demasiado de las políticas macroprudenciales

Con cierta frecuencia se puede detectar en círculos regulatorios y financieros una visión un tanto naif de la política macroprudencial. Así, parecería que su aplicación podría haber evitado, con toda seguridad, la crisis. Quizá se confunde el diagnóstico *ex post* de las causas de la crisis con las capacidades *ex ante* para identificar las debilidades del sistema financiero. En cualquier caso, existe un riesgo verdadero de sobrecargar las políticas macroprudenciales. A esta cuestión, los riesgos de esperar demasiado de las políticas macroprudenciales, se dedican los siguientes párrafos.

De hecho, ese riesgo es, en cierto modo, inherente a estas políticas. Así, mientras la política monetaria (al menos en el sentido clásico dominante antes de la

crisis) debe encargarse de la estabilidad de precios, o la supervisión y regulación de la solvencia de las entidades financieras, la política macroprudencial tiene como responsabilidad fundamental garantizar la ausencia de crisis en las que el riesgo del conjunto del sistema financiero pone en riesgo a la economía real. Esto es, nada más y nada menos, evitar las crisis sistémicas. Además, para alcanzar este objetivo, en absoluto modesto, tiene a su disposición un corpus analítico todavía, en gran medida, en construcción, así como una serie de medidas de ámbito difuso, de escasa eficacia probada (por la juventud del enfoque) y que pueden entrar en conflicto con otros ámbitos de las políticas económicas o microprudenciales.

Ante este riesgo solo cabe manejar con prudencia la comunicación respecto a estas nuevas políticas, destacar su bisoñez analítica y rebajar las expectativas respecto a sus potenciales logros. Y todo ello sin desdeñar lo relevante de incorporar la política macroprudencial al aparato analítico y de toma de decisiones existente antes de la crisis: una cosa es ponderar las posibilidades prácticas de estas políticas para frenar la frecuencia e intensidad de las crisis y otra muy distinta no reconocer que la intensidad de la crisis actual podría haberse limitado si hubiéramos dispuesto de políticas y autoridades macroprudenciales efectivas durante los años de expansión económica previos a la crisis.

Otro riesgo de sobrecarga de las políticas macroprudenciales, este más coyuntural, deriva de la especial coyuntura de la política monetaria en las postrimerías de la gran recesión que estamos viviendo. Así, los bajos niveles de

tipos de interés, que se anuncian vigentes para tiempos prolongados, pueden provocar burbujas en mercados financieros y de *real estate*, quedando la política macroprudencial como el único elemento que puede compensar esos riesgos.

2. Los costes en términos de eficiencia de la política macroprudencial

A diferencia de la regulación y supervisión microprudenciales (esto es, dirigidas a entidades financieras individuales), la política macroprudencial no puede adaptarse a las características de cada uno de los componentes del sistema financiero. Dicho de otro modo, las medidas macroprudenciales se aplican a todos los componentes del sistema, a aquellos que pueden representar un peligro tomados individualmente pero también a aquellos que tienen una gestión del riesgo extraordinariamente sólida: si reducimos en LTV de las hipotecas ante una burbuja inmobiliaria, no podemos hacer distinciones, exonerando a los intermediarios financieros más prudentes (y si lo hiciéramos, estaríamos aplicando políticas microprudenciales). En suma, la política macroprudencial supone, por definición, una política de café para todos.

Esto impone un coste de eficiencia tan difícil de medir como ineludible: en la medida en que se imponen restricciones sobre agentes que gestionan prudentemente el riesgo y cuya actividad no pone al sistema en riesgo, existe un coste. Y no se trata de algo teórico. En el caso de las provisiones dinámicas españolas impuestas antes de la crisis, los bancos más prudentes eran muy críticos con la injusticia que suponía ese «café para todos» y seña-

laban, con razón desde su óptica individual, los costes de eficiencia que les suponían. A pesar de ello, la aplicación de la provisión dinámica a todos los bancos por igual es coherente desde el punto de vista macroprudencial: estos costes en términos de eficiencia serían despreciables frente a los costes de una crisis sistémica.

