



III. LECCIONES EN MATERIA DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DERIVADAS DE LA CRISIS FINANCIERA: LA SUPERVISIÓN MACROPRUDENCIAL

José María Roldán
Director General de Regulación del Banco de España

RESUMEN

La crisis financiera internacional que se inició hace cuatro años no tiene precedentes por su duración, complejidad y alcance global. En el ámbito de la regulación y supervisión financiera, una de las lecciones de la crisis es que con un sistema financiero tan complejo e integrado como el actual, resulta imprescindible complementar el enfoque microprudencial tradicional -centrado en garantizar la solvencia de las entidades financieras consideradas individualmente-, con una nueva orientación macroprudencial, que tenga en cuenta las complejas interacciones entre instituciones financieras, mercados financieros y economía real.

El objetivo último de este enfoque macroprudencial es contribuir -junto con las políticas microprudenciales y macroeconómicas más tradicionales- a mantener la estabilidad financiera y a evitar que se produzcan nuevas crisis de carácter sistémico en el futuro.

El énfasis en lo macroprudencial tendrá efectos visibles en la regulación y la supervisión. El conjunto de instrumentos utilizados por los «*policy makers*» será más amplio, abierto y cambiante que hasta ahora, porque las medidas correctoras deberán aplicarse solo cuando existan riesgos para la estabilidad financiera. La orientación macroprudencial afectará también a la calibración de los instrumentos prudenciales tradicionales, que en adelante deberá incorporar consideraciones de tipo sistémico.

Además, este nuevo enfoque exigirá un gran esfuerzo a las autoridades, que, ante el formida-

ble reto de supervisar las complejas interacciones en el sistema financiero, deberán dotarse de los recursos técnicos y humanos necesarios para recoger y analizar un volumen de información ingente. El examen de esta evidencia deberá servir para elaborar propuestas concretas que minimicen los riesgos sobre la estabilidad financiera, que posteriormente deberán ponerse en práctica en cooperación con el resto de supervisores. Por ello es imprescindible disponer de estructuras de coordinación ágiles, que permitan consensuar las medidas a adoptar con las autoridades microprudenciales, tanto en el ámbito nacional como en el internacional. En este sentido, debe tenerse en cuenta que, dada la dimensión global del sistema financiero, el análisis de los riesgos sistémicos solo será posible si se dispone de información armonizada y de herramientas de análisis comparables entre países y que muchas de las medidas solo podrán ser eficaces si se implementan de forma coordinada.

Finalmente, existen algunos costes y riesgos asociados al nuevo enfoque macroprudencial que no pueden ignorarse. En primer lugar, es difícil identificar y abordar los riesgos para la estabilidad financiera, porque ello exige analizar todas las entidades, infraestructuras y mercados financieros, así como las múltiples interacciones en ellos, y actuar con precisión sobre los que generan riesgo sistémico, independientemente su naturaleza o ámbito geográfico. En segundo lugar, no es sencillo evaluar la eficacia de estas políticas. Por lo general, el éxito en la labor preventiva pasará desapercibido, mientras que el fracaso -la repeti-



ción de una crisis financiera sistémica- resultaría inaceptable. En este contexto, es posible que las autoridades macroprudenciales tiendan a un activismo mayor del que sería deseable, lo que sin duda tendría costes en términos de eficiencia. En tercer lugar, al situar su foco en el conjunto del sistema (y no en las entidades individuales) las políticas macroprudenciales pueden contribuir a la proliferación de medidas “horizontales”, que se apliquen con la misma intensidad a todas las entidades, independientemente de la calidad de su gestión y su perfil de riesgo, lo que podría tener costes adicionales en términos de eficiencia. Por último, la propia naturaleza de los problemas de estabilidad financiera, localizados en el espacio y en el tiempo, conducirá probablemente a una mayor inestabilidad en el entorno regulatorio y supervisor, lo que dificultará la definición de estrategias de los agentes del sistema financiero.

