

Juan Luis Díez Gibson\*  
Raúl Saugar\*\*

# DIEZ AÑOS DESDE LA CRISIS FINANCIERA

*La quiebra de Lehman Brothers (2008) fue el punto de inflexión para el refuerzo de la cooperación internacional (G20, FSB) y para el desarrollo de una ambiciosa agenda de reformas financieras. El fortalecimiento del sistema financiero internacional como resultado de estas reformas es indudable, aunque es preciso completarlas y prestar atención especial a algunos segmentos no bancarios. En el ámbito europeo y español las medidas adoptadas desde 2008 se han dirigido a solventar tanto la situación del sector financiero, como la incidencia de la crisis en la arquitectura de la UEM. Concluiremos este trabajo exponiendo algunos retos de futuro.*

**Palabras clave:** regulación financiera, supervisión, crisis.

**Clasificación JEL:** G15, G18, G28.

## 1. Sistema Financiero Internacional

### Introducción

La reciente crisis financiera internacional ha sido la de mayor impacto desde la Gran Depresión de 1929, debido, en buena medida, a que la profunda interconexión del mundo actual propició su rápida extensión y agravó sus efectos. Su epicentro se suele situar en la quiebra del banco estadounidense Lehman Brothers en septiembre de 2008, y su fin quizá se pueda atestar una vez los

bancos centrales de las principales economías avanzadas replieguen definitivamente su política monetaria expansiva de tipos mínimos y compras masivas de activos.

Desde 2008 se ha desplegado un significativo esfuerzo global, europeo y nacional para hacer frente a lo que se consideró habían sido los fallos del sistema que condujeron a la crisis. Entre dichos fallos, hay bastante consenso en torno a tres: i) la incapacidad de los supervisores y reguladores para percibir y refrenar una excesiva asunción de riesgos por entidades financieras e inversores en un contexto de tipos bajos y lagunas de información respecto a segmentos no regulados ni supervisados; ii) la falta o insuficiencia de coordinación internacional, apreciándose como primera reacción una tendencia a la aplicación de «cortacircuitos» de liquidez (*ring-fencing*) por las autoridades

---

\* Subdirector General del Sistema Financiero Internacional en la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional.

\*\* Subdirector General de Legislación y Política Financiera del Ministerio de Economía y Hacienda entre 2009 y 2012.

nacionales sobre la liquidez y capital de sus respectivos sistemas bancarios; *iii*) la insuficiencia de la información y la inadecuada cualificación de los inversores, consumidores y clientes financieros en general, que se vieron ante la tesitura de asumir riesgos cuyas implicaciones no entendían. Sobre estos tres grandes pilares se asientan las medidas que pasaremos a describir a continuación.

### **Trabajos del Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB) bajo el impulso del G20**

Aunque de impacto mucho menor y más localizado que la reciente crisis financiera global, la crisis del Sudeste asiático de finales de los noventa ejerció como factor de impulso para un refuerzo institucional de la supervisión y regulación financieras a nivel transfronterizo, especialmente ante la evidencia de los riesgos que las tensiones sobre economías emergentes también podían representar para las avanzadas. Así, en abril de 1999 se reunió por primera vez el Foro de Estabilidad Financiera (Financial Stability Forum, FSF) formado por representantes de ministerios de finanzas, bancos centrales y autoridades supervisoras de 12 países, así como de organismos internacionales, con el objetivo de mejorar el intercambio de información y la cooperación internacional. Asimismo, el G20 se estableció en septiembre de 1999 como foro en el que los ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales de 19 países de importancia sistémica y de la UE podrían discutir asuntos relativos a la estabilidad financiera internacional, con implicaciones para economías tanto avanzadas como emergentes.

A raíz del estallido de la crisis, en septiembre de 2008, en Washington, tuvo lugar la primera reunión del G20 bajo un formato elevado a nivel de líderes (primeros ministros), con presidencias rotatorias y una agenda más amplia de temas de discusión, incluyendo no solo aspectos financieros sino también macroeconómicos. En la Cumbre de abril de 2009, en Londres, los

líderes de este G20 reforzado decidieron institucionalizar el FSF, bajo la nueva denominación de Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), dotándole de un secretariado propio permanente y encargándole una ambiciosa agenda de reformas a desarrollar.

Esta última agenda es la que ha venido marcando en gran medida las medidas adoptadas por los países en materia financiera en los últimos años, y se ha estructurado en torno a cuatro áreas fundamentales, que pasamos a explicar a continuación.

#### *Incremento del grado de resistencia de las entidades financieras*

En el momento del estallido de la reciente crisis financiera global se evidenció que las entidades carecían de recursos propios suficientes para hacer frente a tensiones de mercado significativas. Así, se ha trabajado desde 2008 en el refuerzo de la solvencia tanto de bancos como de aseguradoras.

En el caso de los bancos, el Comité de Basilea (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) aprobó en julio de 2010 un marco reforzado de requerimientos de capital, denominado «Basilea III», cuyas calibraciones y calendario de aplicación fueron aprobados en septiembre de ese mismo año. El reforzamiento de la solvencia bancaria se instrumentó bajo seis ejes: *i*) incremento en la calidad del capital requerido; *ii*) incremento en el capital mínimo requerido<sup>1</sup>; *iii*) promoción de la construcción de colchones de capital para limitar la prociclicidad<sup>2</sup>; *iv*) mejora en la cobertura de los distintos riesgos<sup>3</sup>; *v*) introducción de la ratio de apalancamiento como nuevo

---

<sup>1</sup> Del 2 % al 4,5 % en el caso del capital de mayor calidad o *Common Equity Tier 1* (CET1); del 4,5 % al 6 % en el caso del capital *Tier 1*.

<sup>2</sup> Imposición de un colchón de conservación de capital del 2,5 % y posibilidad de activar un colchón de capital anticíclico de hasta un 2,5 % en caso de aparición de vulnerabilidades para el sistema financiero como consecuencia de un crecimiento excesivo del crédito; ambos colchones en términos de capital de máxima calidad.

<sup>3</sup> Señaladamente, por la cartera de negociación, titulaciones complejas, exposiciones fuera de balance y riesgo de contraparte.

requerimiento<sup>4</sup>; y vi) introducción de requerimientos mínimos de liquidez<sup>5</sup>. Todas estas nuevas exigencias prudenciales bancarias han sido introducidas de forma gradual entre 2013 y el 1 de enero de 2019.

