

REGULACIÓN FINANCIERA Y CRISIS: AYER, HOY Y MAÑANA

Juan QUINTÁS

Resumen: El tema objeto de mi intervención, “Regulación financiera y crisis: pasado, presente y futuro”, aborda algunas de las cuestiones primordiales en la discusión financiera académica y profesional en los momentos actuales, y lo desarrollaré a lo largo de tres secciones: 1) El cambiante equilibrio entre Mercado e intervención pública. 2) La regulación post-crisis. 3) Evaluación de la situación actual. Las conclusiones señalan que es evidente que este escenario no puede resultar satisfactorio para nadie. Elementales razones de eficiencia económica y política imponen la necesidad de reconfigurar el sistema (y la filosofía) de producción de normas. Las autoridades públicas han de tomar conciencia de la fatiga regulatoria que acusa el sector productivo y adoptar las iniciativas oportunas para reconducir la situación. En primer lugar sería muy conveniente que se propusiesen ambiciosas metas de reducción de los costos de cumplimentación de la regulación que hoy pesa sobre la banca. En segundo lugar, deberían poner al día los mecanismos de producción normativa, tanto incorporando realmente el análisis costo-beneficio, o valoración de impactos, como reforzando la publicidad del proceso, dando mayor transparencia al proceso en sí. Solo así se serviría eficazmente al objetivo último de crear un sistema financiero que dé soporte al crecimiento económico mediante la mejor combinación de estabilidad, impuesta por el estado, y el poder creador de la iniciativa privada, canalizada por los mercados.

Palabras clave: Regulación financiera, crisis financiera

I.- EL CAMBIANTE EQUILIBRIO ENTRE MERCADO E INTERVENCIÓN PÚBLICA.

Pese a lo que se suele argumentar, la poderosa capacidad productiva del capitalismo no está sólo configurada por las fuerzas del libre mercado, sino también por la intervención pública (regulaciones, intervención directa gubernamental, etc.), variando la importancia relativa de cada una de acuerdo con una dinámica pendular. El último medio siglo ilustra bien esta dinámica:

- a) Durante las tres o cuatro décadas que precedieron a la gran crisis de 2008 se produce un notable retroceso del intervencionismo público y la consecuente fortísima expansión de los mercados, como consecuencia de varios hechos entre los que cabe destacar:
 - * La caída del comunismo.
 - * La liberalización y las privatizaciones registradas en las economías de mercado.
 - * La liberalización de los flujos internacionales de capital, trabajo, bienes y servicios.
- b) Por el contrario, a partir de la crisis se inicia un rediseño de la regulación en el ámbito financiero, en el que se desplaza la frontera entre poderes públicos y mercados en perjuicio de éstos últimos.

La crisis financiera marca, pues, la inversión en el movimiento pendular en el ámbito financiero. La explicación de ello es que, aunque en la génesis de la crisis participaron intensamente tanto fallos de la intervención pública como de los mercados, los de aquella tuvieron en la mayoría de los casos el significado de, precisamente, una insuficiencia de la acción pública para embridar el impulso desequilibrador originado en los mercados.

En efecto, los principales fallos públicos fueron la complacencia con un entorno peligrosamente expansivo, con burbujas sobrecogedoras en los mercados inmobiliarios, el descuido en sus

funciones supervisoras de las entidades financieras, la demora en la aplicación de medidas correctoras y, en algunos casos, el erróneo diseño de las mismas.