En definitiva, la puesta en marcha de una regulación y supervisión macroprudencial efectiva es imprescindible, pero no deben perderse de vista las dificultades prácticas de su puesta en marcha, ni los probables efectos secundarios del nuevo esquema de supervisión. En particular, es probable que el nuevo enfoque macroprudencial contribuya a incrementar los costes regulatorios a los que deberá hacer frente la industria financiera en el futuro próximo.

INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que estamos experimentando se diferencia de otras crisis vividas en el pasado no sólo por su intensidad, complejidad y duración sino también por el esfuerzo de respuesta coordinada a la crisis por parte de todos los países (implicados y no implicados). No deja de ser lógico que la primera gran crisis del sistema financiero global se viera acompañada de un elevado grado de cooperación internacional (pensemos en el liderazgo ejercido por el Grupo de los Veinte (G20) y el Financial Stability Board (FSB)). Pero no debemos olvidar que, en otras crisis pasadas, la falta de respuestas coordinadas fue la nota dominante.

Pero volvamos a la crisis actual. Tres son los elementos que la separan de experiencias anterior-

res. En primer lugar, su duración, en el momento de escribir estas líneas cerca de cuatro años. En segundo lugar, su complejidad. Y en tercer lugar, que es la primera crisis generalizada del sistema financiero global. Cualquiera de estos elementos es de una complejidad tan enorme que resultaría presuntuoso pretender analizarlos en una extensión de unas pocas páginas, máxime si tenemos en cuenta que la crisis, tras más de cuatro años, todavía no se puede dar por cerrada.

El presente artículo se centrará en un aspecto mucho más concreto, pero también relacionado con la crisis: el creciente peso que la regulación y supervisión macroprudenciales van a jugar en el futuro. Para ello, y en primer lugar, se definirá qué se entiende por regulación y supervisión macroprudenciales. En segundo lugar, se discute qué supondrá en la práctica este nuevo enfoque. A continuación, se analiza qué debe cambiar para que este nuevo enfoque tenga éxito, para concluir con los riesgos asociados al mismo.

1. LA REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN MACROPRUDENCIAL

La crisis del sistema financiero global y la regulación y supervisión microprudencial

La regulación y supervisión financiera ha seguido la senda de creciente complejidad que ha caracterizado el desarrollo del sistema financiero global. Así, las regulaciones impuestas sobre el sistema financiero han sido cada vez más sofisticadas, como respuesta a la también creciente complejidad de la industria financiera, de las instituciones financieras y los mercados en los que operan. Si bien esa creciente complejidad de la regulación es inevitable, no es menos cierto que no deja de existir un cierto poso de insatisfacción en torno a esta tendencia, en particular porque se ha mostrado inútil para prevenir la mayor crisis financiera que el mundo ha conocido desde la Segunda Guerra Mundial. Así, la dependencia respecto a estimaciones internas de las propias entidades (o, en otras palabras, el riesgo de arbitraje regulatorio), o la complejidad de normas como la de la cartera de negociación (que, en el fondo, dejan



un amplio margen de interpretación para las entidades), pueden estar limitando de manera severa la efectividad de la norma.

La respuesta regulatoria tradicional (o microprudencial, para ser más precisos) ha consistido en un endurecimiento de la norma (en materia de capital regulatorio exigido a los bancos), un establecimiento de nuevos requisitos en áreas como la liquidez, una mayor atención a áreas como los esquemas retributivos o el gobierno corporativo (todo ello con el objeto de introducir incentivos a la mejora del riesgo) y la combinación de regulaciones sofisticadas con otras más sencillas, o menos manipulables (como la ratio de apalancamiento). No es el propósito de este artículo analizar con profundidad estos cambios, por lo que remitimos al lector a otras fuentes en el caso en que deseen profundizar en alguno de estos puntos.