En el caso de las aseguradoras, el punto de partida era más complejo que respecto a los bancos, en la medida en que, a diferencia de estos, no existía un marco internacional de requerimientos de solvencia como son los Acuerdos de Basilea<sup>6</sup>. Así, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) viene trabajando en el desarrollo de un estándar de capital (*Insurance Capital Standard*, ICS) para grupos aseguradores internacionalmente activos, previéndose que esté cerrado en noviembre de 2019.

#### *Entidades globales de importancia sistémica*

Uno de los problemas revelados con la reciente crisis financiera es el riesgo moral planteado por las entidades que son demasiado grandes como para que el Estado las deje quebrar (*too big to fail*). Ante esta evidencia, el FSB ha desarrollado metodologías<sup>7</sup> para identificar aquellos bancos y aseguradoras con actividad global y de importancia sistémica, y a las que por ello se exigirá un recargo de capital. Este requerimiento adicional de capital ya está definido en

el caso de los bancos (*Global Systemically Important Banks*, G-SIBs), con aplicación gradual, mientras que en el caso de las aseguradoras (*Global Systemically Important Insurers*, G-SIIs) está pendiente del desarrollo del marco prudencial global que hemos mencionado anteriormente. Por otro lado, el desarrollo del marco de identificación de entidades no bancarias y no aseguradoras globales de importancia sistémica (*Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions*, NBNI G-SIFIs) fue pospuesto en 2015 hasta la finalización de los trabajos en curso sobre vulnerabilidades de las gestoras de activos.

Junto al recargo de capital, se ha desarrollado también un marco de resolución para estas entidades financieras globales de importancia sistémica (bancos, aseguradoras y entidades de contrapartida central). En concreto, y sobre la base de los *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* del FSB, se les exige que desarrollen planes de resolución y marcos de cooperación entre autoridades (*Crisis Management Groups*, CMGs), además de haberse desarrollado ya en el caso de los bancos un requerimiento mínimo de tenencia de instrumentos susceptibles de absorber pérdidas en caso de resolución (*Total Loss Absorption Capacity*, TLAC).

#### *Fortalecimiento de los mercados de derivados*

Uno de los problemas encontrados en entidades en crisis como Lehman Brothers fue la dificultad de identificar las contrapartes y, por tanto, ordenar y priorizar el cierre de operaciones de derivados ante su quiebra o resolución. Como consecuencia, en la Cumbre de Pittsburgh de 2009, los líderes del G20 acordaron perseguir mayores garantías y transparencia en este segmento del mercado, imponiendo la obligación de compensar y liquidar los derivados estandarizados *over-the-counter* (OTC) en cámaras centrales de contrapartida, así como de negociarlos en mercados regulados o plataformas electrónicas. En caso de que dichas operaciones de derivados no estén efectivamente sujetas a compensación

<sup>4</sup> En la medida en que el denominador de esta nueva ratio está formado por los activos totales, sin ponderar, a diferencia de lo que sucede con la ratio de capital, con su introducción se pretende limitar el riesgo de manipulación, tras la introducción bajo Basilea II de la posibilidad para los bancos de desarrollar sus propios modelos internos para la estimación de sus activos ponderados por riesgo.

<sup>5</sup> Bajo dos formatos: por un lado, para hacer frente a tensiones por falta de acceso a financiación a corto plazo (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR); por otro lado, para hacer frente a descuadres de liquidez en balance a largo plazo (*Net Stable Funding Ratio*, NSFR).

<sup>6</sup> El Comité de Basilea se constituyó en 1974 con los bancos centrales de los Estados miembros del G10 (en 2001 se incorporó España). Su creación trae causa, precisamente, de otra gran crisis bancaria, la generada tras la quiebra del alemán Bankhaus Herstatt.

<sup>7</sup> Estas metodologías utilizan como principales referencias el tamaño, la interconexión, la complejidad y la falta de sustituibilidad. En el caso de las aseguradoras se tiene también en cuenta la medida en que desarrollan actividades no tradicionalmente aseguradoras.

centralizada, se les impone mayores requerimientos de capital y márgenes. Por otro lado, también se ha introducido la obligación por parte de las entidades de notificar sus contratos de derivados extrabursátiles a registros de operaciones, de forma que los supervisores puedan controlar adecuadamente posibles focos de riesgo.

#### *Incremento de la resistencia de la intermediación financiera no bancaria*

Hace diez años la crisis también evidenció las lagunas de información sobre entidades que intermedian crédito, pero no están sujetas a regulación o supervisión alguna o su regulación y supervisión no son equivalentes a las aplicadas a los bancos, surgiendo por tanto posibilidades de arbitraje regulatorio. Esto es lo que tradicionalmente se venía denominando «banca en la sombra», si bien el Plenario del FSB ha decidido recientemente pasar a denominar «intermediación financiera no bancaria», con vistas a evitar connotaciones negativas.

En este ámbito, el FSB ha desarrollado un marco de clasificación por funciones económicas sobre el que cada año publica un informe de evolución a nivel global y por jurisdicciones para hacer seguimiento de posibles vulnerabilidades. Además, y a instancias del G20 y del FSB, la Organización Internacional de Comisiones de Mercados de Valores (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) ha desarrollado una serie de recomendaciones para garantizar una adecuada alineación de incentivos en torno a las titulaciones<sup>8</sup>, reducir el riesgo de retiradas masivas de fondos del mercado monetario y mejorar la gestión de la liquidez por los fondos de inversión.

#### *Otras áreas de trabajo del FSB*

Junto a las cuatro áreas principales ya mencionadas, el FSB ha impulsado importantes avances en

<sup>8</sup> Básicamente, imponiendo a sus emisores un requisito de retención mínima de riesgos.

otros ámbitos como: i) el desarrollo de un marco global único y de calidad de estándares contables, basado en pérdidas esperadas y por tanto menos procíclico; ii) la publicación de una serie de principios sobre prácticas adecuadas para la fijación de las remuneraciones de los directivos financieros, que trate de desincentivar una excesiva adopción de riesgos por los mismos; iii) la mejora, en colaboración con el Fondo Monetario Internacional, de la información disponible sobre una serie de áreas en las que persisten lagunas estadísticas que han de ser cubiertas para garantizar un adecuado seguimiento de las vulnerabilidades financieras (*G20 Data Gaps Initiative*); iv) el lanzamiento de un código único de identificación de personas jurídicas (*Legal Entity Identifier, LEI*) introducido inicialmente para garantizar una adecuada identificación de las contrapartes en las operaciones con derivados, con la consiguiente posibilidad de agregar exposiciones y hacer un adecuado seguimiento de la concentración de riesgos, pero con claras aplicaciones potenciales en otras áreas como la prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo; y v) el seguimiento de los avances logrados para garantizar que los tipos de interés utilizados como referencia en el mercado interbancario, como el euríbor o el líbor, sean fijados por sus administradores de la forma más robusta posible.