España es, probablemente, uno de los casos más evidentes de inadecuada actuación pública en todos y cada uno de los tipos de fallos públicos. En efecto:

1. Ni el Gobierno ni el Banco de España actuaron para sofocar la enorme burbuja inmobiliaria española.
2. El Banco de España mostró una sorprendente tolerancia respecto de las malas prácticas de gobierno en las entidades financieras, prácticas que, por ello, se expandieron rápidamente en la prolongada e intensa senda expansiva que dominó el período que precedió al inicio de la crisis. Paralelamente también manifestó una asombrosa negligencia en la apreciación del riesgo de insolvencia (véase la carta de la Asociación de Inspectores del Banco de España al Vicepresidente Solbes, o la reciente intervención del Presidente de aquella Asociación ante la Comisión de Investigación sobre la crisis financiera de España del Congreso de los Diputados).
3. Gobierno y Banco de España toleraron, y en cierto modo animaron, a la emisión de instrumentos híbridos como las participaciones preferentes con destino a los clientes minoristas.
4. En el capítulo de medidas para resolver la crisis se aprecia un extraordinario nivel de opacidad e incoherencia intertemporal, para concluir en una precipitada adopción de una fórmula ya aplicada en su día con muy escaso éxito en Italia.
5. El negligente retraso en la resolución de la crisis –al refugiarse Gobierno y Banco de España en el *wait and see*- elevó enormemente su costo final (fiscal y de todo orden).
6. En el marco anterior se pudo ver a los gobiernos regionales vetando fusiones económicamente razonables y forzando otras intrarregionales para mantener su control político de las entidades, amparados en el silencio cómplice y, en algún caso, voluntariosa colaboración del Banco de España.

Pese a la importancia de los fallos de los poderes públicos en general es obvio que la responsabilidad fue mayor en los agentes privados (“mercado”) pues fueron sus malas prácticas de gobierno corporativo la causa próxima de la crisis., aunque, sin duda, la actuación de los poderes públicos permite considerarlos verdaderos cooperadores necesarios para la gravedad de aquella.

El movimiento intensificador de la regulación a lo largo de la última década se enraíza así en el reconocimiento general de la completa insuficiencia de la normativa entonces existente para erradicar aquellas malas prácticas, así como su incapacidad para controlar la dinámica explosiva exhibida por los mercados, evitando los riesgos sistémicos, cuya existencia se empieza a reconocer paralelamente al debilitamiento del mito de la eficiencia del mercado y a la creciente aceptación del carácter endógeno de las crisis.

2.- LA REGULACIÓN POST-CRISIS

De todo lo anterior se derivó un serio desprestigio de las ideas, hasta entonces dominantes, de la desregulación y la autorregulación de los mercados financieros, con la consiguiente emergencia de propuestas en orden a una nueva regulación financiera que, básicamente, se desarrolló a lo largo de cuatro grandes líneas:

- A) Gestión individual del riesgo y la gobernanza bancaria

- B) La regulación macroprudencial
- C) Los Bancos “sistémicamente importantes”
- D) Los conflictos de interés

A) GESTION INDIVIDUAL DEL RIESGO Y LA GOBERNANZA BANCARIA

Durante 2009 las autoridades (véase las recomendaciones del G-20 de noviembre de 2009) y los expertos en buen gobierno pusieron de relieve el importante papel que en la gestación de la gran crisis han tenido las malas prácticas en el gobierno de la Banca. De entre ellas dos son las más importantes:

1. Una notable falta de sensibilidad respecto del riesgo por parte de muchos consejos de administración bancarios.
2. El control por los directivos de los consejos de administración, conducente a una preferencia por los resultados a corto plazo.

1. FALTA DE SENSIBILIDAD ANTE EL RIESGO

En el origen y desarrollo de la crisis encontramos estrategias bancarias de una aparente falta de sensibilidad respecto del riesgo a medio y largo plazos. Se puede decir que, en muchos casos, los consejeros ignoraban el riesgo al que se enfrentaba la empresa, bien por ausencia de una visión global del riesgo a nivel de grupo (no considerando, por ejemplo, el retorno del riesgo transferido a entidades legalmente independientes –SIV, *conduits* ó *hedge funds*– pero a las que se les había concedido garantías o financiación), o bien por simple incompetencia técnica en materia de riesgos por parte de los consejeros.

Para hacer frente a esta situación se han promovido regulaciones que convirtieron en normas de obligado cumplimiento a reglas de buen gobierno como, por ejemplo, la exigencia de cualificaciones técnicas al menos a buena parte de los consejeros.