Pero esos avances en el ámbito microprudencial sólo daban una respuesta parcial al problema de regulación y supervisión del sistema financiero global, crecientemente integrado y cada vez más complejo. Era necesario complementar el enfoque microprudencial con otro macroprudencial. El resto del artículo describe este nuevo enfoque.

El (¿nuevo?) enfoque macroprudencial

Para definir el enfoque macroprudencial es inevitable, aun a riesgo de caer en cierta tautología, delimitar primero el ámbito de lo microprudencial. En general, la regulación microprudencial se define como aquella que toma en consideración, y que se adapta, a las características específicas de las entidades (sean estas de riesgo, de activos líquidos, etc.). La supervisión microprudencial, por analogía, se centra en la vigilancia de instituciones concretas, no sólo en lo referente al cumplimiento de las normas microprudenciales sino también (o, mejor dicho, sobre todo) en la prevención de posibles crisis futuras causadas por debilidades del modelo de negocio. Este último aspecto es vital, pues se suele caracterizar la orientación microprudencial como una supervisión «backward looking», no preventiva, y la supervisión macroprudencial como una supervisión «forward looking»: la supervisión microprudencial «backward looking», de mera verificación

del cumplimiento normativo, es simplemente una mala supervisión microprudencial y, por tanto, toda supervisión microprudencial correcta debe tener un carácter preventivo y anticipativo.

¿En qué consiste, entonces, la regulación y supervisión macroprudencial? En regular y supervisar las instituciones financieras desde una perspectiva global, esto es, no observando las instituciones una a una, sino teniendo en cuenta las interacciones que se establecen entre estas instituciones, los mercados financieros y, en último término, la economía real. El objetivo buscado es la consecución de la estabilidad financiera: en este momento histórico (con una crisis financiera que dura ya cuatro años) no es necesario perder ni un minuto más en definir qué se entiende por estabilidad financiera¹.

En cierto modo, ese objetivo macroprudencial, de buscar la estabilidad financiera, siempre ha sido parte de las mejores prácticas en materia de supervisión y regulación, si bien, quizás, quedaban un tanto ocultas o implícitas: es por ese motivo por el que el calificativo de “nuevo” enfoque se muestra entre interrogantes en este epígrafe. En cualquier caso, la explicitación de ese objetivo macroprudencial y de estabilidad financiera tiene consecuencias prácticas que no deben ser ignoradas.

2. EFECTOS PRÁCTICOS DEL NUEVO ENFOQUE MACROPRUDENCIAL

La Filosofía de la Supervisión Macroprudencial

La existencia de un objetivo de estabilidad financiera que se debe alcanzar mediante la combinación adecuada de políticas microprudenciales, macroprudenciales y macroeconómicas supone, en primer lugar, un cambio profundo de la filosofía de la regulación.

Así, y por lo que respecta a los instrumentos utilizados en la regulación, se amplía la gama de instrumentos susceptibles de ser usados. Instrumentos como las provisiones dinámicas españolas, al igual que los colchones de capital contracíclicos, pasan a formar parte de la caja de herramien-

¹ Para aquel lector que quede insatisfecho la definición de estabilidad financiera por parte del BCE o del BIS puede ser de utilidad.



tas, o «*toolkit*», del que disponen los supervisores. Pero lo más importante en materia de instrumentos macroprudenciales es que se acepta el uso de cualquier medida que sea necesaria, así como un uso temporal de la misma. Por ejemplo, se podría en determinadas circunstancias reducir el «*Loan to Value*» de las hipotecas sobre viviendas al 50% en presencia de una incipiente burbuja crediticia, y hacerlo sólo durante el periodo de tiempo necesario para enfriar la burbuja. En definitiva, en materia de instrumentos macroprudenciales, no sólo hay más instrumentos, sino que se acepta tanto el concepto de lista abierta de posibles medidas (incluyendo aquellas que podrían haber sido consideradas hasta hoy poco ortodoxas o ineficientes) como la temporalidad de las mismas.

