

El sistema bancario en la sombra y el arbitraje regulatorio: ¿el eterno retorno?

José María Roldán Alegre (*)

(*) José María Roldán Alegre es el presidente de la Asociación Española de Banca.

Resumen

Por «sistema bancario en la sombra» se entiende la intermediación financiera realizada por instituciones no bancarias en la que concurren las siguientes características: riesgo de crédito, apalancamiento (fondos propios escasos y prevalencia de la financiación ajena) y descalce de plazos (financiación de activos a largo plazo con pasivos exigibles a corto plazo). El sistema financiero en la sombra tuvo un papel prominente, e incluso determinante, en la gestación de la crisis financiera global de 2007-2008. El presente artículo repasa, desde una visión crítica, los esfuerzos realizados para controlar los riesgos que emanan de él. La conclusión es que, a pesar de los esfuerzos, nada garantiza que dichos riesgos estén controlados. Las causas de ese fracaso estriban en problemas de arquitectura de la regulación financiera, en medidas asimétricas (la fuerte regulación actual del sector bancario no se ha extendido a la banca en la sombra) y en la transformación inducida por la cuarta revolución industrial.

1 Introducción

Si preguntamos no ya al público en general, sino al lector informado, cuál es la causa de la crisis financiera global, la respuesta casi unánime será que la crisis bancaria o los bancos son los responsables de este deplorable episodio de nuestra historia reciente. Un análisis cuidadoso de los inicios de la crisis, entre verano de 2007 y otoño de 2008, demuestra que las cosas son, sin embargo, más complejas.

Mentalmente, el inicio de la crisis para el autor fue el anuncio de BNP Paribas de la suspensión de un fondo de inversión inmobiliario, al no ser posible calcular los valores de reembolso (la incertidumbre causada por la crisis hipotecaria del *subprime* en Estados Unidos impedía el cálculo del valor de mercado de los activos). Como antiguo consejero de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), reconocí que la decisión era la adecuada: si no se pueden calcular correctamente los valores liquidativos, se corre el riesgo de tratar mejor a los inversores que salen del fondo respecto a los que se quedan. Con posterioridad, y aunque hubo alguna quiebra bancaria sonora, como la de Washington Mutual, la fase más aguda de la crisis la marcaron los colapsos de los vehículos de inversión estructurados (SIV, por sus siglas en inglés) —unas sociedades vehículo (SPV, por sus siglas en inglés) con un fuerte descalce de plazos entre activo y pasivo— y de los *monolines* (compañías de seguros especializadas en asegurar riesgo de crédito), el rescate

público de AIG, una compañía de seguros americana que era el actor principal en el mercado de aseguramiento del riesgo de crédito, las dificultades de los fondos del mercado monetario que corrían el riesgo de *breaking the buck* (presentar valores liquidativos por debajo del nominal) y, sobre todo, la quiebra incontrolada de Lehman Brothers, precedida de la caída de Bearn Sterns (que fue rescatado en último término por JP Morgan por 10 dólares). Aunque con frecuencia se denomina a Lehman «banco de inversión», de banco tenía poco: ni captaba depósitos, ni estaba supervisado por la Reserva Federal ni tenía acceso a la liquidez del banco central. Era lo que en Europa se denomina «sociedad de valores». El término *investment bank* en Estados Unidos se corresponde con el de «sociedad de valores» en Europa.

En suma, la fase más aguda de la crisis está protagonizada por vehículos de inversión, compañías aseguradoras (con modelos de negocio no tradicionales), sociedades de valores y un solo banco. Evidentemente, las interconexiones de liquidez de los bancos con muchos de estos actores (SIV y fondos de inversión) acabó por provocar un contagio enorme, y la crisis pasó a ser una crisis eminentemente bancaria. Pero la presencia de actores no puramente bancarios nos debería hacer reflexionar sobre el papel que estos desempeñaron en la generación de la crisis financiera global.

¿Por qué estas empresas financieras no bancarias entraron a operar en el mercado de riesgo crediticio? Por la combinación de dos elementos presentes en los mercados financieros: la innovación y el arbitraje regulatorio. La innovación, que supone la aparición de instrumentos financieros novedosos en todas sus características, y que puede generar valor añadido (si completa los mercados *à la Arrow-Debreu*), pero que también puede tener unos fines espurios. Y el arbitraje regulatorio, por el que toda norma presenta debilidades que la hacen susceptible de ser evadida, en muchos casos, por agentes financieros que operan fuera del sector regulado y que utilizan la innovación para obtener réditos extraordinarios, al menos en el corto plazo.

La pregunta que este artículo plantea es: ¿de qué sirve una regulación rigurosa, prolija y severa sobre el sector bancario si más de la mitad de la actividad financiera se realiza en áreas que, en gran medida, cuentan con menos vigilancia supervisora y exigencia regulatoria?¹. Esto es, en áreas de actividad financiera en las que las autoridades reconocen que no saben lo que ocurre², ¿qué fragilidades se están generando, y qué nuevas interconexiones entre riesgos y entidades están naciendo, en ese nuevo ecosistema financiero poscrisis?