2. LA ERRÓNEA PREFERENCIA POR LOS BENEFICIOS A CORTO

Fue un importante factor coadyuvante de la crisis la frecuente opción de los directivos financieros a favor de estrategias que maximizaban los beneficios a corto aún a costa de la asunción de graves riesgos a medio plazo. Tal situación revela una falta de alineamiento entre los intereses de los accionistas y los de los gestores, junto con el dominio de estos últimos sobre los Consejos de Administración. Esto es nuevamente un caso en el que el mal gobierno corporativo contribuyó notablemente a la gestación de la crisis porque, con frecuencia, las estrategias que favorecían los *bonus* de los directivos ponían en peligro la supervivencia de la entidad.

Los directivos prefieren que su retribución esté basada en los resultados contables del ejercicio (“más vale pájaro en mano que ciento volando” ...) y no en los logrados a medio y largo plazo. Pero el que así sea crea riesgos para la empresa, pues sus gestores pueden ignorar proyectos con mayores valores actuales netos del flujo de beneficios esperados a favor de otros que incidan más intensamente en los beneficios del ejercicio, pero que incorporen mayores riesgos para el futuro (en el que ellos pueden haberse marchado ya a otra empresa o haberse jubilado).

El consejo de administración tiene capacidad para seleccionar, sustituir, incentivar y despedir a los directivos, así como para aprobar o impedir la realización de proyectos de inversión relevantes. Así pues, si los consejos de administración (que representan los intereses de los accionistas) no imponen los objetivos societarios (supervivencia, beneficio a largo plazo) a los de los directivos, solo puede ser bien por su ignorancia en materia de riesgos o, peor aun, por el “secuestro” de los Consejos por los directivos, quienes frente a la masa pasiva de accionistas

suelen contar en esta actuación con el apoyo de las posiciones en el Consejo de las grandes gestoras de fondos de inversión y de pensiones, obsesionadas por la obtención de rentabilidades a corto plazo.

En el caso de España, además de encontrar una situación con carácter general análoga a la descrita, se constata un aspecto totalmente original –y ciertamente desafortunado– como es el que una desgraciada regulación de 1985 posibilitó el control de nada menos que la mitad del sistema bancario español (las cajas de ahorros) a los políticos, pese a la crítica permanente y generalizada (nacional e internacionalmente) de tan peligrosa situación. En efecto, una ley de 1985 (la LORCA) facilitó la captura de las cajas de ahorros por los políticos, nutriendo sus órganos de gobierno y control atendiendo más a criterios de afinidad política que a los de competencia, creando así un enorme problema de gobernanza que los poderes públicos no aceptaron resolver hasta el colapso final, contribuyendo con ello a la dureza de este.

Volviendo al caso general, cabe señalar que la regulación postcrisis ha tratado de neutralizar la peligrosa preferencia por los beneficios a corto plazo, imponiendo el devengo de los *bonus* en función de los beneficios a largo plazo, contemplando, además, la existencia de cláusulas de devolución en el caso de mala evolución posterior de los resultados corporativos.

Por otra parte, la regulación postcrisis también aspiró –aunque sin éxito completo– a debilitar la posición de los directivos que se atrincheran frente a los accionistas tras obstáculos estatutarios a las OPAs (Ofertas Públicas de Adquisición) tales como la limitación del derecho al voto, los blindajes de los directivos, la imposición de elección de consejeros de forma escalonada, etcétera.

B) LA REGULACION MACROPRUDENCIAL

Para reducir significativamente la probabilidad de futuras crisis financieras, o al menos suavizar su dimensión, no basta con asegurar el buen gobierno de las instituciones financieras, sino que es preciso también controlar el riesgo sistémico, evitando que los mercados 1) emitan señales erróneas a los gestores (quienes, por tanto, aún en el caso de que actuaran siguiendo buenas prácticas, podrían conducir a sus entidades en direcciones erróneas) o que 2) colapsen, arrastrando a todo el sistema.