El nuevo énfasis sobre las consideraciones macroprudenciales también puede afectar a la calibración de los requerimientos microprudenciales, introduciendo un sesgo conservador o exigente en los mismos. Por ejemplo, la calibración de los requerimientos de capital de Basilea III, mucho más exigentes que los de Basilea II, ha estado influenciada por consideraciones macropudenciales. Otro ejemplo sería el recargo de capital para los bancos sistémicos (la llamada «*SIFI surcharge*») o, en un futuro, el establecimiento de «*loan to values*» más moderados para ciertos tipos de garantías inmobiliarias (suelo, etc). En suma, la calibración de los instrumentos microprudenciales se verá afectada por consideraciones de tipo sistémico.

Por último, los elementos macroprudenciales, al basarse en consideraciones que afectan al sistema financiero en su conjunto, tenderán a favorecer a las entidades peor gestionadas (con peor gestión del riesgo) a costa de aquellas con una mejor gestión del riesgo. El precio a pagar por proteger al conjunto del sistema es, pues, introducir un cierto coste en términos de eficiencia dentro del sistema financiero. A este punto volveremos con posterioridad al analizar los riesgos del nuevo enfoque macroprudencial.

El seguimiento de los desarrollos en el sistema financiero y de su interacción con la economía real

Como se ha comentado, la supervisión macroprudencial, al versar sobre las interconexiones en

tre los mercados financieros, las instituciones que operan en ellos y la economía real, exige un conocimiento profundo de estas interconexiones. Además, ese conocimiento no debe ser sólo profundo, sino que, en la medida en que se quieren prevenir shocks inesperados que pongan en riesgo la estabilidad financiera, se debe actualizar casi en tiempo real. No basta con una foto fija, sino que resulta imprescindible obtener una visión dinámica de esas interacciones lo suficientemente actualizada como para poder prevenir la emergencia de situaciones de inestabilidad financiera.

Ahora bien, con un sistema financiero tan complejo e interconectado como el actual, y en el que además está presente la innovación financiera (entendida en sentido amplio, esto es, tanto de nuevos instrumentos y mercados financieros como de nuevas instituciones que operan en él), esta tarea de seguimiento de las evoluciones del sistema financiero y de su interacción con la economía real exige un volumen de información ingente, mucho mayor que el disponible hoy. Además, como esa información, compleja y cambiante, debe ser interpretada y analizada, los recursos humanos y organizativos que se deberán dedicar a esta nueva tarea pueden ser también enormes. Por último, en la medida en que el sistema financiero está internacionalizado, el ejercicio de la supervisión macroprudencial obliga a compartir en foros internacionales la información y, lo que es aún más complejo, obliga a consensuar la interpretación de esa información.

En definitiva, el seguimiento y análisis de la estabilidad financiera conlleva un compromiso de gestión y análisis de información estadística y financiera muy superior al existente actualmente, así como unos recursos humanos considerables. En la medida en que se den cuellos de botella en cualquiera de los ámbitos descritos (bien datos, bien capital humano), el ejercicio de la supervisión macroprudencial estará abocado al fracaso.

La puesta en marcha de medidas macroprudenciales

Si el nuevo enfoque ha de servir de algo debe ser porque, en determinadas circunstancias, la visión macroprudencial permita extraer análisis y conclusiones distintos de los que se derivan de la



supervisión microprudencial. Es más, no sólo se deben extraer conclusiones, sino que, en su caso, se deben proponer soluciones, esto es, medidas concretas que erradiquen (o, al menos, minimicen) los riesgos para la estabilidad financiera. Ese análisis distinto que lleva a proponer medidas concretas que afectan a las entidades sometidas a supervisión microprudencial deberá enmarcarse en un diálogo entre autoridades macro y microprudenciales que permita llegar a consensos que minimicen la fricción. Incluso si la autoridad macro y microprudencial es la misma, ese proceso de «consensus building» no será sencillo.