1 Véase cuadro 1. El peso de la actividad financiera realizada por los bancos sobre el total es menor del 50%.

2 Véase Jenkins (2018).

2 El papel del sistema financiero en la sombra en la gestación de la crisis

Para entender el papel del sistema bancario en la sombra hay que dar un paso atrás y explicar el modelo bancario de «originar para distribuir», predominante en los años previos a la crisis. Siguiendo este modelo, algunos bancos universales empaquetaban riesgo de crédito (activos) generado por ellos (y concebido específicamente para ser empaquetado) en una SPV.

Desde esta SPV se procedía a vender los pasivos, divididos en distintas combinaciones de prelación, rentabilidad y riesgos, y vendidos en mercados financieros, en forma de títulos-valores, a operadores no bancarios. Este modelo, aún presente, aunque con menor intensidad que antes de la crisis, supone combinar la gestión tradicional de riesgo bancario con formas modernas de transferencia de activos y riesgos.

Alrededor de ese modelo bancario de originar para distribuir se fueron configurando nuevos agentes e innovaciones financieras, junto con viejos actores, que pasaron a desempeñar un papel distinto. Así, entre los primeros, debemos citar las llamadas «compañías de seguro *monolines*» (especializadas en la cobertura de riesgo de crédito, un riesgo no gestionado tradicionalmente por el sector asegurador). Entre las innovaciones, las CDO, las CDO *squared* y las CLO, esto es, obligaciones de pago garantizadas por deudas de terceros (inicialmente corporativas, pero a las que luego se sumaron hipotecas y deudas de consumidores), con forma de bonos o de préstamos, divididas en tramos de distinta rentabilidad y riesgo, según su diverso orden de prelación. Los SIV eran similares, pero presentaban la diferencia de que estaban esponsorizados por una entidad bancaria (que proporcionaba además líneas de liquidez) y de que se centraban en la transformación de plazos (los activos eran de más largo plazo que los pasivos), no siendo consolidados en el balance del banco promotor hasta la crisis³. Dentro de los agentes tradicionales que pasaron a desempeñar un nuevo papel en el pujante mercado del riesgo de crédito, debemos destacar algunas compañías de seguros (AIG) que comenzaron a ofrecer cobertura del riesgo de crédito en los mercados de derivados, o las agencias de calificación crediticia, que expandieron su actividad no solo asignando valoraciones a estos nuevos instrumentos, sino también ayudando a su diseño.

En definitiva, la crisis financiera global se suele describir habitual y erróneamente como una crisis fundamentalmente bancaria, por la necesidad de rescatar numerosos bancos de elevado tamaño y complejidad (siendo España la excepción, pues los problemas se centraron en entidades de tamaño medio, la mayoría cajas de ahorros, mientras que

3 En España no se dieron porque el Banco de España aclaró a sus bancos que los SIV debían consolidarse en el balance del banco y, por tanto, los activos de la SPV estaban sometidos a requisitos de capital y provisiones. Con estas condiciones, los SIV no resultaban rentables y los bancos españoles no los desarrollaron.

los grandes bancos internacionales fueron, de hecho, un ancla de estabilidad). Pero lo cierto es que el sistema financiero en la sombra no solo desempeñó un papel fundamental en la génesis de los problemas, sino que, de hecho, fue el detonante de la crisis.

3 La taxonomía del sistema financiero en la sombra

Por «sistema financiero en la sombra», «banca en la sombra» o, utilizando la última terminología del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), «intermediación financiera no bancaria»⁴ nos referimos habitualmente a toda la actividad financiera realizada por aquellos agentes no bancarios —compañías de seguros, *hedge funds*, fondos inmobiliarios, fondos del mercado monetario y vehículos de inversión, entre otros— que realizan operaciones bancarias (que implican apalancamiento, asunción de riesgo de crédito y transformación de plazos, esto es, financiados con pasivos a corto plazo) y que, por tanto, escapa o se realiza al margen de la regulación bancaria. *Per se*, no es dañina, pues cumple con el objetivo de complementar la financiación de la economía productiva realizada por el sector bancario. Sin embargo, cuando su desarrollo es excesivo, como resultado del arbitraje regulatorio, y no puede ser controlado adecuadamente, puede convertirse en una amenaza para la estabilidad financiera global.

En la medida en que la intermediación financiera no bancaria se identifica por descarte, su composición y su tamaño no resultan sencillos de calcular. El FSB, desde 2010, realiza un esfuerzo perseverante de definición y seguimiento, y publica cada año un informe sobre la evolución del sector⁵ y las interconexiones entre segmentos financieros. Evidentemente, la calidad del seguimiento ha mejorado mucho desde sus inicios, a medida que la metodología se ha ido refinando y que un mayor número de países están contribuyendo al ejercicio. No tendría sentido repetir aquí el ejercicio realizado por el FSB, pero sí es conveniente destacar algunos aspectos de su análisis (véanse cuadros 1 y 2).