Aunque la investigación empírica ya había aportado resultados bastante negativos respecto de la hipótesis de la eficiencia del mercado y su validez también había sido criticada conceptualmente (por Joseph Stiglitz, por ejemplo), no fue hasta la crisis de 2008, con sus eventos en los mercados de capitales, cuando se dispuso de una definitiva refutación de una hipótesis de la que en 1978 Michael Jensen se había atrevido a decir que “no hay otra proposición en Economía que tenga más sólida evidencia empírica”.

Efectivamente, los precios de mercado concernientes a la banca (deuda y equity) previos al *crash* de 2007 no proporcionaron indicación alguna de los riesgos existentes, al tiempo que los precios de las acciones más bien enviaron fuertes señales erróneas a los gestores, reforzando las convicciones de éstos en cuanto a que las estrategias agresivas de crecimiento eran creadoras de valor. En cuanto a los CDS (*credit default swaps*) bancarios, su erróneo mensaje estaba contenido en unos niveles de riesgo claramente infravalorados y en una diferenciación de riesgos demasiado reducida. Durante el período 2002-06 los diferenciales se mantuvieron por debajo de los 100 puntos básicos, reduciéndose progresivamente sus niveles e incluso la diferenciación entre entidades.

Simultáneamente, las presiones de los analistas y las agencias de rating fueron fuertemente procíclicas: Lejos de animar a los Bancos a la constitución de “colchones” de capital en los

buenos tiempos anteriores a 2007, anticipando problemas futuros, su presión se orientó a que redujeran los ratios de capital, que ellos juzgaban situados a niveles ineficientemente elevados. Asimismo, cuando se analizan los rating entonces realizados para las entidades bancarias, se observa una mínima dispersión entre ellas, e incluso una revisión al alza en los meses previos a la crisis.

En resumen, la gran crisis ha evidenciado que, en un mundo global, los mercados tienen dificultades para identificar los factores de riesgo sistémico. Por ello, para que la disciplina de mercado sea un buen garante de la estabilidad financiera, ha de estar acompañada de una adecuada regulación y supervisión.

Paralelamente, la crisis también puso en cuestión la hegemonía académica de los defensores del carácter exógeno de las crisis. En efecto hoy, para muchos economistas (apoyándose en las ideas de ilustres colegas pertenecientes a otra generación, como Keynes, Kindleberger o Minsky), las crisis no son anomalías, sino resultado del funcionamiento normal del sistema. Es decir, son sistémicas o endógenas, en el sentido de que el funcionamiento normal de los mercados financieros inevitablemente crea las condiciones para una eventual crisis.

Pero, sean parte de la esencia o fruto de impactos exógenos sobre un sistema esencialmente estable, lo cierto es que:

- 250 años de capitalismo documentan la persistencia de las crisis.
- Su frecuencia se acelera en los últimos años (ahora es doble que antes de 1914).
- Su costo medio es muy elevado (alrededor del 16% del PIB como media) y en algunos casos pueden alcanzar efectos devastadores.

Esta “normalidad” y “peligrosidad” las convierten en el principal reto de autoridades monetarias, supervisores y reguladores quienes, a través de la regulación postcrisis, pretenden reducir la tendencia del sistema a generar ciclos de expansión y contracción, utilizando para ello la estructura regulatoria haciéndola anti cíclica.

Los requerimientos de capital, junto con ratios globales de liquidez y apalancamiento son los instrumentos centrales del enfoque macroprudencial y constituyen el núcleo fundamental de la reforma porque,

- Los nuevos requerimientos de capital
 - incrementan sustancialmente el capital que los bancos deben mantener. En el período pre crisis muchos bancos operaban con apalancamientos peligrosamente elevados por lo que pequeñas pérdidas podían ponerlos en muy difícil situación, con la consiguiente demanda de apoyo con dinero público. La ratio media de apalancamiento en la banca comercial era en 2007 de 35 a 1 en USA y de 45 a 1 en Europa.
 - suavizan el ciclo, ya que varían las exigencias de capital regulatorio a lo largo del mismo, penalizando el crecimiento excesivo del crédito en la fase ascendente y facilitándolo en la descendente.