#### **¿Ha mejorado la situación respecto al marco regulatorio previo a la crisis?**

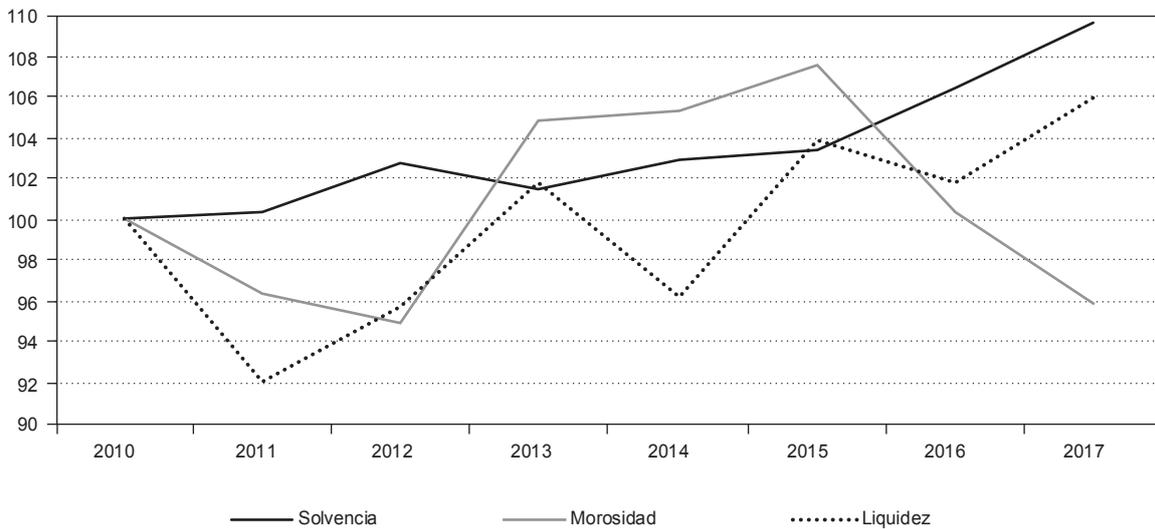
##### *Áreas con mejoras apreciables*

Podemos señalar al menos tres áreas generales con una mejora objetiva evidente.

##### a) Mejora de los ratios bancarios

En primer lugar, desde el punto de vista cuantitativo, es indudable que a lo largo de los últimos diez años las entidades financieras, y notablemente los bancos, han visto fortalecida su capacidad de resistencia frente a

GRÁFICO 1  
EVOLUCIÓN DE RATIOS DE LA BANCA A NIVEL MUNDIAL  
(Base 100 en 2010)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

tensiones. Como se aprecia en el Gráfico 1, ha habido una senda consistente de mejora en tres de las variables fundamentales respecto a la solidez de una entidad bancaria, como son su solvencia (ratio de capital y reservas sobre activos totales), su morosidad (ratio de préstamos dudosos sobre préstamos totales) y su liquidez (ratio de activos líquidos sobre activos totales).

#### b) Incremento de la coordinación internacional

En segundo lugar, y desde un punto de vista más cualitativo, junto con el relanzamiento del G20 como foro de líderes en 2008 y el establecimiento del FSB en 2009 se sientan unas bases más sólidas para la cooperación transfronteriza en materia de regulación y estabilidad financieras. Como claro ejemplo, podemos destacar el establecimiento de Grupos de Gestión de Crisis (*Crisis Management Groups*, CMGs) para la redacción de planes de resolución de

entidades financieras transfronterizas, así como la firma de acuerdos de cooperación transfronteriza para el grueso de los G-SIBs. De este modo, a partir de ahora será más difícil que los supervisores nacionales reaccionen ante una crisis bancaria velando exclusivamente por su mercado doméstico y sin tener en cuenta los posibles efectos transfronterizos. Dada la elevada y creciente interconexión en el sistema financiero, cuya estabilidad es un bien público global, un enfoque cooperativo siempre es óptimo frente a una gestión puramente doméstica.

#### c) Aumento de la información disponible

En tercer lugar, en relación directa con esta mejora en términos de coordinación y con una dimensión tanto cuantitativa como cualitativa, podemos destacar el aumento en los últimos años tanto de la cantidad como de la calidad de la información disponible sobre

agentes y transacciones en los mercados financieros. Esta mejoría se está viendo favorecida tanto por el marco estadístico de análisis de lagunas de información (*G20 Data Gaps Initiative*), como por distintas iniciativas regulatorias, entre las que destaca la mencionada obligación de notificar la información sobre contratos de derivados OTC a registros de operaciones.

#### *Áreas pendientes de mejora*

A continuación, destacamos tres áreas que en nuestra opinión se han quedado atrás en términos de esfuerzos regulatorios, en gran medida relacionados con el quizá excesivo énfasis en el ámbito bancario de la respuesta regulatoria ante la reciente crisis financiera.

##### a) Finalización del marco prudencial internacional para aseguradoras

Como hemos señalado anteriormente, el sector asegurador le va a la zaga al bancario en términos de coordinación regulatoria internacional. Así, hasta ahora no existía un marco prudencial global para aseguradoras análogo a los Acuerdos de Basilea existentes desde hace más de 30 años. Esta carencia dificultaba una gestión homogénea de los grupos aseguradores con actividad transfronteriza por parte de los supervisores de la matriz y las distintas filiales y sucursales.

Es cierto que la actividad bancaria es más proclive a situarse en el origen de crisis financieras por la susceptibilidad de sus depósitos a retiradas masivas puntuales, que pueden verse precipitadas de forma muy rápida por la pérdida de confianza. No obstante, aunque el negocio asegurador está basado por naturaleza en el medio y largo plazo, la creciente interconexión de actividades bancarias y aseguradoras<sup>9</sup> conduce a que el potencial riesgo sistémico del sector asegurador haya

aumentado en los últimos tiempos. Así, urge que el IAIS finalice de forma efectiva a finales de 2019 su marco prudencial global para aseguradoras internacionalmente activas y que se cierre lo antes posible la nueva metodología para la designación de G-SIIs.