No deja de ser sorprendente que esta característica de las políticas macroprudenciales, la aplicación general de medidas a todas las instituciones, independientemente de su perfil de riesgo, sea tan poco entendida tanto por las entidades supervisadas como por la academia.

3. La tendencia al sobreactivismo de la política macroprudencial

Los problemas de eficiencia derivados de la inevitable política del café para todos que caracteriza a las políticas macroprudenciales no pasaría de ser una anécdota, una intelectualidad sin trascendencia, si no fuera por otra característica ineludible de las políticas macroprudenciales: su inevitable tendencia al activismo.

En efecto, pensemos en un responsable de la política macroprudencial que se enfrenta a una decisión relativa a un potencial riesgo sistémico. Esto es, un problema del sistema financiero lo suficientemente importante como para provocar inestabilidad financiera y daño en la economía real. Evidentemente, la toma de decisiones se realiza en un marco de incertidumbre, por lo que existe una probabilidad de identificar adecuadamente el problema, pero también de que el riesgo de una crisis sistémica no exista en realidad. Realmente se puede actuar cuando no es necesario, y

también no actuar cuando había necesidad de hacerlo (similar al conocido error tipo I y tipo II en la contrastación econométrica de hipótesis). Lo interesante es el coste asociado a ambos errores. En el caso de identificación errónea de una crisis sistémica, el coste deriva de la pérdida de eficiencia resultado de haber impuesto medidas macroprudenciales sobre el sector sin que fuera necesario. En el caso de no haber tomado medidas ante una crisis sistémica, el coste es el daño a la economía real causado por la crisis (y el coste reputacional para la autoridad macroprudencial de no haber reaccionado ante la crisis).

No parece difícil imaginar cuál será la elección del responsable macroprudencial: minimizar el error tipo II, no actuar cuando era necesario, a expensas de no minimizar el error tipo I, actuar cuando no es necesario. En definitiva, la política macroprudencial tiene una tendencia estructural al activismo y, por tanto, a imponer costes de eficiencia sobre el sistema financiero.

¿Es este un problema irresoluble? Quizá sí, pero no cuesta mucho pensar en medidas que minimicen los efectos. Por ejemplo, una práctica que debería imponerse es la de revisar de manera regular las decisiones macroprudenciales adoptadas para comprobar si todavía tiene sentido que permanezcan en vigor. Con ello, los costes de eficiencia podrían ser solo temporales. Aun así, se estaría aceptando un corpus regulatorio inestable.

4. La insoportable levedad de los instrumentos de política macroprudencial

La reciente implantación de las políticas y autoridades macro-

prudenciales ha supuesto un impulso en la clarificación de los instrumentos disponibles para ejecutar la misma. Sin embargo, la práctica totalidad de los instrumentos disponibles, como los *Loan to Value* de los créditos hipotecarios, o la sobrecarga de capital a las entidades sistémicas, son en realidad instrumentos macroprudenciales. La característica macroprudencial surge bien de la calibración más prudente de los instrumentos microprudenciales (pues no se quiere proteger solo a la institución financiera concreta, sino al sistema financiero en su conjunto), bien de la introducción de elementos contracíclicos en los estándares microprudenciales (como en las provisiones dinámicas españolas o en la ratio de capital contracíclico en Basilea III). Esto, inevitablemente, dará lugar a conflictos entre ambos propósitos, pues estamos utilizando un mismo instrumento para garantizar la estabilidad de instituciones financieras individuales y del sistema en su conjunto. De momento, y si vemos la calibración de la norma de solvencia para bancos, o Basilea III, ese conflicto se está resolviendo añadiendo márgenes de seguridad en esas medidas microprudenciales (se calibran muy conservadoramente), de forma que se garantice la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. En este sentido, la medida macroprudencial más relevante tomada desde el estallido de la crisis ha sido, sin duda, la puesta en marcha de Basilea III.