Los nuevos requerimientos de liquidez.

Su propósito es evitar los riesgos asociados con la transformación de madurez característica del negocio bancario, riesgos que pueden materializarse incluso en bancos razonablemente bien capitalizados. En efecto, un banco puede ser forzado a vender prematuramente sus activos ilíquidos para pagar a sus acreedores a corto plazo que retiran los fondos cuando llegan los problemas. Las pérdidas asociadas a estas ventas a precios de saldo pueden provocar la quiebra de un gran banco, incluso si estaba bien capitalizado.

- Ratio suplementario de apalancamiento.

A diferencia de los requerimientos de capital que tienen en cuenta como ponderaciones el diferente riesgo de cada tipo de activo, estas ratios suplementarias prescinden de los riesgos. Su razón de ser es el reconocimiento de que aquellos requerimientos de capital son inherentemente imperfectos porque nunca capturarán el verdadero riesgo de cada activo. Así, el objetivo de estas ratios es servir como un respaldo de los requerimientos de capital, a modo de protección frente a errores en su determinación.

C) LOS BANCOS “SISTÉMICAMENTE IMPORTANTES”

Una segunda tarea afrontada por los diseñadores de la regulación post-crisis para reducir los riesgos sistémicos fue la de determinar qué hacer con las grandes instituciones financieras, complejas y altamente conectadas, que son demasiado grandes para quebrar (*too big to fail*) porque arrastrarían a todo el sistema, a los que se denomina “bancos sistémicamente importantes” o, abreviadamente, “bancos sistémicos”

Frente al “lo pequeño es hermoso” de tiempos pasados, a lo largo de las décadas que inmediatamente precedieron a la crisis de 2008, prevaleció el mito del caballo grande “ande o no ande”: supuestas economías de escala y profesionales de talento excelso crearían una oligarquía galáctica frente a otra Banca “pueblerina”. Pero tales galácticos fueron, precisamente, el origen de la gran crisis de 2008 y los primeros en reventar con ella. La gestión, y no el tamaño, se reveló como el factor discriminante en la crisis.

Reducir el riesgo sistémico, para que la eficiencia y la disciplina del mercado puedan hacer su labor, exige tener bajo estrecho control público la salud de las entidades sistémicas (aquellas cuya caída, por su tamaño y/o complejidad, pueden arrastrar a todo el sistema). Por ello, se han desarrollado nuevas regulaciones en varias direcciones:

- **Requerimientos de capital muy superiores** al exigido a los otros bancos **y también** mayor atención al riesgo de **liquidez** de modo que se reduzcan las probabilidades de necesitar asistencia estatal, se minimice el coste de la intervención y se rebajen los incentivos para crecer. La mayor capitalización es una buena forma de internalizar las externalidades negativas –más precisamente, los riesgos- creados por una institución para todo el sistema.
- Establecimiento de **stress testing periódicos y planificación del capital**. Antes de la gran crisis la inmensa mayoría de las entidades financieras eran incapaces de estimar globalmente el riesgo de sufrir grandes pérdidas que pudieran llevarles a la quiebra. La gestión del riesgo tenía lugar al nivel de las líneas de negocio (préstamo hipotecario, crédito comercial, trading, etc.) e incluso muchas de las mayores instituciones habían fracasado en la combinación de éstos riesgos individuales en una medida global del riesgo al nivel conjunto de la entidad. Por ello, el énfasis de la regulación postcrisis en el stress testing y la planificación del capital en los mayores bancos, constituye una de las innovaciones regulatorias más útiles, pese a los indudables errores de aplicación registrados.
- La **“regla de Volcker”**. Una gran parte de la actividad de los bancos sistémicamente importantes se vinculaba a la especulación en los mercados capitales, que es mucho más arriesgada que la actividad minorista (la única que el gobierno tiene que salvaguardar). Por ello, en las nuevas regulaciones se ha tratado de penalizar, y aun prohibir, aquella actividad por cuenta propia. El problema radica en la casi imposibilidad de distinguir con seguridad entre actividad de creadores de mercado (*market-making*), donde las compraventas de títulos por los bancos se realizan para facilitar liquidez a sus clientes, y la actividad

especulativa, cuya finalidad es el logro de un lucro especulativo para el propio banco. Esta dificultad de discriminación entre ambas operatorias provoca un elevadísimo costo de *compliance* y ha llevado a algunos autores a sugerir que sería preferible sustituirla por una tasa fija sobre los *tradings books*.