##### b) Desarrollo de un marco macroprudencial adecuado para fondos de inversión

El contexto de políticas monetarias expansivas de los últimos años, con tipos mínimos y programas de compras de activos, ha inundado de forma artificial el mercado de liquidez. Ahora que los bancos centrales de las economías avanzadas están ya replegando sus políticas acomodaticias, o se plantean hacerlo, está creciendo la preocupación por posibles tensiones de liquidez, especialmente en el segmento de fondos de inversión más apalancados. Como ha señalado recientemente el vicepresidente del BCE Luis de Guindos, en línea con una recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, en sus siglas en inglés), de abril de 2018, esta preocupación está poniendo en evidencia que queda pendiente el desarrollo de un marco de herramientas macroprudenciales para los fondos de inversión que permita, por ejemplo, imponerles colchones mínimos de liquidez o límites al apalancamiento en caso de preocupación por la estabilidad financiera.

##### c) Análisis de impacto

Con la plétora de nuevos estándares internacionales desarrollados a lo largo de los últimos diez años, corremos el riesgo de acabar con un marco de normas acordadas internacionalmente excesivamente complejas, inconsistentes y que incluso puedan causar efectos perjudiciales inicialmente no previstos. En el desarrollo de la regulación financiera hay que alcanzar siempre un difícil equilibrio entre incrementar la estabilidad financiera y evitar ahogar la intermediación financiera y la concesión de crédito, indispensables para un adecuado funcionamiento de la economía.

---

<sup>9</sup> El rescate de la estadounidense AIG solo unos meses después de la quiebra de Lehman Brothers es un ejemplo significativo de las implicaciones de esta relación.

El propio FSB es plenamente consciente de este factor y ha lanzado un programa de trabajo para incluir un análisis de impacto previo al desarrollo de nuevas normas. Igualmente analizará su posible ajuste en caso de revelarse necesario. En concreto, el año pasado cerró un marco general de evaluación del impacto de las reformas financieras y este año ha desarrollado sus dos primeros análisis sobre la base de esta metodología, en concreto, acerca del impacto de las recientes reformas financieras sobre la inversión en infraestructuras y sobre los incentivos a la compensación centralizada de derivados OTC.

## Conclusiones

Tras este rápido repaso de la experiencia de gestión de la crisis en el ámbito internacional, añadiremos, para concluir este primer apartado, algunas reflexiones generales.

En primer lugar, parece evidente que la propia crisis y la intensa agenda posterior de reformas regulatorias han modificado la estructura del sector financiero, algo que puede apreciarse en varios aspectos. Por un lado, ha habido un claro proceso de consolidación, especialmente agudo en los países afectados diferencialmente por la crisis como es el caso de España, donde el número de cajas de ahorros ha pasado de 45 a 2 de muy reducido tamaño, tras la absorción, fusión y conversión en bancos (muchos de ellos cotizados) de las restantes. Por otro lado, el grado de apalancamiento del conjunto del sector también ha disminuido considerablemente, lo que implica una reducción de los riesgos asumidos por la banca, pero también una reducción de su capacidad para conceder crédito. Este último impacto negativo se ha visto al menos parcialmente compensado por el incremento de la desintermediación, con un mayor papel de los mercados de capitales en la concesión de financiación, lo que es especialmente bienvenido en la Unión Europea y, en particular, en España, con una dependencia de las empresas (especialmente de las pymes) respecto al crédito bancario, especialmente acusada. También se ha apreciado un cierto repliegue de la actividad transfronteriza, que es especialmente preocupante

en el caso de la Unión Europea (especialmente, de la zona euro), donde sin embargo es de esperar que los avances logrados hasta ahora en la construcción de la Unión Bancaria y su previsible consolidación en los próximos años permitan comenzar a observar operaciones de fusiones bancarias transfronterizas.

No obstante, como segunda reflexión, parece que los cambios en algunos aspectos han resultado menos profundos de lo que se planteó como primera reacción tras el estallido de la crisis. Este es el caso señaladamente del intento de volver al modelo de la *Glass-Steagal Act* introducida en EE UU en los años treinta tras el estallido de la Gran Depresión y por la que se hizo una separación de la banca comercial (captadora de depósitos y con acceso por tanto al consiguiente fondo de garantía) y la banca de inversión. Finalmente, la regla Volcker, introducida bajo la reforma Dodd-Frank, ha sido parcialmente rebajada con la llegada de la Administración Trump, mientras que la reforma Vickers en Reino Unido no contempla la prohibición sino una mera separación. Por último, la revisión planteada para el conjunto de la Unión Europea en el Informe Liikanen se ha visto postergada *sine die*.

En definitiva, no se pueden establecer conclusiones precipitadas sobre el alcance general de las reformas financieras de los últimos años. Sí parece, como hemos señalado, que se ha concentrado la agenda de reformas en el sector bancario, situado en el origen de la reciente crisis. La próxima crisis financiera mundial puede provenir de otros sectores, como el de fondos de inversión o el asegurador, y es responsabilidad de los reguladores y supervisores garantizar que el sistema tiene las herramientas necesarias para hacerle frente.

## 2. Unión Europea y España: diez años de política financiera

### Introducción

Como puede intuirse de lo expuesto hasta ahora, la crisis financiera parece haber acabado con los últimos

resquicios de la dicotomía nacional-internacional. Su rápido contagio puso en evidencia la necesidad de articular mejor las capacidades colectivas de gobierno sobre los mercados financieros mediante normas acordadas en el mismo nivel en que estos funcionan. Esta situación es especialmente palpable en el ámbito europeo, donde se había desarrollado ya antes de la crisis el proyecto más ambicioso de democracia supranacional, en el que «los distintos niveles institucionales, nacional y europeo, no pueden considerarse ni espacios separados ni confrontados, sino que actúan en una interrelación recíproca» (De Miguel, 2011, 62).

Desde esta perspectiva multinivel nos referiremos al caso europeo y español. El relato de la crisis, y sus respuestas, ha enmarcado la actuación legislativa y supervisora durante los últimos diez años, así que ese será también el *leitmotiv* de nuestra exposición descriptiva. Dejamos al lector bien informado su valoración y reflexión crítica.

### La respuesta a la crisis desde la Unión

Desde mucho antes del nacimiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM), el objetivo principal de las políticas europeas sobre el sector financiero ha sido el de lograr de manera progresiva la integración de los mercados financieros, apoyándose para ello en dos de las cuatro libertades fundamentales recogidas en el Tratado de Roma: la libre prestación de servicios y la libertad de movimientos de capital. El diseño de la UEM como una unión monetaria incompleta dio mayor relevancia aún a la integración financiera como mecanismo para compartir riesgos y compensar eventuales *shocks* asimétricos. La crisis extendida a partir de 2008 puso en evidencia esa estrecha vinculación. Teniendo en cuenta esta idea de base, diferenciaremos dos grandes momentos de la respuesta europea, a fin de lograr una mejor comprensión retrospectiva: la primera, centrada en la estabilidad financiera y los fallos de la regulación y la supervisión; la segunda, más preocupada por la arquitectura institucional del euro.