¿Y cuál es el instrumento macroprudencial más potente? Pues tampoco parece ser un instrumento macroprudencial «puro»: son los tipos de interés. En efecto, enfrentados a una burbuja del tipo que sea, la única medida que llega de manera efectiva a todos los focos del fuego y que

cubre todas las posibles grietas es un aumento de los tipos de interés.

En definitiva, parece que la política macroprudencial comienza su andadura huérfana de instrumentos genuinos.

5. La dimensión nacional frente a la supranacional

Aunque la existencia de procesos de generación de burbujas globales no se puede descartar, en especial tras la experiencia de la crisis de 2007, lo cierto es que de cara al futuro es mucho más probable que los procesos de generación de burbujas tengan un carácter más nacional, e incluso sectorial, que global. Si esta hipótesis es cierta, tiene sentido que las autoridades macroprudenciales supranacionales sean complementadas mediante autoridades nacionales, que tendrán ciertas ventajas comparativas a la hora de identificar esos procesos locales de infraestimación de riesgos. En este sentido, la reciente creación del mecanismo único de supervisión en la eurozona reconoce esa complementariedad, y establece un esquema de competencia compartida entre las autoridades nacionales y el BCE en materia macroprudencial.

Adoptando una perspectiva distinta, esa complementariedad queda reforzada, si bien en este caso por la fortaleza de un órgano supranacional a la hora de tomar medidas. En efecto, si bien un organismo macroprudencial nacional puede tener una clara ventaja competitiva a la hora de identificar posibles exuberancias irracionales, una autoridad supranacional, más alejada de la opinión pública y de los intereses socioeconómicos nacionales, puede tener una ventaja competitiva a la hora de imponer medidas que impidan la genera-

ción de burbujas o que permitan su estallido en una fase temprana que minimice riesgos.

6. El elemento contracíclico de la política macroprudencial

La necesidad de una política macroprudencial nace de la constatación de que los agentes económicos no evalúan correctamente los riesgos financieros a lo largo del ciclo económico. Así, los riesgos se infraestiman durante los periodos de bonanza, durante los *booms*, y se sobreestiman durante los periodos de crisis, durante el *bust*. Desde esta perspectiva, la política macroprudencial debe corregir ese sesgo, tanto en los periodos de exuberancia como en las crisis.

La provisión dinámica española (10) responde perfectamente a esa filosofía: acumula recursos en los bancos en épocas de bonanza para permitir que estos los utilicen en los momentos de crisis. Ese perfil contracíclico, tan vilipendiado por los contables pero tan interesante desde un punto de vista de gestión macroeconómica, permite corregir el sesgo de los agentes, en este caso de los bancos, al estimar el riesgo de crédito de sus clientes. Esa compensación no será necesariamente completa: en términos prácticos, cuanto más largo sea el proceso de expansión económica más difícil será que una medida macroprudencial compense la infraestimación de la prima de riesgo.

Pero ese elemento contracíclico, esa dimensión temporal, no se está viendo en la formulación de políticas macroprudenciales. En efecto, asistimos a un notable endurecimiento de las normas aplicables a la banca sin que exis-

tan, con algunas excepciones (el colchón contracíclico en Basilea III o la introducción de amplios calendarios para la implantación de las nuevas medidas), elementos anticíclicos en su aplicación. Por tanto, no se está corrigiendo, ni se quiere corregir, el sesgo hacia una sobreestimación del riesgo que se produce en momentos de crisis. Ese endurecimiento se puede justificar bajo la necesidad de establecer un nuevo nivel de equilibrio para el capital regulatorio tras constatar que el régimen vigente antes y durante la crisis conllevaba niveles de capital inaceptablemente bajos. No obstante, es preocupante que esa puesta en marcha de las políticas macroprudenciales esté ignorando el elemento contracíclico, esto es, exigir más en los periodos de expansión y relajar la exigencia en el estallido de la crisis.