- **Instrumentos para facilitar el desmantelamiento del Banco y su reorganización.** Existen varios instrumentos de este tipo en las nuevas regulaciones. Entre ellos destaca el establecimiento de la obligación para las entidades de elaborar un Plan de Contingencia, actualizado periódicamente, especificando en este verdadero testamento, o “plan para su funeral”, un conjunto completo de instrucciones sobre como se podría desmantelar rápidamente la Institución si la necesidad surge. Con ello se busca:
 - Fortalecer la posición negociadora de los reguladores con las entidades sistémicas. Durante la crisis de 2008 las autoridades de varios países tuvieron que intervenir desconociendo los problemas que podrían emerger si se dejaba caer a un banco. Los banqueros lo sabían y explotaron este miedo a lo desconocido para presionar a favor de un rescate con dinero público.
 - Forzar a la dirección de los Bancos sistémicos a pensar mucho más cuidadosamente sobre las complejas estructuras financieras que han creado y los distintos ámbitos geográficos y de negocio en los que se han introducido. Y si los banqueros tienen que explicar cada paso necesario (y sus consecuencias) para el cierre de sus subsidiarias en cada uno de los entornos en los que operan, tendrán seguramente un gran incentivo para simplificar sus organizaciones.
 - Poner al descubierto otros problemas legales bajo la forma de obligaciones contractuales que establecen restricciones substanciales a las opciones de los reguladores.

LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

Uno de los orígenes de la gran crisis se enraíza en la existencia de conflictos de interés de tres tipos:

- 1) El **conflicto entre los intereses del banco y los de los clientes**. Este conflicto está en el origen de recomendaciones inapropiadas del banco, tanto respecto de las inversiones de sus clientes (por su riesgo –“preferentes”-, por su complejidad o por la baja rentabilidad), como en relación a su endeudamiento (hipotecas que pueden convertirse en insostenibles para el cliente por estar referenciadas en divisas, por los “suelos” a sus tipos de interés o por el carácter variable de estos). La asimetría de información y de formación banco/cliente facilita el abuso.

La respuesta regulatoria a estos conflictos de interés la da en la Unión Europea con la Mifid, cuya versión III se aplica desde este año 2018. Su objetivo es incrementar la protección del consumidor y la transparencia en los servicios de inversión. En USA el más significativo ejemplo de regulación poscrisis en este campo está recogido en la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, firmada por Obama en 2010.

- 2) Los **conflictos de interés en el seno del Consejo de Administración**, cuya existencia puede favorecer decisiones perjudiciales para los intereses, e incluso para la misma supervivencia, del Banco. Por ejemplo, en el caso de consejeros-clientes, su participación en la fijación de las condiciones de su propia financiación o bien, en el caso de consejeros-ejecutivos, respecto de la elección del sistema de compensación de los directivos, tema del que ya he hablado.

- 3) Buena parte del nefasto papel jugado en las crisis por las **Agencias de Rating** es consecuencia del conflicto de interés creado por el desplazamiento en los años 70 desde el modelo de “pago por el inversor” al de “**pago por el emisor**” que lleva al conflicto entre, por una parte, la búsqueda de lucrativas comisiones y, por otra, el rigor del rating a productos o entidades. Lamentablemente, ninguna reforma seria ha sido desarrollada hasta la fecha para resolver este problema.