En primer lugar, los bancos, aunque individualmente son las instituciones con más peso dentro del sistema financiero global, solo representan un 40 % de este. Es más, desde 2011 son el grupo institucional que menos crece en tamaño, por lo que ese 40 % muestra una clara tendencia a la baja. En segundo lugar, cuando observamos lo que el FSB denomina «medida estrecha de la financiación no bancaria» (la que representa mayores riesgos de inestabilidad por ser susceptible de retiradas

4 «Con el informe de 2018, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) deja a un lado el término “banca en la sombra” y adopta el de “intermediación financiera no bancaria” (en adelante NBF) para enfatizar la aproximación prospectiva del trabajo del FSB.»

5 Véase FSB (2019a).

ESQUEMA MACRO DEL SISTEMA FINANCIERO**Datos de diciembre de 2017**

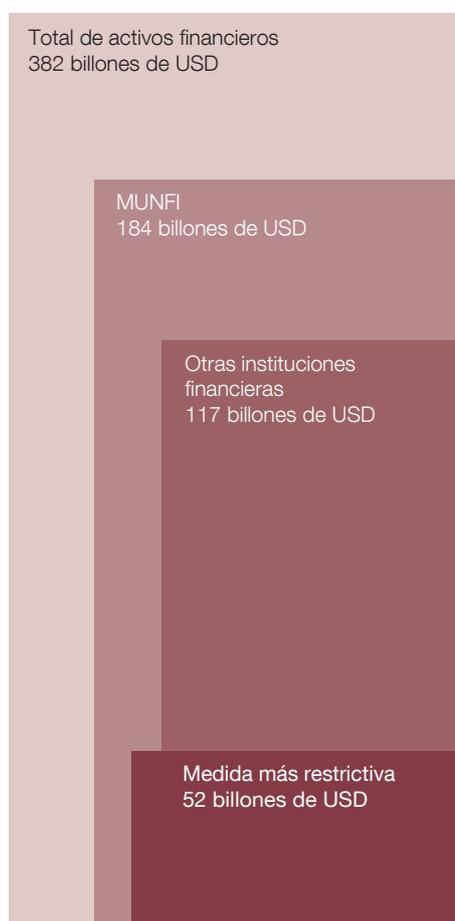
	Activos financieros globales totales	Bancos centrales	Bancos	Instituciones financieras públicas	MUNFI (a)			
					Compañías de seguros	Fondos de pensiones	Otras instituciones financieras	Otros intermediarios financieros
Dimensión (billones de USD)	382,3	30,1	150,8	17,0	32,8	33,7	116,6	1,2
Participación en activos financieros globales (%)	100,0	7,9	39,4	4,5	8,6	8,8	30,5	0,3
Crecimiento medio anual de 2017 (%)	5,3	8,8	2,8	4,9	4,8	6,8	7,6	22,6
Crecimiento de 2011-2016 anualizado (%)	5,9	8,9	3,6	4,2	6,0	6,1	8,9	7,0

FUENTE: FSB (2019a), p. 13.**a** MUNFI es el universo de supervisión de la intermediación financiera no bancaria.

masivas causadas por pánicos, debido al apalancamiento y al descalce de plazos), vemos que supone algo menos del 14 % del sistema financiero global. Aunque un 14 % puede parecer poco, lo cierto es que, en la medida en que se trata de actividad llevada a cabo por cuasibancos fuera del perímetro de la regulación bancaria, supone una fuente de vulnerabilidad nada despreciable. Además, desde 2011 hasta 2017 ha pasado de representar un 61 % del PIB de los países que participan en el ejercicio del FSB a un 75 %. En algunas jurisdicciones, como China, el crecimiento agregado en ese período supera el 40 %. Solo en 2017, su crecimiento, próximo al 9 %, ha duplicado el crecimiento observado en los bancos.

Cuando se examina más de cerca esa intermediación financiera no bancaria (véase cuadro 2), en concreto cuando se utiliza una definición más restrictiva y se desagrega desde el punto de vista de las distintas funciones económicas, se refuerza ese diagnóstico de alarma por su evolución. En primer lugar, el componente más delicado de la intermediación financiera no bancaria, aquel susceptible de pánicos (*runs*), representa más del 70 % del total de la definición más restrictiva. Es más, su crecimiento a ritmos del 9 % en 2017 supone triplicar el ritmo de crecimiento observado en los bancos. Si añadiéramos otros segmentos dependientes de financiación a corto plazo (y, por tanto, susceptibles de sufrir estrangulamientos de refinanciaci3nes en momentos de tensi3n en los mercados), nos acercaríamos a un 90 % del total de esa medida restrictiva.

En definitiva, cada vez se observa más actividad de intermediaci3n financiera no bancaria, que adem3s se concentra en segmentos muy problemáticos, por su

INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA**Datos de diciembre de 2017****1 DEFINICIÓN ESTRECHA
EN PERSPECTIVA****2 DETALLE DE LA DEFINICIÓN ESTRECHA**

Funciones económicas	Tamaño (billones de USD)	Participación total (%)	Variación en 2017-2016 (%)
FE-1			
Vehículos de inversión colectiva con características que los hacen susceptibles de pánicos (<i>runs</i>)	36,7	71,2	9,1
FE-2			
Préstamos dependientes de financiación a corto plazo	3,5	6,7	5,8
FE-3			
Intermediación de mercado dependiente de financiación a corto plazo	4,2	8,2	5,2
FE-4			
Facilitadores de la intermediación crediticia	0,2	0,3	4,4
FE-5			
Intermediación crediticia basada en titulaciones	5,0	9,6	9,1
Sin asignar	2,0	4,0	9,7
TOTAL	51,6	100,0	8,5

FUENTE: FSB (2019a), p. 7.

dependencia de renovaciones de su financiación a corto plazo. Lejos de ser un problema controlado, el arbitraje regulatorio sigue impulsando el crecimiento de este sistema bancario paralelo, verdaderamente desregulado.

Una reflexión adicional es la referida a las interconexiones entre estos sectores, una cuestión clave, porque de ellas se deriva el contagio de unas áreas a otras. Dada la fragilidad intrínseca de los bancos, cualquier dificultad en alguno de los segmentos del sistema bancario en la sombra acabará convirtiéndose en un problema para el sistema bancario regulado, como ocurrió en 2007-2008. Y, como también sucedió entonces, la palabra «banco» prevalecerá en los titulares periodísticos sin distinguir si las entidades causantes del desastre vivían en la sombra o estaban expuestas al sol de justicia de la regulación más rigurosa.

Resulta tremendamente difícil medir esas interconexiones. Tan solo ha habido algunos intentos de carácter estático para describirlas⁶, y la conclusión es que, incluso con una definición puramente estática, las interrelaciones entre los actores de la banca en la sombra y el resto de los sectores son increíblemente complejas. Como anécdota, uno de los gráficos que describe esos enlaces es tan intrincado que solo imprimiéndolo en un papel del tamaño de una mesa de reuniones se puede leer el texto que las describe⁷. En definitiva, estamos muy lejos de entender, medir y controlar las interrelaciones que el sistema bancario en la sombra genera.

Por último, la revolución digital y la emergencia de una industria tecnológico-financiera pujante, que previsiblemente impulsarán la desaparición de fronteras entre países y sectores, no pueden sino acentuar este problema en un futuro. Si hemos visto arbitraje regulatorio en los años anteriores a la crisis de 2007, la emergencia del mundo digital lo acrecentará.

4 La defectuosa arquitectura de la regulación financiera

La regulación financiera ha estado históricamente basada en el tipo de instituciones, no en las actividades que realizan. Esto es, aun cuando la actividad financiera sea de hecho muy similar, la regulación será distinta en función de si quien desarrolla la actividad es un banco, una compañía de seguros o un fondo del mercado monetario. Por supuesto, esta es una descripción del problema demasiado estilizada. Por ejemplo, la captación de depósitos es una actividad reservada a los bancos, a instituciones sometidas a regulación bancaria. Pero la cada vez más brumosa distinción entre los depósitos y otros pasivos de corto plazo ha eliminado en gran medida el valor de protección de esta reserva de actividad. O, en otras palabras, a medida que esa distinción desaparece, habrá más instituciones financieras cuasibancarias (no reguladas como bancos) y, por tanto, susceptibles de generar pánicos bancarios.

El origen de esa distinción regulatoria según la tipología de entidad es obvio. Los bancos, las compañías de seguros y otros instrumentos de inversión colectiva no solo son genuinamente distintos, sino que también venían siendo supervisados y regulados por diferentes autoridades. De hecho, el caso español es un buen ejemplo de ello, con el Banco de España, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y la CNMV regulando y supervisando bancos, compañías de seguros y fondos de inversión, respectivamente.

En el ámbito internacional se produce una especialización similar: el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), centrado en

⁶ Véanse Pozsar (2014) y Pozsar *et al.* (2012).

⁷ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/economists/adrian/1306adri_map.pdf.

bancos, la International Association of Insurance Supervisors (IAIS), en compañías de seguros, y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), en servicios de inversión. No obstante, la emergencia del FSB ha mejorado la coordinación entre estos tres organismos (algo imprescindible para dotar de cierta coherencia a la regulación poscrisis).

Sin embargo, el problema de esta arquitectura es claro. En la medida en que la reforma regulatoria posterior a la crisis ha aumentado los requerimientos de capital de los bancos (los ha multiplicado por tres en conjunto, pero hasta diez veces más para determinadas carteras), también ha incrementado el incentivo al arbitraje regulatorio. De hecho, la ganancia potencial de escapar del perímetro regulatorio se ha multiplicado por el mismo factor al que se ha elevado el capital. Cuanto más dura es la norma, más atractivo resulta escapar de ella: esa es precisamente la naturaleza del arbitraje regulatorio. Hemos hecho a los bancos más seguros: son más solventes y más líquidos, están mejor gestionados desde el punto de vista del riesgo, cuentan con mejores gobiernos corporativos y están más intensamente supervisados. Pero estamos desplazando riesgos a una parte del sistema financiero donde esa mejora en tantos ámbitos no se ha producido. El problema del desplazamiento de actividad desde los bancos hacia el sistema financiero en la sombra no es solo de competencia (dado el trato comparativamente desigual que supone la regulación para los bancos), por lo que resulta fundamental conocer si este sector en la sombra está aumentando los riesgos de la inestabilidad financiera, incluso la probabilidad de que aparezca otra crisis sistémica por la presencia de pseudobancos fuera del perímetro regulatorio.

Otro claro ejemplo de esos fallos de arquitectura regulatoria se ha producido en el ámbito de las instituciones financieras de carácter sistémico (SIFI, por sus siglas en inglés).

Una de las lecciones de la crisis financiera global es que, cuando una institución financiera es demasiado grande y compleja, y está interconectada con otras partes del sistema financiero, la liquidación en caso de problemas no es una opción, y podría ser necesario, para preservar la estabilidad financiera, rescatarla con dinero público. Esto no solo representa una aberración, contraria a la necesaria disciplina de mercado (donde una empresa mal gestionada debe desaparecer para ser sustituida por otra mejor gestionada), sino un uso intolerable del dinero del contribuyente en los malos tiempos⁸. Los ejemplos abundan: desde agencias hipotecarias federales (como Fannie Mae y Freddie Mac), pasando por AIG, hasta múltiples bancos internacionales, entre otros.

En España, esto sucedió con muchas de las cajas de ahorros. Lo relevante es que la tipología de las instituciones rescatadas es muy amplia: no solo tenemos

⁸ Por ello, una de las grandes novedades de la regulación poscrisis es la de la resolución de entidades financieras complejas, esto es, poner en marcha esquemas legales e institucionales que permitan lidiar con la crisis sin el recurso generalizado al dinero público.

sociedades de valores, bancos y compañías de seguros, sino también entidades con estructuras de propiedad y gobiernos corporativos peculiares, como las agencias hipotecarias americanas o las cajas de ahorros españolas.

Con buen criterio, el FSB, en cooperación con el BCBS, la IOSCO y la IAIS⁹, decidió atajar el problema de las SIFI desarrollando una nueva metodología que corrigiera la externalidad provocada por el problema del *too big to fail* (TBTF). La metodología se ha desarrollado, pero la realidad es que solo para el sector bancario se dispone tanto de una lista de los bancos sistémicos globales como de un conjunto de medidas claras y completas que asignan ratios de capital adicionales en función de la sistemicidad de la entidad. El resto de los sectores, con la excepción de las infraestructuras de mercado¹⁰ (incluidas las cámaras de compensación y liquidación, las CCP), no se han sometido al mismo grado de vigilancia, y hoy por hoy no hay ni una metodología clara para identificar a los actores relevantes ni unas contramedidas; ni siquiera una lista de instituciones potencialmente afectadas¹¹. Claramente, los bancos son sometidos a medidas correctoras, pero se ignoran el riesgo sistémico de las compañías de seguros, los gestores de activos o los *hedge funds*. Por ejemplo, tras cuatro años de aplazar la toma de decisiones, el FSB concluyó que las gestoras de activos, que representan la mayor parte de las entidades no bancarias comprendidas en este concepto de banca en la sombra, no eran sistémicas. Se libraron así de una regulación específica y más exigente, aunque algunas de ellas poseen en la actualidad 6,5 billones de dólares (o trillones anglosajones) en activos bajo gestión; casi cinco veces más que su volumen en 2008.

Habrà quien argumente que esta decisión es razonable, pues, si los fondos que gestionan no tienen descalce de plazos e invierten en activos líquidos, no presentan riesgos de corridas o pánicos (*runs*). Dos son los contraargumentos: en primer lugar, como hemos visto, el propio FSB apunta a que la intermediación financiera no bancaria más inestable (susceptible de pánicos) representa el 14 % del total de la intermediación financiera global; en segundo lugar, dado el tamaño alcanzado por estos gestores de activos, es necesario entender las consecuencias que, en tiempos turbulentos, pueden tener las decisiones de unos pocos gestores sobre cómo movilizan los ingentes recursos que gestionan. En cualquier caso, es necesario reconocer que estamos ante una cuestión controvertida sobre la que el autor tiene un posicionamiento muy claro (que no tiene por qué ser compartido).

Si pensamos en los desarrollos ocurridos en los principales mercados financieros, la situación no es mejor, en absoluto. Así, los intentos de la autoridad macroprudencial

9 Véase FSB (2019b).

10 Por ejemplo, en Estados Unidos se consideran SIFI las siguientes infraestructuras de mercado: The Clearing House Payments Company, CLS Bank International, Chicago Mercantile Exchange, The Depository Trust Company, Fixed Income Clearing Corporation, ICE Clear Credit LLC, National Securities Clearing Corporation y The Options Clearing Corporation.

11 Véase FSB (2018).

americana, el Financial Stability Oversight Council (FSOC), de señalar a una compañía de seguros como sistémica fueron contestados por esta, que logró que los tribunales revirtieran la decisión¹².