En el caso en que las autoridades macro y microprudenciales sean distintas, se deberán crear estructuras de coordinación específicas que, si bien no deberían requerir la creación de nuevas instituciones, sí obligarán a crear comités con responsabilidades claras y reuniones frecuentes (al estilo, por ejemplo, del *Financial Stability Oversight Council* de los EEUU).

Por lo que respecta al marco de coordinación internacional, también se deberán crear comités de coordinación similares a los mencionados para el ámbito nacional. De hecho, estos ya se han puesto en marcha tanto en el ámbito internacional (con la transformación del *Financial Stability Council* en el *Financial Stability Board* y con la creación en Europa del *European Systemic Risk Board*).

No obstante, la creación de estos comités nacionales o supranacionales es una condición necesaria, pero no suficiente, para la puesta en marcha eficaz de medidas macroprudenciales. La existencia de un diálogo continuo entre autoridades, que inevitablemente puede estar puntualmente cargado de tensión, debe a su vez permitir la toma de decisiones efectiva. O, en otras palabras, estos comités no pueden constituirse en «*talk shops*», sino que deben ser comités de toma de decisiones.

3. LOS CAMBIOS SOBRE EL MODELO ACTUAL DE SUPERVISIÓN

La puesta en marcha de la supervisión macroprudencial no termina con los aspectos comentados en la sección anterior. Así, el análisis de la estabi-

lidad financiera y de los potenciales riesgos sistémicos que se acumulan en el sistema, los nuevos instrumentos de regulación macroprudencial, la existencia de comités nacionales e internacionales de toma de decisiones en materia de supervisión macroprudencial, son tan sólo meros instrumentos. En otras palabras, son los cambios efectivos que supone la introducción de este modelo los que marcan la profundidad del nuevo enfoque, no los meros elementos formales. Por ello, es pertinente preguntarse qué exige ese nuevo modelo de supervisión en la práctica.

Ya se ha comentado que el seguimiento de la estabilidad financiera necesario para informar la toma de decisiones en materia de supervisión macroprudencial exigirá disponer de un volumen de información sobre los mercados financieros, sus instituciones, las interrelaciones entre estas y, a su vez, de lo financiero con la economía real, que sólo puede calificarse de enorme. Además, esa información ha de ser analizada y convertida en conocimiento y diagnóstico sobre potenciales riesgos macroprudenciales. Y esta tarea sólo puede ser calificada de hercúlea, porque si bien el *post mortem* de la actual crisis nos permite identificar con claridad las interconexiones entre el mercado hipotecario *subprime*, los llamados *Structured Investment Vehicles* (SIVs) y las compañías de aseguramiento financiero o *monoliners*, lo cierto es que antes de la crisis esas interconexiones no eran tan evidentes. En otras palabras, había especialistas en el ámbito supervisor que conocían cada uno de estos mercados, pero no había especialistas macroprudenciales que fueran capaces de unir todos los indicios de manera que las fragilidades que dieron lugar a la crisis se pusieran de manifiesto *ex ante*, permitiendo a las autoridades reaccionar.

Si tenemos en cuenta la dimensión global del sistema financiero, ese proceso de análisis de la estabilidad financiera sólo será posible si se dispone de información armonizada para los distintos países que conforman ese sistema financiero internacional. Además, los instrumentos de análisis también deberán ser equivalentes. Esto requiere una cooperación sin precedentes entre las distintas autoridades, bancos centrales, supervisores microprudenciales y de normas de conducta, y organismos supranacionales. Y el calificativo “sin



precedentes” no es, en absoluto, exagerado.