3.-EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN ACTUAL

Con toda certeza, la situación actual no es perfecta, pero sí que es mejor que la existente cuando emergió la crisis y por ello bien podría aceptarse que la nueva regulación ha tenido el efecto de reducir la probabilidad de nuevas crisis en el futuro inmediato o, al menos, su virulencia. Sin embargo, sería pecar de ingenuidad si no se reconoce el riesgo de que el alcance de la nueva regulación acabe siendo menor que el que se pretendía.

Ello es así porque, conforme se fueron alejando los momentos de pánico del otoño del 2008 y las economías detuvieron su caída libre, la voluntad de cooperación internacional se fue debilitando, tanto por la diversidad de diagnósticos como de intereses nacionales, y la resistencia de los bancos sistémicamente importantes se hizo cada vez mayor. En particular, la Administración republicana en los USA de Trump ya ha anunciado un repliegue regulatorio.

Los resultados de un reciente estudio acerca de las preocupaciones del sector financiero, recuerdan inquietamente la situación en 2006. En efecto, la sobrerregulación ocupa el primer lugar en la lista, ahora como en 2006, mientras que la gestión del riesgo está actualmente relegada al puesto 11º, peor aún que el 10º en el que la ubicaba el estudio referido a 2006.

En tal contexto es obligado recordar el enorme costo de las crisis financieras y considerar que, si las modificaciones regulatorias son reconducidas a cambios sólo superficiales, se estaría abriendo paso a la perturbadora posibilidad de que una importante crisis nos visite nuevamente en diez o quince años.

Por otra parte, es necesario advertir que, aún en el caso de que no se relajen las nuevas regulaciones, y se culminen satisfactoriamente los procesos de cambio normativo hoy en marcha, el sistema financiero no quedará inmunizado frente a las crisis.

Y esto es así porque, en primer lugar, los viejos caminos aún permitirían la posibilidad de que factores desestabilizadores bien conocidos tuvieran nuevamente la oportunidad de demostrar sus negativos efectos. Así, como meros ejemplos:

- Se ha iniciado la formación de nuevas burbujas (inmobiliarias y de activos financieros) en las regiones en las que la recuperación económica es ya significativa (España, grandes zonas urbanas de USA, etc.).
- El sector financiero menos regulado o, “a la sombra” (Compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones, *hedge funds*,...), como reacción a la mayor severidad regulatoria actual, se está expansionando, y ya sabemos que desde el mismo se contribuyó generosamente a la gestación de la crisis anterior.
- La debilidad de la banca de algunos países europeos (Italia, por ejemplo, con un 17% de sus préstamos en situación problemática) o la debilidad de algún gran banco (como el renqueante gigante alemán Deutsche Bank), en un entorno de bajo crecimiento y tipos ultra bajos podrían desencadenar perturbaciones significativas.

Pero, en segundo término, sin duda el mayor peligro de crisis futura proviene del que podríamos

denominar “error Maginot”: En los años treinta los franceses dedicaron cuantiosos recursos a “blindar” su frontera con Alemania, tratando de garantizar la imposibilidad de una nueva invasión como la que padecieron en la primera guerra mundial. Como es bien sabido en la segunda guerra mundial volvieron a ser invadidos por los alemanes, pero esta vez, para su sorpresa, a través de los Países Bajos. En nuestro contexto, el “error Maginot” hace referencia a la posibilidad de que no sean los viejos responsables de la crisis (las nuevas regulaciones que pretenden controlarlos sería nuestra “línea Maginot”) los que la provoquen de nuevo, sino que sean otros nuevos elementos los que detonen una nueva crisis global. Piénsese, como simple ejemplo ilustrativo, en las posibilidades que ofrece la economía China, con su universo de subvenciones y macro proyectos públicos generadores de un déficit en el entorno del 15% del PIB y un endeudamiento (público y privado) en el 250% del PIB. Además, sus precios inmobiliarios y de activos financieros (acciones y deuda) se han disparado a niveles amenazantes. Si estas burbujas estallasen se hundiría el yuan, creando un grave problema a las economías en desarrollo que exportan a China, porque podrían verse incapaces de servir su deuda (denominada en dólares), dejando a muchos prestamistas de países desarrollados en situación muy delicada.