### Primera etapa

En un primer momento se pretendió garantizar la estabilidad de los mercados financieros con medidas dirigidas a atajar las vulnerabilidades que habían propiciado la propagación o aumentado la intensidad de la crisis. Se trató de colmar algunas lagunas de la regulación financiera y de reforzar la regulación bancaria y la supervisión, todo ello en el contexto de una mayor coordinación internacional, al que nos hemos referido en el primer apartado (creación del G20 y transformación del FSF en el FSB).

— Lagunas regulatorias. Por un lado, se propuso establecer normas, con distinta intensidad, sobre algunos intermediarios, actividades y prácticas que habían servido como propagadores de la crisis, entre los que cabe citar a las agencias de calificación crediticia, los *hedge funds* o fondos de inversión alternativos, los derivados negociados en mercados no organizados (OTC), la práctica de las ventas en corto (*short selling*), o la conocida como banca en la sombra (*shadow banking* o financiación no bancaria no regulada). Destacamos aquí la aprobación del Reglamento sobre agencias de calificación crediticia que regulaba por primera vez algunos aspectos de estos intermediarios financieros, cuyas calificaciones habían servido para justificar inversiones cuyos riesgos no estaban correctamente valorados. Se constató la necesidad de reducir la dependencia y la confianza automática en las agencias, que además funcionaban *de facto* como un oligopolio. Después de un análisis de la Comisión Europea, que llegaba a valorar la opción de una agencia europea pública, la nueva regulación se centró en incluir requisitos de mayor transparencia frente a los conflictos de interés y en establecer algunas pautas de supervisión transfronteriza, a través de la Autoridad Europea de Supervisión de Mercados y Valores (ESMA).

— Regulación bancaria. En segundo lugar, en cuanto a la regulación bancaria, las primeras medidas estuvieron dirigidas a reforzar la coordinación entre supervisores y a reducir los incentivos a una inadecuada gestión del riesgo de las titulaciones, otro de los

aceleradores de la crisis. En un segundo momento, partiendo de recomendaciones del FSB, se aprobaron medidas de gobierno corporativo de las entidades, dirigidas a romper la alineación entre la asunción de riesgos y los incentivos previstos en las políticas de remuneraciones. Por último, la aprobación del Acuerdo de Basilea III, al que nos hemos referido en el primer apartado, dio lugar en el ámbito europeo a una nueva regulación de conjunto para las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión. Las nuevas exigencias, cuya implementación debe concluir antes de 2022, incluyeron más recursos propios, de mayor calidad, limitación del nivel de apalancamiento, requerimientos de capital adicional para el caso de deterioro de sus balances, así como un reforzamiento de la homogeneidad de la aplicación normativa (*single rule book*) y de los instrumentos supervisores<sup>10</sup>.

— Supervisión financiera. Años antes de la crisis, en un artículo premonitorio, Luis Hinojosa (2003) señalaba que «si se produjese una importante crisis bancaria en la Comunidad, se pondrían de manifiesto las insuficiencias del modelo actual», basado en colegios de supervisores. Si ese modelo no se revisaba antes (decía Hinojosa), la unificación de la supervisión vendría impuesta por el propio funcionamiento de los mercados financieros. Apenas un mes después de la quiebra de Lehman Brothers, en octubre de 2008, la Comisión Europea encargó a un grupo de expertos presidido por Jacques de Larosière la elaboración de un informe que constató la existencia de una miríada de factores en la propagación de la crisis, entre los que se encontraban los fallos en la regulación y la supervisión financiera. El grupo de sabios propuso meses después el

establecimiento de una estructura de supervisión europea micro y macroprudencial. La propuesta, asumida por la Comisión, culminó después de duras negociaciones, buena parte de ellas durante la presidencia española del Consejo, en la aprobación en 2010 de cinco reglamentos europeos y una directiva.

Conforme a la nueva arquitectura, en el ámbito microprudencial, el Sistema Europeo de Supervisores Financieros estaría integrado por los supervisores nacionales y por tres autoridades europeas de supervisión, creadas a partir de los tres Comités sectoriales de nivel 3 (banca, valores y seguros). Las nuevas autoridades asumirían competencias para homogeneizar la normativa y su aplicación, incluyendo la propuesta de normas técnicas vinculantes, la emisión de opiniones o la asunción de ciertas facultades de supervisión directa. En el ámbito macroprudencial se constituyó la Junta Europea de Riesgo Sistémico, con funciones de asesoramiento a las instituciones decisorias, a fin de contribuir a la estabilidad financiera, anticipando y reduciendo los riesgos sistémicos.

### Segunda etapa

En un segundo momento, la crisis del sector financiero no solo se extendió a la deuda soberana de algunos Estados miembros, sino que puso en evidencia la arquitectura institucional del euro diez años después de su fundación<sup>11</sup>. La respuesta se articuló a partir de esa fase a través de la adopción de medidas en cada uno de los ámbitos de la UEM: *i*) política de señalización y balance del BCE y, fundamentalmente, después de algún tiempo, el *whatever it takes* de Draghi (verano de 2012), seguido de los distintos programas de compra de activos; *ii*) nuevas reglas fiscales; y *iii*) creación de una Unión Bancaria<sup>12</sup>, a partir de tres pilares a los que nos referiremos con más detalle.

<sup>10</sup> Destacamos aquí las dos principales normas europeas: Reglamento (UE) n.º 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y Directiva 2013/36/UE relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión. Su incorporación en España se produce mediante la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (y su normativa de desarrollo), que además refunde las normas de ordenación y disciplina de entidades de crédito dispersas hasta el momento en varias normas.

<sup>11</sup> Véase De Grauwe, P. (2016).

<sup>12</sup> Véanse las Conclusiones del Consejo Europeo de 28 y 29 de junio de 2012.