Con la llegada de la nueva Administración, en Estados Unidos la aplicación de las normas de prevención del problema del TBTF a sectores más allá del bancario ha entrado en una especie de limbo¹³, sin que tampoco se vea en la Unión Europea (UE) un claro interés en este asunto. Resulta, pues, obvio que el incentivo al arbitraje regulatorio está más vivo que nunca, y que corremos el riesgo de controlar el problema del TBTF bancario a costa de desplazar los riesgos a otros sectores con regulaciones más laxas.

5 La revolución digital: ¿está emergiendo una nueva banca en la sombra?

El mundo tecnológico representa otro desafío para el que la regulación tradicional puede no estar preparada: la tecnología borra fronteras, entre sectores y entre países, por lo que las compañías encuentran vías para escapar a los sistemas de control establecidos en el ámbito financiero. Las *fintechs* ya han entrado a participar en el negocio financiero, pero sin estar sometidas a la exigente regulación bancaria. Y las *bigtechs* están empezando también a mostrar interés en formar parte de este mundo financiero en la sombra, siendo ya una realidad patente en Asia. Y, si bien las *fintechs* representan al mismo tiempo una amenaza y una oportunidad de mejorar la provisión de servicios financieros, las *bigtechs*, esto es, las grandes compañías tecnológicas internacionales, bien conocidas por todos, podrían convertirse en la nueva era digital en los principales competidores de las entidades bancarias, no solo merced a las ventajas derivadas de su modelo de negocio, sino por estar sujetas a una regulación menos estricta, con lo que logran una clara ventaja competitiva.

Es cierto que se producen tímidos avances y que las reclamaciones del sector bancario en esta materia van calando lentamente entre los reguladores, que están dando ya algunos pasos para equilibrar el terreno de juego. Así, por ejemplo, en España, el Anteproyecto de Ley de Medidas para la Transformación Digital del Sistema Financiero incluía la aplicación de un *sandbox* (o espacio controlado de pruebas) para que los bancos y otras empresas interesadas pudieran experimentar con nuevos

12 MetLife fue designada por el FSOC como SIFI en diciembre de 2014, pero, tras acudir a un tribunal federal, vio que este revertía la decisión. En enero de 2018, el FSOC y MetLife decidieron no seguir con el litigio y eliminar la designación de esta como SIFI.

13 Véase FSOC, U.S. Department of the Treasury (2019). El proceso de «designación» fue: junio de 2016, GE Capital Global Holdings; septiembre de 2017, AIG, y octubre de 2018, Prudential Financial. En marzo de 2019 se sacaron a consulta cambios en la metodología de designación de SIFI por parte del FSOC que apuntan a criterios más restrictivos (menos intervencionistas).

servicios financieros digitales en un marco regulatorio temporal y controlado más flexible. Igualmente, se percibe una mayor sensibilidad de cara a lograr un trato equitativo en la aplicación de la nueva directiva de pagos, conocida como «PSD2», que supone la apertura de los servicios de pago de los bancos a terceras empresas —los denominados *third party payment service providers* (TPP)— a través de las plataformas que los bancos están obligados a crear para ello. Los nuevos entrantes tendrán así acceso a los datos bancarios de los clientes que lo autoricen.

Por su parte, los bancos reclaman que se les permita a su vez acceder a los datos de los clientes de otro tipo de servicios y sectores para ofrecerles todas las ventajas que pueden extraerse de una economía basada en datos.

Pero estos tímidos avances no compensan los profundos problemas derivados de una regulación financiera global basada en la tipología institucional y no en las actividades concretas que deben ser el objeto real de supervisión. Y, aunque en los apartados anteriores hemos mencionado, sobre todo, los riesgos para la estabilidad financiera del arbitraje regulatorio (arbitraje realizado sobre los requerimientos de capital), lo cierto es que también existen otros riesgos. En concreto, los riesgos asociados al arbitraje de normas de conducta (o de protección del inversor), los riesgos de tipo fiscal o impositivo y los riesgos de arbitraje de las normas de protección de datos. Repasemos brevemente estos tres aspectos.

Comenzando por las normas de conducta, o normas de protección del cliente bancario, estas también están definidas de manera sectorial, si bien en los últimos años hay un claro esfuerzo para que converjan en los sectores de banca, valores y seguros. En esta materia no se observan diferencias sectoriales claras a favor o en contra de un sector ni un desplazamiento de actividades por este motivo. Cuando pensamos en sectores financieros regulados, no se aprecia un problema de *level playing field* relevante.

Pero, cuando pensamos en sectores no regulados, la situación cambia radicalmente. Para estos, las normas de defensa del consumidor que son de aplicación se caracterizan por su relativa indefinición y, claramente, por una supervisión mucho menos intensa que la prevalente en el sector financiero. Y recordemos la regla de oro que dice que una regulación es tan buena como la supervisión que vigila su correcta aplicación. Es decir, de nada sirven unas reglas perfectas de protección del consumidor si nadie se encarga de vigilar su cumplimiento.

Hoy por hoy, las *fintechs* y las *bigtechs* que prestan servicios financieros están en un limbo en lo que respecta a las normas de conducta que les afectan. En general, no les son de aplicación ninguna de las normas sectoriales, pues están fuera del perímetro regulatorio sectorial. Esta anomalía no es algo desconocido para las autoridades públicas, tanto nacionales como supranacionales (Comisión Europea o Fondo Monetario Internacional), pero la visión de que la emergencia de estos nuevos

jugadores puede impulsar la competencia en determinados segmentos (como el de pagos) —y, por tanto, abaratar los costes para el consumidor— pesa más que los problemas de arquitectura relacionados con la protección del consumidor.

El problema para los sectores regulados, para los *incumbents*, es que esa competencia, si se basa en unas reglas de protección del consumidor más laxas, puede llegar a calificarse de desleal. Esto es, como toda regulación tiene un coste, si esa ventaja de precios no se basa en unos menores costes derivados del uso de la tecnología, sino en una levedad de los costes de cumplimiento, es no solo desigual, sino potencialmente dañina, pues, en el momento en que los *challengers* digitales expulsan a los operadores tradicionales y dominan esos mercados, las condiciones de protección se habrán degradado para siempre.

Si pensamos en grandes operadores digitales, en las *bigtechs*, la situación es mucho más compleja, pues la distancia entre su operativa no ya supranacional, sino universal, y ese régimen genérico de protección del consumidor, habitualmente en manos de autoridades locales, es enorme. Unas empresas que, *de facto*, actúan obviando las fronteras tanto nacionales como sectoriales y ponen en jaque toda la vieja arquitectura de protección del consumidor. Se puede pensar que esto es inevitable y que es uno de los resultados indeseados de la revolución digital. Pero lo que no es admisible es que a los operadores existentes, que tienen que adaptarse a este nuevo mundo digital, se les cargue con unas alforjas regulatorias más pesadas que dificulten dicha adaptación.

En cuanto al posible *dumping* fiscal de los nuevos operadores digitales, basta con observar el peso de la recaudación tributaria procedente del sector financiero regulado, frente a la obtenida de estos sectores emergentes, para darse cuenta del problema. Si los mecanismos de transferencia de precios de las multinacionales siempre han supuesto un dolor de cabeza para las autoridades fiscales, los desafíos que representa esta emergencia del nuevo mundo digital son formidables. En este contexto resultan paradójicos el debate en torno a la contribución fiscal de los sectores financieros regulados, perfectamente computable, contrastable y equivalente a la de otros sectores, y el vacío debate en torno a los nuevos operadores digitales. Parece como si se quisiera aumentar la presión sobre esos sectores regulados simplemente porque es posible, y porque el desafío de la fiscalidad digital es tan grande que lleva al bloqueo de quienes tienen que tomar decisiones al respecto.

Cuestión aparte es la referida a la emergencia de criptoactivos o criptodivisas privadas, bien de manera descentralizada (como el bitc oin), bien con el apoyo de *bigtechs* (como la reciente iniciativa de Facebook con libra). Los desafíos que presentan estas propuestas van mucho m as all a del terreno del *shadow banking* y del arbitraje regulatorio, y afectan de lleno a la arquitectura monetaria actual. Ni es el objeto de este artículo ni, francamente, es fácil analizar las implicaciones de este tipo de desarrollos. S  que es necesario destacar, sin embargo, ciertas similitudes

con lo que aquí se analiza, esto es, cómo la revolución digital y la innovación están generando desafíos, que podemos denominar sin ambages como «vitales», no solo para el marco regulatorio actual, sino también para la política monetaria.

6 La banca en la sombra y el ciclo financiero: posibles efectos sobre la prociclicidad

Cuando se compara el comportamiento de Estados Unidos con el de Europa desde 2007-2008, es habitual apuntar la mayor capacidad del primero para superar la crisis y la respuesta más lenta de Europa. El factor principal que explica ese comportamiento diferencial es el mayor peso de la financiación de mercado en Estados Unidos, frente a la mayor dependencia de la financiación bancaria en Europa. En efecto, aunque la disciplina de mercado es tan rápida como cruenta, lo cierto es que el ajuste es pronunciado pero corto. En el caso de una crisis bancaria sistémica, como la vivida en Europa, el proceso es inevitablemente más gradual, pues obliga a evaluar qué entidades presentan daños que se pueden reparar, separándolas de las inviables, y, dentro de estas, se necesita valorar cuál es sistémica (demasiado grande para caer) y cuál puede ser resuelta de manera más expeditiva.

Por este motivo, en la UE se está poniendo en marcha la iniciativa de la Unión de los Mercados de Capitales: una financiación al sector privado menos dependiente del sector bancario no solo diversificaría las fuentes de financiación de la economía productiva, sino que permitiría un ajuste más rápido en caso de crisis y una vuelta más rápida a la normalidad.

Pero resulta evidente que esta visión benevolente tiene un lado oscuro. En concreto, cabe plantearse si precisamente no fue el sistema bancario en la sombra que se desarrolló en Estados Unidos antes de la crisis uno de los elementos clave que provocaron la crisis financiera global. O, como recordaba recientemente el vicepresidente del Banco Central Europeo, Luis de Guindos, solo cuando la financiación de mercado «remains resilient in the face of shocks», esta puede implicar una mejora respecto a la dependencia del sector bancario que en la actualidad tiene la economía europea¹⁴.