Además, las autoridades han de estar dispuestas a discutir las debilidades de sus sistemas financieros en un contexto multilateral y de ausencia de crisis. Esto es, en un entorno de crisis financiera el diálogo entre autoridades, aun cuando nunca es fácil, es posible (como la experiencia de esta crisis está demostrando). Pero la naturaleza preventiva de la supervisión macroprudencial conlleva que esas debilidades han de ser discutidas en situaciones en las que dichas debilidades no han dado lugar todavía a tensiones financieras. La cuestión clave es si un supervisor nacional aceptará un endurecimiento de las exigencias a su sistema financiero que perjudique la posición competitiva de las entidades de su país en el sistema financiero global, en ausencia de tensiones concretas.

En definitiva, el compromiso y grado de cooperación de las autoridades en el ámbito de la supervisión macroprudencial habrá de ser mucho mayor que el existente hasta hoy.

Por otra parte, la exigencia que se establece sobre la regulación y supervisión macroprudencial es muy elevada, pues esta tiene un carácter preventivo. Esto no es distinto para la regulación microprudencial, que también es preventiva. Pero, mientras que en la supervisión microprudencial no se descarta la existencia de crisis y quiebras de entidades individuales, es evidente que, en el caso de la regulación macroprudencial, la existencia de una crisis sistémica es inaceptable. La regulación y supervisión macroprudencial debe orientarse a garantizar la ausencia de crisis sistémicas, pero mientras el fracaso resultará evidente, la labor preventiva exitosa pasará desapercibida. Más aun, el éxito será silencioso, pero no lo serán las críticas a las autoridades por parte de los sectores o agentes afectados por la regulación macroprudencial, que serán críticos con las medidas, siempre innecesarias para ellos.

4. LOS RIESGOS ASOCIADOS A LA SUPERVISIÓN MACROPRUDENCIAL

La identificación de problemas

Por su propia naturaleza, la supervisión macro-

prudencial resulta mucho más delicada que la supervisión microprudencial. O, mejor dicho, si la supervisión microprudencial no está exenta de dificultades, qué decir de la macroprudencial, que requiere analizar no ya una institución concreta, sino las interrelaciones de todas ellas en los mercados financieros y con los sectores que constituyen la economía real, identificar posibles riesgos de estabilidad financiera, y mediante una cirugía de precisión, actuar sobre alguna de esas interacciones en concreto para neutralizar el peligro.

Pero no sólo se trata de la complejidad de las interrelaciones y de la identificación de riesgos y medidas, sino que también se debe considerar el ámbito supranacional de los problemas, de los riesgos y de las medidas, y coordinar medidas concretas en el ámbito internacional es costoso en recursos y tiempo (si bien es posible).

Las dificultades para evaluar el éxito o fracaso

La supervisión macroprudencial estará sujeta, como la microprudencial, a dos errores. Primero, lo que, abusando del símil estadístico, podemos denominar como error de tipo I: proponer medidas cuando estas no resultaban necesarias. Y también puede caer en el error de tipo II: no proponer medidas cuando estas estaban indicadas (lo que en su caso implica que se producirá una crisis sistémica). Es este error de tipo II el que, evidentemente, resulta más delicado.

En la supervisión microprudencial el error de tipo II difícilmente será mantenido a lo largo del tiempo: difícilmente se puede cometer un error sistemático con la supervisión de una entidad, esto es, mantenido a lo largo de los años. Además, la supervisión no excluye la quiebra ocasional de alguna entidad supervisada, esto es, el objetivo buscado con la supervisión microprudencial no es la eliminación de toda probabilidad de crisis de una entidad individual.

En el caso de la supervisión macroprudencial, la posibilidad de un error de tipo dos, la generación de una crisis sistémica por un fallo de identificación, sería devastador, por supuesto y en primer término para la economía, pero también para la reputación de los organismos responsables de la supervisión macroprudencial. Por ello, el sesgo



hacia el activismo será inevitable: se minimizará el error de tipo dos pero aumentará el error de tipo uno (y es aquí donde el símil econométrico tiene más sentido). Por tanto, la supervisión macroprudencial tenderá a actuar en situaciones donde no sería necesario hacerlo, con el consiguiente coste en términos de eficiencia.

Los posibles problemas de equilibrio competitivo y de eficiencia

El sesgo hacia el excesivo activismo mencionado en el párrafo anterior introducirá costes en términos de eficiencia. Pero estos no son los únicos costes en términos de eficiencia que la supervisión macroprudencial supone. Como ya se ha comentado con anterioridad, la propia naturaleza de las medidas macroprudenciales supone que, para proteger al conjunto del sistema, se establecen medidas de “café para todos”, esto es, se aplican a entidades con perfiles altos de riesgo y entidades con perfiles bajos. Un par de ejemplos pueden resultar aclaratorios.

Las provisiones dinámicas o genéricas españolas han permitido proteger al sistema financiero en su conjunto de los embates de la crisis. Es una medida macroprudencial, anclada en la norma contable. Su diseño, las exigencias de provisiones para las distintas carteras, no discriminaba entre entidades: eran las mismas para todas las entidades. Inevitablemente, esto perjudica a las entidades mejores frente a las peores, introduciendo costes en términos de equilibrio competitivo y de eficiencia. Esto no nos debe llevar a promover la eliminación de la medida, pues esta ha sido y es efectiva en la protección del sistema financiero en su conjunto. Pero la defensa de la medida no puede ignorar los efectos secundarios que se asocian con la misma.

Pensemos ahora en una medida posible en el futuro: la rebaja del *Loan to Value* de las hipotecas con tratamiento prudencial preferente del 80% actual al, pongamos, 50%, con el objeto de evitar una burbuja inmobiliaria y las dañinas consecuencias de su estallido posterior. Sin lugar a dudas, en el momento en que se tome la medida, habrá entidades que podrían elevar ese *loan to value* hasta el 80% sin por ello generar un problema de sol-

vencia futuro (gracias a una correcta selección del riesgo). Para ellas, la medida tendrá un coste en términos de eficiencia, aunque la misma se justifique en aras de proteger el sistema financiero y la economía real.

La inestabilidad del entorno regulatorio

Ese sesgo activista de la política macroprudencial, junto con la propia naturaleza de los problemas de estabilidad financiera (puntuales, localizados en el espacio y en el tiempo), llevarán a una inestabilidad en la regulación a la que está sometido el sector financiero. Así, y continuando con el ejemplo anterior, se reducirán los *loan to values* para evitar la generación de una burbuja inmobiliaria, pero se volverán a elevar en cuanto la medida haya logrado enfriar el sector (lo que puede ser bastante inmediato si la medida es lo suficientemente agresiva).

De nuevo, no se trata de defender la no aplicación de las medidas macroprudenciales (¿quién puede discutir en esta crisis acerca de los riesgos de las burbujas en el mercado inmobiliario?), sino de constatar los efectos secundarios de la misma. En este caso, la elevada variabilidad del entorno regulatorio dificultará la definición de la estrategia de negocio de las entidades potencialmente sometidas a las posibles medidas.

5. CONCLUSIÓN

De la crisis financiera iniciada en 2007, y todavía en marcha tras más de cuatro años, se pueden y se deben extraer muchas lecciones sobre la regulación y supervisión del sistema financiero. Una de ellas es, sin duda, la necesidad de poner en marcha una regulación y supervisión macroprudencial que complemente la visión microprudencial y que garantice la prevención de situaciones de inestabilidad financiera como las vividas a lo largo de estos largos cuatro años.

Pero las dificultades prácticas para su puesta en marcha efectiva, así como las consecuencias del nuevo esquema de supervisión macroprudencial, no pueden ser ignoradas. Esos costes asociados a la regulación y supervisión macroprudencial, en



un mundo de *second best*, serán sin duda menores que los asociados con una crisis sistémica como la que hoy vivimos. En cualquier caso, la industria

financiera habrá de hacer frente a unos costes regulatorios mayores en el entorno post-crisis que los que prevalecían en los años previos a 2007.