El primer pilar lo constituyó la creación del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), una nueva supervisión integrada de los Estados de la zona euro ejercida por el BCE y los supervisores nacionales (en «cohabitación» con la Autoridad Bancaria Europea, ABE). Se trataba de garantizar la homogeneidad de la supervisión prudencial de las entidades de crédito, ya se trate de bancos, cooperativas de crédito u otro tipo de entidades, respetando «la diversidad de tamaños y modelos de negocio como un activo para la estabilidad del conjunto del sistema financiero»<sup>13</sup>. Desde la puesta en funcionamiento del MUS, en noviembre de 2014, las entidades definidas como significativas a partir de umbrales de balance son directamente supervisadas por el BCE, que rinde cuentas ante el Parlamento Europeo y el Consejo, y cuenta con una estructura de gobierno separada de la monetaria para evitar conflictos de interés.

Un segundo pilar de la Unión Bancaria se constituyó mediante el establecimiento de un sistema integrado de resolución de entidades de crédito. A tal efecto se creó el Mecanismo de Resolución Único (MUR), operativo desde enero de 2015, compuesto por una autoridad o Junta Única de Resolución europea y por las autoridades nacionales. Se creó también un Fondo de Resolución Único, dotado con aportaciones *ex ante* de las entidades de crédito. Según el principio de no imposición de cargas a los contribuyentes, serán primero las entidades en problemas y en último caso el sector a través del Fondo quienes afronten las cargas de eventuales quiebras bancarias. El Fondo, operativo desde el 1 de enero de 2016, se constituirá progresivamente hasta alcanzar, antes del 31 de diciembre de 2023, el 1 % de los depósitos cubiertos en el conjunto de entidades de la Unión Bancaria. Asimismo, se establecieron normas de resolución y reestructuración

comunes (Directiva 2014/59/UE<sup>14</sup>) y en 2014 se añadió la posibilidad de recapitalización directa de entidades a través del MEDE (vigente hasta 2018).

Finalmente, el tercer pilar, no completado por el momento<sup>15</sup>, es el establecimiento de un sistema de garantía de depósitos europeo. Su implantación se ha vinculado a la paulatina reducción de riesgos nacionales (*risk sharing and risk reducing*), incluyendo diversas iniciativas como la propuesta para reducir los préstamos dudosos en la UE.

El basamento de estos tres pilares es el código normativo único integrado por la regulación prudencial, sobre resolución y sobre garantía de depósitos.

#### *Otras medidas relevantes*

Más allá de la Unión Bancaria, debemos mencionar la Unión de Mercados de Capitales (UMC o CMU en sus siglas en inglés), que surge para mejorar la financiación europea extrabancaria. El Plan<sup>16</sup> incluye más de 30 acciones dirigidas a reducir la fragmentación financiera. Se trata de movilizar capital más allá del sistema bancario, diversificar las fuentes de financiación reduciendo las vulnerabilidades ante futuras crisis, y abaratar la financiación mediante un mejor reparto de los riesgos y un incremento de la competencia. Entre las medidas ya aprobadas cabe citar a título de ejemplo la modernización de la Directiva de folletos, y entre las pendientes, las tres propuestas legislativas —sobre taxonomía, información relativa a las inversiones sostenibles y los riesgos de sostenibilidad e índices de referencia de bajo impacto carbónico— dirigidas a facilitar la financiación de la transición hacia una economía descarbonizada (dentro del Plan de Acción de la

<sup>13</sup> Reglamento (UE) n.º 1024/2013 del Consejo, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito.

<sup>14</sup> Incorporada en España por la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

<sup>15</sup> Véase la Comunicación de 24 de noviembre de 2015 de la Comisión «Towards the completion of the Banking Union».

<sup>16</sup> Aprobado por la Comisión en septiembre de 2015. Su objetivo es haber sentado las bases de la CMU antes de mayo de 2019. Su evolución es objeto de dos Comunicaciones de la Comisión de 2017 y 2018.

Comisión en materia de finanzas sostenibles). Para el largo plazo queda la esencial cuestión de la simplificación y armonización de los regímenes de insolvencia, sin perder de vista la relación de la UMC con cuestiones conexas como la propuesta de la Comisión para armonizar aspectos del Impuesto de Sociedades mediante una base imponible consolidada común.

Finalmente, es preciso destacar entre la abrumadora legislación europea de la última década, algunas otras medidas<sup>17</sup>: *i*) la aprobación del paquete compuesto por la nueva Directiva MiFID II<sup>18</sup> y del Reglamento MIFIR sobre mercados de instrumentos financieros, que pretende reforzar el funcionamiento de los mercados de valores, mejorando la supervisión y aumentando la transparencia y la protección al inversor; *ii*) la aprobación de la Directiva 2014/17/UE sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial; *iii*) el Reglamento (UE) 2016/1011<sup>19</sup> sobre índices de referencia, cuya finalidad es la de evitar la manipulación garantizando la exactitud e integridad de los índices utilizados en la Unión Europea; y *iv*) la normativa de servicios de pago (PSD y PSD II<sup>20</sup>), que incluye dos nuevos tipos de proveedores de servicios de pago y medidas para el aumento de la eficiencia y la seguridad de las transacciones. La apertura de datos será clave para la competencia en el sector en el contexto de transformación digital al que nos referiremos después.

En resumen, de las medidas adoptadas desde 2008, no parece que se pueda inferir un cambio del paradigma en la ordenación del sistema financiero (como se

produjo en los años treinta o, en otro sentido, a partir de los setenta). Lo que sí se ha producido en apenas una década es la profunda transformación del marco institucional europeo, formado ahora por una constelación de autoridades y niveles de regulación y supervisión financiera.

## La respuesta española

No es este lugar para el análisis de la evolución de la crisis en España, si bien sí parece necesario hacer un breve recordatorio de su gestión y de las principales actuaciones.

### *Medidas de respuesta a la crisis*

#### a) Gestión de la crisis financiera

En un primer momento, a partir de la quiebra de Lehman Brothers, se adoptaron una serie de medidas excepcionales. En coordinación con el resto de Estados de la UE se aumentó el importe garantizado por los entonces tres fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito, elevándolo hasta 100.000 euros por titular y cuenta. Asimismo, para garantizar la liquidez en un contexto de dificultad de acceso a la financiación en los mercados interbancarios (efecto de Lehman Bros.), se creó el Fondo de Adquisición de Activos Financieros y se aprobó el programa de avales para la financiación de las entidades de crédito. Más tarde, poco después de la intervención de la Caja Castilla-La Mancha (CCM), se tomó la primera medida para facilitar la reestructuración bancaria, la creación del FROB.

Como segundo gran momento, destaca la aprobación del Real Decreto-ley 11/2010 de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros, que reformó en profundidad su gobierno corporativo y estableció un catálogo de opciones que permitía la supervivencia del modelo. Las fuertes tensiones sobre la zona euro y la crisis de confianza sobre buena parte del sector

<sup>17</sup> Apuntamos al pie la aprobación de reformas de las normas aprobadas en la primera etapa de la crisis: normas prudenciales bancarias, agencias de calificación, reglamento de infraestructuras del mercado europeo (EMIR) o autoridades de supervisión.