En definitiva, si bien se acepta el papel de las nuevas políticas macroprudenciales a la hora de corregir la infraestimación de riesgos que se produce en los periodos prolongados de crecimiento económico, no se observa una actitud crítica hacia las medidas procíclicas en los periodos de crisis, ni entre los académicos ni entre los responsables de las políticas macroprudenciales.

7. Los problemas analíticos asociados a la política macroprudencial

En un terreno más analítico, incluso académico, uno de los grandes problemas a los que hacer frente para lograr hacer operativas las políticas macroprudenciales es la ausencia de modelos teóricos satisfactorios que integren los distintos componentes del sistema financiero con la economía real. De hecho, y más

allá de los sectores más regulados mediante políticas de requerimientos de solvencia y supervisión prudencial, carecemos de estudios empíricos que concreten las complejas interrelaciones existentes entre los distintos componentes del sistema financiero. Por ejemplo, este conocimiento hubiera sido de vital importancia para entender que un segmento relativamente pequeño del mercado hipotecario americano (el segmento *subprime*) podía provocar una reacción en cadena que llevara a la peor crisis financiera en cien años. Ahora lo sabemos, pero si queremos prevenir situaciones similares necesitamos disponer de esa información *ex ante*.

Un magnífico botón de muestra de esa complejidad lo constituye el *Staff Paper* publicado por la Fed de Nueva York en 2010 (11) (aunque revisado en 2012) acerca del sistema bancario en la sombra (12) (*shadow banking*). En efecto, este estudio contiene un gráfico que resume las interrelaciones entre los distintos elementos del *shadow banking* en Estados Unidos, y el número de agentes e interrelaciones involucrados es tan grande que solo una impresión de un metro por dos nos permitiría poder apreciar los detalles (curiosamente, es un gráfico cuyo mensaje principal está en que no se puede leer nada: así de complejo es ese sistema bancario en la sombra). Si quisiéramos ampliar el mismo e incluir otros elementos claves del sistema financiero internacional, esa complejidad sería aún mayor.

IV. CONCLUSIONES

El objeto del presente artículo no es criticar las políticas macroprudenciales, sino destacar su importancia clave de cara al futuro

si queremos prevenir crisis como la vivida en los últimos años, pero recordando también las dificultades teóricas y prácticas de su puesta en marcha. El tono negativo ha de entenderse, pues, como una crítica constructiva que nos alerte de la necesidad de dedicar más recursos a su puesta en marcha con éxito. Este, al menos, era el propósito del autor que queda sometido, como es habitual, al mejor juicio del lector.

NOTAS

(1) «La rapidez y la violencia de la gigantesca tormenta que enturbió los mercados financieros y que causó terribles estragos en el sistema financiero internacional era casi inconcebible para quienes tenían que luchar contra ella. Las fuerzas incontrolables pusieron a todo el mundo financiero en riesgo, derribando la falsa sensación de seguridad que los participantes en el mercado y los reguladores habían desarrollado a lo largo de las últimas décadas. Aquellos que vieron caer el cielo —y yo me encuentro entre ellos—, ahora están dispuestos a creer que casi cualquier cosa espantosa puede suceder en los mercados financieros. Vivir bajo el paradigma del apocalipsis es un estado de cosas poco saludable, que sin duda es intolerable. Lo que se necesita ahora es lo que se ha denominado un cambio de régimen: la revisión fundamental de un sistema que se ha desestabilizado peligrosamente», SANIO (2010).

(2) «Contribuir a la salvaguardia de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto reforzando incluso la capacidad de resistencia del sistema financiero y disminuyendo la acumulación de riesgos sistémicos, por lo que se garantiza una contribución sostenible del sector financiero al crecimiento económico» (ESRB).