Este es, pues, otro aspecto oscuro del sistema financiero en la sombra: según hablamos, mientras los riesgos en el sector bancario son evaluados y reevaluados mediante pruebas de esfuerzo, en esa parte del sistema financiero que no vemos puede estar formándose una tormenta equivalente a la que se montó en los años previos a 2007. El mero hecho de que no lo sepamos, porque el esquema

14 Véase De Guindos (2019).

para el seguimiento macroprudencial de este segmento está todavía en su infancia¹⁵, ya debería ser motivo de profunda preocupación para las autoridades.

En suma, un sector bancario en la sombra descontrolado puede aumentar la prociclicidad del sistema financiero, no disminuirla. De hecho, cabe argumentar que la evidencia de los años previos a la crisis de 2007 apunta a que, al menos en el pasado ciclo financiero, así fue.

7 Conclusión

Parece obvio que no basta con la palanca del sector bancario para controlar todos los riesgos provenientes del sistema financiero. Por ello, antes de seguir hablando de regulación, de más regulación o de mejor regulación, es necesario abordar inmediatamente el problema del *shadow banking*, esto es, incluir en el perímetro regulador a todos los agentes financieros que generen riesgos sistémicos. La regulación debe tratar a todos los agentes en función de los riesgos que representa su actividad, con independencia de que sean bancos, gestores de activos u otro tipo de fondos. A igual actividad e iguales riesgos, igual normativa. Y esto vale también para los nuevos participantes financieros procedentes del mundo digital, en particular para las *bigtechs*, los grandes operadores tecnológicos, que, por su tamaño, pueden generar riesgos sistémicos, además de problemas de colusión que limiten la competencia y la protección del consumidor.

Otro corolario apunta a que hay que evitar que se reproduzcan desarrollos inadecuados en torno al modelo de «originar para distribuir». Ese ha sido, entre otros, uno de los objetivos de la regulación puesta en marcha después de la crisis. Sin embargo, resulta paradójico que la nueva regulación esté introduciendo incentivos al arbitraje regulatorio, esto es, al desplazamiento de actividad desde los bancos hacia el sistema financiero en la sombra, dirigiendo las nuevas normas a entidades (bancos, aseguradoras, etc.) y no a tipo de operaciones (captación de pasivos a corto plazo que financian riesgo de crédito a largo plazo). La cuestión clave es saber si la aparición de pseudobancos fuera del perímetro regulador está incrementando los riesgos de inestabilidad financiera o si pueden aparecer problemas de protección de la clientela de la mano de esos nuevos intermediarios (que no solo aprovechan las ventajas del arbitraje de capital, sino también las de las normas relativas a la protección del cliente financiero).

Con la reforma regulatoria recién terminada y todavía en fase de aplicación, es pronto aún para dar una respuesta, pero resulta contradictorio que estemos

¹⁵ Véase De Guindos (2019).

haciendo bancos mucho más seguros a costa de desplazar riesgos a partes del sistema financiero que ni vemos ni controlamos.

Además, las *bigtechs* presentan un desafío aún mayor por su carácter universal (no nacional), por su enorme capacidad de innovación (que nadie pone en duda), pero también por su talento para obviar las restricciones con las que operan otros sectores (por ejemplo, en materia de protección de datos).

En definitiva, la cuestión del tratamiento regulador y supervisor del sistema bancario en la sombra está muy lejos de haber quedado resuelta. Teniendo en cuenta el papel que este desempeñó en la gestación de la crisis financiera global de 2007-2008, esta vulnerabilidad debería ocupar un lugar destacado en las cavilaciones de los responsables de la estabilidad financiera a escalas global y local.

BIBLIOGRAFÍA

- De Guindos, L. (2019). «Global financial regulation: where next? Pending tasks for regulators and macroprudential policy makers», Londres, London City Week, 21 de mayo de 2019.
- FSB (2018). «Release of IAIS proposed holistic framework for the assessment and mitigation of systemic risk in the insurance sector and implications for the identification of G-SIIs and for G-SII policy measures», <https://www.fsb.org/2018/11/release-of-iais-proposed-holistic-framework-for-the-assessment-and-mitigation-of-systemic-risk-in-the-insurance-sector-and-implications-for-the-identification-of-g-siis-and-for-g-sii-policy-measures/>.
- (2019a). «Global Monitoring Report on Non-Banks Financial Intermediation 2018», <https://www.fsb.org/2019/02/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2018/>.
- (2019b). «Addressing SIFIs», <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/policy-development/addressing-sifis/>.
- FSOC, U.S. Department of the Treasury (2019). <https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Pages/default.aspx>.
- Jenkins, P. (2018). «Policymakers share blame for the shadow banking boom», *Financial Times*, 1 de octubre.
- Pozsar, Z. (2014). «Shadow Banking: The Money View», Office of Financial Research Working Paper, 14.04, julio.
- Pozsar, Z., T. Adrian, A. Ashcraft y H. Boesky (2012). «Shadow Banking», Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n.º 458, revisado en febrero.