<sup>18</sup> Incorporada en el rango legal por el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, y por el Real Decreto-ley 14/2018, de modificación del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>19</sup> Motiva la sustitución del euríbor y el eonia por nuevos índices antes de 1 de enero de 2020.

<sup>20</sup> Incorporada en el rango legal por el Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

financiero español motivaron, entre otros factores aparecidos a finales de 2010, una serie de medidas posteriores entre las que destacan el Real Decreto-ley 2/2011 para el reforzamiento del sistema financiero, que elevó las exigencias de calidad del capital de las entidades, o la fusión de los fondos de garantía de depósitos de bancos, cajas y cooperativas de crédito en un solo fondo de garantía de depósitos de entidades de crédito.

Un tercer momento de gestión de la crisis puede situarse en 2012 y en él pueden diferenciarse a su vez dos fases. La primera coincide con el primer semestre de 2012, protagonizado por los llamados decretos Guindos I y II sobre saneamiento del sector financiero y venta de sus activos inmobiliarios y por la intervención de Bankia. La segunda fase está marcada por el Memorándum de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera, firmado en julio de 2012, y en virtud del cual se impusieron condiciones de política financiera y de carácter económico general, que serían supervisadas por la Comisión Europea, BCE, ABE y el FMI a cambio de un apoyo financiero de 100.000 millones de euros. Entre las medidas posteriores derivadas de los compromisos asumidos en dicho memorándum destaca la creación de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) o la Ley de 26/2013, de Cajas y Fundaciones Bancarias, que supuso la bancarización de la práctica totalidad del sistema, como exponíamos en el primer apartado de este trabajo.

#### b) Medidas relacionadas con las nuevas reglas fiscales europeas

En segundo lugar, más allá de las medidas excepcionales dirigidas a facilitar la reestructuración del sector financiero, la estrecha vinculación de los ámbitos de la UEM hace necesario mencionar las medidas que en el ámbito nacional se tomaron en relación con las nuevas reglas fiscales. En particular, debe destacarse la segunda reforma de la Constitución española desde su

promulgación, que tuvo lugar en septiembre de 2011 para incluir, mediante una revisión acelerada, a instancia del BCE, la constitucionalización en el art. 135 de los principios de estabilidad presupuestaria y la garantía de prelación en la asunción de las obligaciones financieras de España. Asimismo, destaca el desarrollo de las previsiones contenidas en dicho art. 135 y de las nuevas reglas fiscales europeas mediante la aprobación de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, así como la creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF).

#### c) Otras medidas

En tercer lugar, no podemos dejar de mencionar algunas medidas del ámbito financiero que se dirigen a proteger a los consumidores, como la Orden EHA/2899/2011, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, o, con distinto alcance y eficacia, a tratar de mitigar los efectos de la crisis de distintos colectivos. En este último grupo destaca el aumento de la cantidad inembargable de los ingresos familiares de los deudores hipotecarios (RDL 8/2011), los decretos sobre protección a deudores hipotecarios y reestructuración de la deuda, el establecimiento del mecanismo de segunda oportunidad, o el Real Decreto-ley 6/2013 de protección de los titulares de productos complejos de ahorro e inversión (participaciones preferentes, sobre todo).

#### *Trabajos recientes*

La revisión de los diez años transcurridos desde la crisis no estaría completa sin hacer referencia, aunque sea brevemente, a tres proyectos de la política financiera poscrisis, centrada en la estabilidad financiera, la protección a la clientela y la modernización.

En primer lugar, destaca el establecimiento de una «autoridad macroprudencial» sobre la base del Consejo de Estabilidad Financiera y del incremento de

las herramientas macroprudenciales<sup>21</sup> con que cuentan las autoridades españolas (por ejemplo, en relación con el sobreendeudamiento). Se adoptan así las recomendaciones del FSB y de la ESRB mencionadas anteriormente.

En segundo lugar, señalamos la creación de una «autoridad de protección a la clientela de servicios financieros», en sustitución de los actuales servicios de reclamaciones de los ámbitos de banca, valores y seguros. Se trata de potenciar el sistema de resolución extrajudicial, incluyendo poderes vinculantes de resolución de controversias e instrumentos adicionales de confianza para los usuarios de servicios financieros.

Finalmente, haremos mención al «proyecto de Ley para la transformación digital del sistema financiero», como respuesta integral a la necesidad de dotar a autoridades, entidades y usuarios que operan en el sistema financiero de mecanismos de adaptación al nuevo contexto digital (*sandbox* regulatorio, proporcionalidad, rendición de cuentas, etc.). Para aprovechar mejor las oportunidades, se eliminan obstáculos a la innovación tecnológica beneficiosa, mientras que, para identificar y reducir los nuevos riesgos, se articulan mecanismos adicionales a los existentes. Se trata, en definitiva, de lograr una modernización del sector, coherente con los objetivos de la política financiera.

Más allá de las virtudes del diseño de estos tres proyectos, será fundamental que su funcionamiento efectivo se adecue a los fines para los que han sido creados.

### Reflexiones finales y retos estratégicos

Tras el repaso de los últimos diez años, queremos concluir reflexionando sobre algunos retos estratégicos de la política financiera a la luz de la historia reciente.

— Muy probablemente, el primero y más importante de los retos sea el de recuperar una «concepción

compartida del sistema financiero». Se trata de comprender que de su correcto funcionamiento depende el bienestar colectivo. Esta concepción puede articularse a través de dos ideas sencillas. La primera es que su fin último debe ser la financiación de la economía productiva, si bien para ello resulta preciso que las entidades alcancen rentabilidades adecuadas y los ahorradores e inversores obtengan también réditos razonables en términos de ganancia y en función del riesgo que estén dispuestos a asumir. Una segunda idea es la de que la estabilidad financiera y la estabilidad social y política han ido de la mano a lo largo de la historia; en ese sentido, la crisis iniciada en 2008 no ha sido una excepción. Esto es algo que debe tenerse presente siempre.