(3) Véase CROCKETT (2001) y BORIO (2013) para una discusión más detallada de los orígenes conceptuales de la regulación macroprudencial.

(4) No deja de ser curioso que el gran promotor del concepto macroprudencial y de la estabilidad financiera, el BIS, nunca haya publicado un informe específico bajo el título de estabilidad financiera.

(5) Un buen número de jurisdicciones emergentes ya venían usando otros instrumentos, como los LTV (*Loan To Values*), de manera activa (por ejemplo, Hong Kong).

(6) En ROLDÁN y SAURINA (2014) se discuten estas cuestiones desde una óptica distinta.

(7) Siendo honestos, esas preocupaciones resultaban, en la mayor parte de los casos,

<p>parciales, en el sentido de que no existió una conexión analítica de todas las áreas de preocupación de las distintas autoridades nacionales y supranacionales: si hubiera existido, se hubiera podido vislumbrar con claridad la brutal tormenta financiera que se aproximaba.</p> <p>(8) Curiosamente, aunque España no era miembro del FSF, siempre hubo un español en sus filas, aunque fuera representando a un organismo internacional: Eudald Canadell, Manuel Conthe y Jaime Caruana, que asistieron representando a IOSCO, Banco Mundial y Comité de Basilea.</p> <p>(9) Para una revisión sucinta de los trabajos del FSB, véase «A Narrative Progress Report on Financial Reforms (report of the FSB to G20 leaders)». En solo nueve páginas ofrece una visión global tanto sobre lo hecho hasta ahora como sobre lo que queda por culminar.</p> <p>(10) Véanse SAURINA (2009) y TRUCHARTE y SAURINA (2013) para una discusión más detallada.</p> <p>(11) POZSAR <i>et al.</i> (2012).</p>	<p>(12) Aunque el término «sombra» puede parecer peyorativo e indicar algo malo, sucio o ilegal, tan solo se refiere a la intermediación del riesgo de crédito junto con transición de plazos (financiación a más corto plazo de ese riesgo crediticio) que ocurre fuera del sistema bancario sometido a regulación prudencial (a Basilea III en estos momentos).</p> <p>BIBLIOGRAFÍA</p> <p>BORIO, C. (2013), «Towards a Macroprudential Framework of Financial Regulation and Supervision». <i>BIS Working Papers</i>, número 128.</p> <p>CROCKETT, A. (2001), «Market Discipline and Financial Stability», <i>Financial Stability Review</i>, June, Bank of England.</p> <p>EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD (ESRB): www.esrb.europa.eu</p> <p>FINANCIAL STABILITY BOARD (2013), «A Narrative Progress Report on Financial Reforms (report of the FSB to G20 leaders)», pu-</p>	<p>blicado el 5 de septiembre. Disponible en: www.financialstabilityboard.org</p> <p>FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL: www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Pages/home.aspx</p> <p>POZSAR, Z.; ADRAIN, T.; ASHCRAFT, A., y BOESKY, H. (2012), «Shadow Banking». Staff Reports, n.º 458, Federal Reserve Bank of New York.</p> <p>ROLDÁN, J.M., y SAURINA, J. (2013), «Regulación Macroprudencial», <i>Información Comercial Española</i>, 874: 91-100, septiembre-octubre 2013.</p> <p>SANIO, J. (2010), «Financial Regulation and Supervision». Audiencia pública en el Parlamento Europeo, organizada por el Special Committee on the Financial, Economic and Social Crisis, 25 de febrero de 2010, Bruselas.</p> <p>SAURINA, J. (2009), «Loan Loss Provisions in Spain. A Working Macroprudential Tool», <i>Revista de Estabilidad Financiera</i>, 17: 10-26.</p> <p>TRUCHARTE, C., y SAURINA, J. (2013), «Spanish Dynamic Provisioning: Main Numerical Features», <i>Revista de Estabilidad Financiera</i>, 25: 10-47.</p>
--	---	--