Pero, más importante aún, recordemos que la historia nos enseña que la innovación financiera va permanentemente por delante de la ley y que los bancos siempre hallan ingeniosos caminos para sortear las regulaciones. Con ello pueden abrir puertas a la irrupción de nuevas crisis.

Ya al final de mi intervención, una advertencia es necesaria. Se trata de distinguir entre “mejor” y “más” regulación. En efecto, a nivel mundial durante los últimos años el entorno normativo ha venido incrementando sus características de prolijidad y severidad punitiva causando una transformación ciertamente significativa en la práctica totalidad de las áreas de actuación y desenvolvimiento de las entidades financieras.

La cantidad y la rapidez con que se suceden los cambios legislativos comienzan a ser abrumadoras, lo que justifica sobradamente el empleo de la expresión fatiga regulatoria.

Sin duda, la gran crisis de 2008 puso una vez más de relieve el gravísimo costo para un país de disponer de una insuficiente regulación. Pero es preciso reconocer igualmente que los costos de la regulación son también muy importantes y que en muchos casos el nivel de regulación es excesivo debido a que el regulador no soporta sino una mínima parte de los costos de la regulación (“regular” es la política pública menos onerosa).

Al no recaer el costo de la regulación sobre las autoridades, se incurre sistemáticamente, a “coste cero”, en sobrerregulación, por un lógico sesgo hacia niveles excesivos de seguridad, llegando a situaciones en las que los beneficios sociales son inferiores a los costos o a otros casos en los que se prescinde de planteamientos que reducirían sensiblemente el costo sin afectar a los beneficios (esto es, que el contenido de la regulación es técnicamente deficiente para alcanzar los objetivos perseguidos). Del mismo modo que se habla de los “fallos del mercado”, también cabe hablar de los “fallos del regulador”. Esto no es difícil de aceptar si pensamos en el modo en el que estas decisiones se toman, en comités y otros órganos representativos; si consideramos la medida en que las burocracias funcionan ineficientemente y, finalmente, si recordamos el modo en el que los gobiernos y supervisores consideran los intereses de los diferentes grupos de interés a la hora de establecer los contenidos de la regulación.

La prolija regulación resultante peca de déficit democrático (porque la inmensa mayoría de ciudadanos y aun de sus representantes en el congreso no tienen ni idea de lo que significan ni de sus probables efectos) e imponen un costo de gestión y de *compliance* considerables (piénsese en la ley Dodd-Frank con sus 2600 páginas). Todo ello hace que el costo soportado por las entidades financieras sea enorme y, lo que es peor, en parte innecesario. Como ejemplo

ilustrativo cabe señalar que alguno de los bancos sistémicamente importantes tiene a más de 10.000 empleados dedicados al cumplimiento normativo.

Es evidente que este escenario no puede resultar satisfactorio para nadie. Elementales razones de eficiencia económica y política imponen la necesidad de reconfigurar el sistema (y la filosofía) de producción de normas. Las autoridades públicas han de tomar conciencia de la fatiga regulatoria que acusa el sector productivo y adoptar las iniciativas oportunas para reconducir la situación.

En primer lugar sería muy conveniente que se propusiesen ambiciosas metas de reducción de los costos de cumplimentación de la regulación que hoy pesa sobre la banca.

En segundo lugar, deberían poner al día los mecanismos de producción normativa, tanto incorporando realmente el análisis costo-beneficio, o valoración de impactos, como reforzando la publicidad del proceso, dando mayor transparencia al proceso en sí, publicando las memorias explicativas de los proyectos, así como las distintas versiones de los textos (desde los primeros momentos de su elaboración). Solo así se serviría eficazmente al objetivo último de crear un sistema financiero que dé soporte al crecimiento económico mediante la mejor combinación de estabilidad, impuesta por el estado, y el poder creador de la iniciativa privada, canalizada por los mercados.