— El segundo reto está plenamente relacionado con el primero; se trata de superar definitivamente la crisis de «reputación» que arrastra buena parte del sector financiero. Dice G. Parker, en su contribución a la *Historia Económica de Europa* (1979), que la crisis de algunos bancos privados europeos a comienzos de la Edad Moderna tuvo distintas causas. Se refiere Parker a una «mala administración», unida a una altísima exposición de los banqueros a los empréstitos del Estado, que les arrastraba a la quiebra cada vez que los Gobiernos declaraban una moratoria de los pagos, lo que ocurría con frecuencia. Pero había además un factor psicológico o reputacional. Bajo el estigma social de la usura, los banqueros eran censurados por todas las confesiones religiosas, llegando la Iglesia calvinista holandesa a prohibir a finales del siglo XVI la admisión de los banqueros y del personal a su servicio a las celebraciones eucarísticas.

Más allá del valor comparativo o meramente anecdótico de la historia de las crisis financieras, la estigmatización social de la actividad bancaria no es compatible con el correcto funcionamiento de una economía de mercado sofisticada. Aunque algunas entidades bancarias han conseguido salvar su consideración a través de la modernización de su modelo de banca o del impulso de la responsabilidad social corporativa, lo cierto es que la

<sup>21</sup> RDL 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales.

reputación del sector se encuentra dañada y sigue siendo necesaria su normalización. Esa normalización no ha de ser solo un objetivo del propio sector, sino que constituye un objetivo de política pública; más aún cuando el daño reputacional se ha extendido a los responsables de no haber detectado y detenido a tiempo las malas prácticas que se encuentran en el origen de la crisis sistémica.

Dos posibles vías de restitución son el refuerzo del modelo supervisor y la articulación de nuevos modelos de protección al inversor y, más en general, de la clientela de servicios financieros. En ese sentido, las tres iniciativas en marcha antes mencionadas —la puesta en marcha de la autoridad macroprudencial, la creación de una autoridad de protección financiera y los mecanismos para acompañar la transformación digital— pueden abrir camino, aunque será su funcionamiento efectivo el que permita sacar conclusiones. Como ocurre en ámbitos más generales, el nuevo contexto digital ofrece amplias posibilidades para equilibrar las relaciones de poder y restituir la confianza dañada, si bien parece necesario potenciar un uso consciente y responsable de las nuevas tecnologías aplicadas al ámbito financiero, pues de lo contrario la centralidad digital de los usuarios será tan solo un espejismo.

— El tercero de los retos es el de garantizar la «seguridad jurídica» como elemento indispensable de gestión de la complejidad. Dos dinámicas pueden ilustrar la cuestión.

La primera es la del crecimiento considerable del riesgo regulatorio, es decir, de los costes de adaptación de los destinatarios de las normas, costes que aumentan, como es natural, cuanto mayor es la profusión normativa y más rápida la obsolescencia. Solo en el ámbito financiero se han aprobado durante los últimos diez años cerca de 900 normas de todos los rangos, con el agravante de que su vigencia media apenas supera el tiempo requerido por los destinatarios para su adaptación. Ante esta dinámica, parece indispensable consensuar una estrategia de refuerzo de las estructuras de producción y coordinación legislativa, lo que redundaría en un aumento exponencial de la eficiencia

económica y de la transparencia. Asimismo, permitiría una mayor calidad de las normas y una menor exposición a que aspectos que debe dirimir el poder legislativo acaben siendo resueltos en uno u otro sentido por el judicial, con alto nivel de inseguridad jurídica y elevado desgaste institucional y democrático.

Una segunda dinámica que ilustra este tercer reto proviene de la celeridad con la que se ha implantado el nuevo marco de supervisión y de resolución. Esta rapidez de implantación, en principio positiva, debe acompañarse de las necesarias cautelas sobre su funcionamiento y sus procesos de toma de decisiones, especialmente hasta que ese nuevo marco adquiera solera. En ese sentido, la discrecionalidad técnica pasa forzosamente por la existencia de contrapesos (transparencia, motivación, rendición de cuentas) que, más allá de dar cumplimiento del principio de seguridad jurídica presente en el art. 9.3 CE, funcionan como garantías de que las decisiones son materialmente equilibradas. Su insuficiencia podría depositar los sedimentos de futuras crisis.

En todo caso, convendría tener presente que la gestión y reducción de la complejidad es una de las claves de nuestra era y que uno de sus instrumentos más útiles es la certeza jurídica, que no ha de comprenderse nunca como un obstáculo, sino como la principal garantía de que las funciones públicas se ejercen con todo rigor, pero con suma *finezza*.

— Concluimos planteando un cuarto reto, quizás el más difuso y persistente: el de mejorar las «capacidades de gobierno» sobre la economía en su conjunto y sobre el sistema financiero en particular. Como hemos señalado anteriormente, la crisis ha servido, al menos, para reconocer la insuficiencia de las capacidades nacionales y la necesidad de reforzar las herramientas supranacionales de gobierno del sistema financiero. En ese sentido, el reto más inmediato es el de impulsar con vehemencia, prontitud y concreción la integración europea, dejando más espacio para la corresponsabilidad y los procedimientos de decisión conjunta y menos para el interés meramente nacional y la *realpolitik*.

## Referencias bibliográficas

[1] Banco Central Europeo (2018). Discurso del vicepresidente Luis de Guindos.

[2] Basel Committee on Banking Supervision (2018). *Fifteenth progress report on adoption of the Basel regulatory framework*. Octubre.

[3] Consejo de Estabilidad Financiera (2010). *Progress since the Washington Summit in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*. FSB. Noviembre.

[4] Consejo de Estabilidad Financiera (2018). *Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms, 4<sup>th</sup> Annual Report*. FSB. Noviembre.

[5] De Grauwe, P. (2016). *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford.

[6] De Miguel Bárcena, J. (2011). *El Gobierno de la economía en la Constitución Europea. Crisis e indeterminación institucional*. Barcelona: Bosch Editor.

[7] Fondo Monetario Internacional (2009). *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*. FMI. Febrero.

[8] Hinojosa Martínez, L. (2003). La unificación de la supervisión prudencial de las entidades de crédito en la Unión Europea, *Revista Española de Derecho Europeo*, 5, 91-122.

[9] Junta Europea de Riesgo Sistémico (2018). *Recomendación sobre riesgos de liquidez y apalancamiento en fondos de inversión*. ESRB. Abril.

[10] Mulas, M. y Díez, J. (2018). 10 años del G20: avances y retos futuros en el ámbito económico y financiero. *Boletín de Información Comercial Española* (BICE).

[11] Parker, G. (1979). El surgimiento de las finanzas modernas en Europa. En Cipolla, C.M. (ed.), *Historia económica de Europa (2). Siglos XVI y XVII* (410-464). Barcelona: Ariel.

## ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS

